

Economía

2

La política económica en el 2011: reconstrucción abortada

Hernán Frigolett Córdova

Resumen

La paradoja gubernamental de reprobación ciudadana creciente, contrastando con resultados económicos catalogados de sorprendentes, fue el posicionamiento mediático del primer semestre. Crecimiento sobre el 7%, inflación dentro del rango meta del Banco Central (entre 2 y 4%), creación de empleos récord con respecto al año anterior, no calzaban para el ejecutivo con la baja nota a la gestión del gabinete. La ciudadanía ha sido implacable asignando una reprobación creciente del mundo del trabajo, que sólo contrasta con las cuentas alegres del mundo empresarial debido a utilidades que parecen blindadas, sin importar la coyuntura que se enfrente.

Los indicadores tradicionales son un espejismo que ha resultado más transitorio de lo que se esperaba, ya que en julio y agosto el crecimiento se desploma desde 7 a 4% anual. El gobierno ya aventura nuevamente un crecimiento del 5% para el año próximo, por la coyuntura internacional que impide lograr la meta de programa de crecimiento de 6% promedio anual.

La reconstrucción ha sido un emprendimiento de política pública muy mediático, pero que en la práctica ha sido abortado con reprogramaciones de obras de reconstrucción en educación y obras públicas, y una débil ejecución presupuestaria de los recursos asignados a iniciativas de inversión.

Al cierre del semestre surgen nuevamente las incertidumbres del mercado financiero mundial, que se ven reforzadas por el escándalo de La Polar que ha remecido la institucionalidad de regulación del mercado local.

Desempeño económico en el primer semestre

El desempeño de la economía en el primer semestre tiene una carta de presentación extraordinaria, si se considera la tasa de expansión del PIB del primer trimestre de 10%, y la del segundo de 7% con un resultado anualizado de 7,3%, con una inflación convergiendo al 3% alineada al rango meta del Banco Central, y con un incremento significativo del empleo publicitado de más de 450.000 ocupados en un año. **Qué gran contraste con las encuestas ciudadanas que no paran de incrementar la reprobación de la gestión del gobierno**, que culpa a una deficiente capacidad de comunicar todo lo que se ha realizado.

Eso es lo que marcan los indicadores tradicionales, sin considerar el contexto de evaluación en que nos comparamos con una economía afectada en varias de sus regiones más productivas por un devastador terremoto y tsunami. No hay que confundir crecimiento con recuperación, especialmente cuando varias industrias estuvieron paralizadas por varios meses a partir de marzo de 2010. Una mirada más allá del espejismo de las tasas es el necesario para comprender la sensatez ciudadana al momento de su evaluación individual, que converge a la mirada colectiva de desaprobación y desencanto.

El efecto terremoto en la contabilidad de crecimiento: la realidad se antepone al fenómeno estadístico

El primer semestre de 2011 marca el cierre del ciclo de recuperación de la producción luego del terremoto del 27 de febrero de 2010, y luego de tasas muy elevadas en el primer trimestre, se ha ido desacelerando el crecimiento en la medida que se va normalizando la referencia de comparación del año pasado. Crecimientos elevados en el sector manufacturero y de la pesca, en los que se concentró el efecto destructivo de la infraestructura, contrastan con los relacionados a la reconstrucción de viviendas y de infraestructura pública en las zonas poblacionales más afectadas.

Se ha generado una corriente de opinión oficialista en la que aparentemente habría un desacople entre los logros de la economía y la apreciación ciudadana más negativa en su evaluación de la gestión gubernamental. **Sin embargo, la contabilidad del crecimiento si bien muestra tasas significativas de crecimiento, presenta un fuerte componente de normalización únicamente en la situación productiva, que no se ha volcado con fuerza al mercado laboral.**

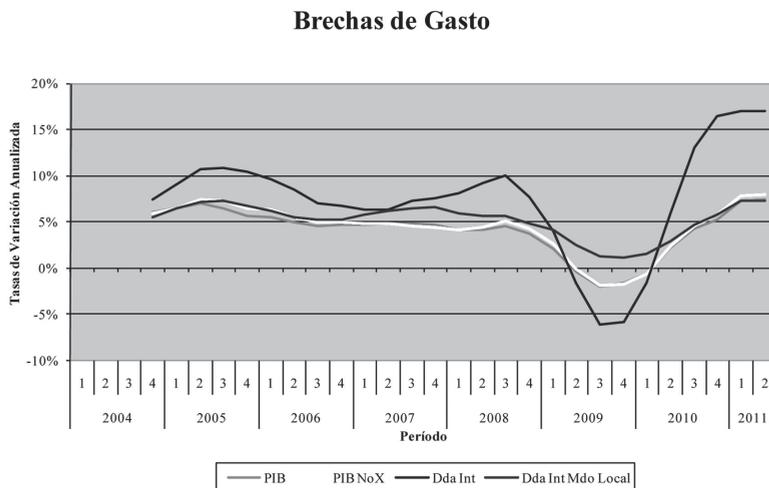
El Análisis de la coyuntura desde una perspectiva más estructural

El ciclo recesivo de la economía chilena de 2009 fue profundizado por el terremoto que afectó a sectores productores de bienes exportables no mineros fundamentalmente. Al mismo tiempo, el terremoto ha sido un factor que ha posibilitado ver en toda su magnitud los cambios estructurales que han afectado al mercado doméstico, y que se refleja en una situación asimétrica muy visible en la demanda interna, pero que no lo es en la dimensión productiva, porque la producción de exportables de la minería ha estado más bien estancada en término de flujos. El efecto de valoración de las exportaciones se ha dado

en el marco de un ciclo vertiginoso de alzas luego de la recesión mundial de 2009, que ha provocado problemas de índole cambiaria manifestados en una incapacidad de diversificación productiva con ribetes más bien estructurales.

A partir de los indicadores trimestrales de medición de la actividad que elabora el Banco Central, se ha derivado un conjunto de indicadores que caracterizan con mayor poder ilustrativo la condición por la que atraviesa la economía. Se aprecian dos ámbitos muy marcados: un fenómeno sustitutivo por importaciones marcado en la demanda por un lado, y por otro, una matriz exportadora que se ha estancado, cuyo dinamismo ha sido reemplazado por una producción de servicios no transables funcionales al ciclo importador.

GRÁFICA 1: UN EQUILIBRIO INTERNO CADA VEZ MÁS ESTRECHO



Fuente: elaboración propia en base a cuentas nacionales del Banco Central.

Si se realiza una lectura del ciclo económico recesivo que afectó al PIB durante 2009, el efecto del terremoto fue compensado por una expansión de la demanda interna que probablemente fue detonada de manera más abrupta por un entorno de psicosis social. El fenómeno consumista fue además alimentado por situaciones coyunturales como la participación de Chile en el campeonato mundial de fútbol, y una apreciación muy marcada del peso chileno. La demanda interna se expandió al 17% anual durante el primer semestre de 2011, poniendo mucha presión sobre la oferta importada como en todo ciclo de mejoramiento de los términos de intercambio.

El efecto de los términos de intercambio no sólo se explica por un incremento significativo del precio del cobre, sino que se ha complementado con una disminución de los precios de importación de bienes no energéticos. En este contexto, el peso chileno se ha apreciado, con lo cual los bienes importados

destinados a la demanda final -inversión y consumo de hogares- se han abaratado relativamente con el consiguiente aumento de su gasto. Este ajuste de precios relativos ha provocado un sostenido proceso sustitutivo de productos nacionales por importados, y por el lado de las exportaciones, la dinámica de los volúmenes ha perdido dinamismo. **Así, la demanda global tiene mayores filtraciones hacia producción foránea, y por ende genera una presión más debilitada hacia los establecimientos locales, que se refleja también en un mercado laboral con menor capacidad de creación de empleo.**

Si se considera la producción de bienes y servicios destinados al mercado local, y se depura la demanda final de su componente importado, queda en evidencia una situación de equilibrio de gran coherencia, y que se deriva de un proceso más estructural de crecimiento, en que se observa un alineamiento a la capacidad de crecimiento de mediano plazo estimada entre 4,5 y 5% anual. La mayor volatilidad de los componentes importados se debe a que la mayor capacidad de este consumo, principalmente de bienes durables, se concentra en los hogares más ricos, que son además los perceptores mayoritarios del efecto riqueza asociado a la mejoría de los términos de intercambio que prácticamente no se filtran a través de las remuneraciones, salvo entre los estamentos más cercanos a las planas ejecutivas de las empresas.

Así, no es de extrañar que pese a las presiones de demanda que muestran los indicadores de gasto no haya mayores impactos inflacionarios, debido a la tendencia a la baja de precios de productos manufacturados por la creciente competitividad china en los mercados, complementada por una apreciación cambiaria, fenómenos que resultan finalmente en un proceso inflacionario de baja envergadura.

El crecimiento de tendencia de más largo plazo se mantiene en torno al 5%, y por ende lo que aún se aprecia es la alteración cíclica provocada por la recesión mundial de 2009, y su posterior recuperación durante 2010, consolidada en el primer semestre de 2011 con un efecto incremental asociado a la normalización de la industria manufacturera y de la pesca, luego de la paralización de algunas ramas productivas desde marzo hasta junio del año pasado. En efecto, los indicadores de la industria manufacturera de julio y agosto de 2011 muestran tasas de variación moderadas, que reflejan niveles de producción similares a los previos a la recesión.

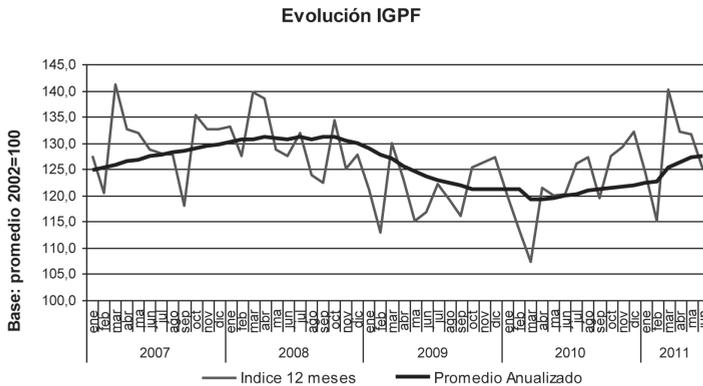
Indicadores sectoriales se normalizan y convergen a su comportamiento de tendencia

La industria manufacturera ha sido el sector productivo con mayor incidencia en las tasas de expansión de la producción en el primer semestre, y su dinámica también ha marcado el ritmo de desaceleración de los resultados globales reflejados en el IMACEC.

Gran parte de la trayectoria de los índices de producción revelan un componente mayoritariamente de recuperación de la crisis global de 2009 y reforzada además en algunas ramas por una normalización de la producción luego de la paralización obligada por efectos del terremoto y tsunami. En la gráfica 2

se aprecia con mayor claridad que aún existe capacidad ociosa, ya que aún a junio no se alcanzaban los niveles de producción previos a la recesión iniciada a fines de 2008, y luego se constata el efecto en el segundo semestre del año pasado.

TABLA 2: ÍNDICE GENERAL DE PRODUCCIÓN FÍSICA DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas

El resultado de marzo de 2011 muestra una producción equivalente a la de marzo de 2008 e inferior a la de 2007, pero que al ser comparada con la de marzo de 2010 arroja una tasa de variación de 30%, incidiendo fuertemente en la tasa de variación del PIB trimestral y del IMACEC. Los niveles de producción a partir de abril en adelante no son mayores a los que se observaban en los meses homólogos previo a la crisis, lo cual refuerza la hipótesis de normalización de la producción, dando por superada la coyuntura recesiva y el impacto destructivo del terremoto.

La ejecución de las Finanzas Públicas: el saldo efectivo tras el Déficit Estructural

El Presupuesto de la Nación es, sin duda, el mayor beneficiario del sostenido ciclo de elevados precios del cobre en el mercado internacional, lo cual se refleja plenamente en el resultado global del balance fiscal. Sin embargo, no hay que olvidar que por efecto del terremoto se generó una condición excepcional favorable para la recaudación de 2010 y también para 2011, referida a la aplicación de una tasa mayor de impuesto a la renta de primera categoría y a un impuesto específico a la minería, que se incrementa también transitoriamente hasta 2012.

Ejecución presupuestaria del primer semestre

En el transcurso del primer semestre, se ha conformado una situación financiera bastante holgada para las finanzas públicas, en la que se combina un incremento sustantivo de la recaudación tributaria y de las rentas del cobre, con un gasto corriente y de inversión por debajo de lo considerado en la ley de presupuesto para este año.

TABLA 1: EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO DEL GOBIERNO CENTRAL

TRANSACCIONES QUE AFECTAN PATRIMONIO NETO	2007	2008	2009	2010	1 semestre 2011
INGRESOS	22.729.624	22.732.157	17.634.179	23.264.169	13.755.699
Ingresos tributarios netos	16.165.759	16.473.295	13.346.556	17.577.714	10.759.633
Tributación minería privada 5/	3.235.317	2.165.172	799.581	1.867.939	1.441.875
Tributación resto contribuyentes	12.930.442	14.308.123	12.546.975	15.709.775	9.317.758
Cobre bruto	3.416.776	2.621.523	1.064.586	2.531.368	1.328.936
Imposiciones previsionales	1.148.647	1.289.225	1.371.750	1.493.987	794.283
Donaciones	44.700	64.662	68.124	73.163	49.700
Rentas de la propiedad	978.917	1.153.803	585.024	430.341	233.799
Ingresos de operación	465.508	528.119	539.017	553.428	299.378
Otros ingresos	509.318	601.530	659.122	604.169	289.969
GASTOS	12.544.100	14.940.221	17.588.163	19.228.564	9.184.116
Personal	3.107.938	3.544.891	4.210.413	4.659.700	2.400.808
Bienes y servicios de consumo y producción	1.328.852	1.561.131	1.845.578	1.902.709	829.523
Intereses	234.789	188.333	225.638	292.000	206.902
Subsidios y donaciones	4.319.878	5.454.720	6.468.293	7.450.920	3.281.212
Prestaciones previsionales 1/	3.535.737	4.019.109	4.515.683	4.887.271	2.452.837
Otros	16.905	172.037	322.558	35.963	12.835
RESULTADO OPERATIVO BRUTO	10.185.524	7.791.936	46.016	4.035.605	4.571.583
TRANSACCIONES EN ACTIVOS NO FINANCIEROS					
ADQUISICIÓN NETA DE ACTIVOS NO FINANCIEROS	2.760.622	3.367.141	4.232.875	4.347.931	1.752.017
Venta de activos físicos	13.007	24.151	52.336	27.808	8.833
Inversión	1.789.261	2.015.922	2.476.937	2.345.483	816.057
Transferencias de capital	984.369	1.375.370	1.808.273	2.030.256	944.794
TOTAL INGRESOS 2/	22.742.631	22.756.308	17.686.514	23.291.977	13.764.532
TOTAL GASTOS 3/	15.317.729	18.331.513	21.873.373	23.604.303	10.944.966
PRESTAMO NETO/ENDEUDAMIENTO NETO	7.424.902	4.424.795	(4.186.859)	(312.326)	2.819.566

Fuente: Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda

De acuerdo a la información presentada por la Dirección de Presupuestos (Tabla 1), se ha incrementado sustantivamente la recaudación tributaria en el primer semestre, así como los resultados logrados por la minería estatal. La proyección para el año es auspiciosa, y probablemente se supere con creces lo del año pasado, retornando a una situación de superávit efectivo superior al registrado en 2008, previo a la crisis.

En materia de gastos corrientes, el gasto en personal registra un incremento de las compensaciones aún cuando hay una leve disminución de las dotaciones, consistente con un gasto en bienes y servicios que también muestra una leve disminución. Se observa además un incremento de los pagos de intereses debido a tasas en el mercado interno que han crecido en el transcurso del primer semestre, y a una inflación creciente que se desaceleró de forma marcada a partir del segundo trimestre del año.

El gasto de inversión, en cambio, registra una ejecución muy por debajo de lo programado. Cabe recordar que se realizó un ajuste presupuestario de 300.000 millones de pesos, que se centró en obras de reconstrucción por el terremoto y tsunami en infraestructura educacional, vial y portuaria. Es muy probable

que el cierre del año sea nuevamente con una ejecución que sea incluso mayor a la reprogramación de la ejecución de este año. En contrapartida, las transferencias de capital siguen siendo el elemento más dinámico de la ejecución de gasto de inversión. Desde una perspectiva global, una mezcla de menor gasto en inversión real y un mayor gasto en transferencias de capital (subsidios habitacionales mayormente), generan un menor estímulo al gasto agregado de la economía en el corto plazo.

En efecto, el saldo de caja (555.000 millones de pesos) a julio de 2011 representa casi 45% de las transferencias de capital, porque los subsidios sólo representan desembolso en la medida que se adquieren viviendas nuevas o usadas. Este aumento sostenido del saldo de caja refleja la colocación de subsidios, pero la imposibilidad de concretar transacciones por falta de viviendas disponibles en las zonas devastadas.

Al cierre del primer semestre se materializó además la **venta del paquete accionario de Aguas Andinas en manos de CORFO por un monto de 984 millones de dólares, al que siguió en julio otra venta de acciones de Essbí y Esval que ascendió a 564 millones de dólares. Algo más de 1.500 millones de dólares, que no se reflejan en la ejecución presupuestaria del Gobierno Central** porque son activos financieros en manos de CORFO, y su venta va a excedentes de caja de esa institución autónoma.

Así, el superávit efectivo del primer semestre ascendió a 6.000 millones de dólares, a los que se agregan los 1.500 millones de dólares de las ventas de acciones de sanitarias, y excedentes de caja por 1.200 millones más. El nivel de liquidez es cercano a los 10.000 millones de dólares, y de acuerdo a la contabilidad institucional que prepara el Banco Central¹, al cierre del primer trimestre el FEES acumula un saldo de más de 13.500 millones de dólares, y al cierre de primer semestre es muy probable lo acumulado se aproxime a 20.000 millones de dólares. **Este proceso de acumulación financiera es el que genera una idea de abundancia de recursos en manos del fisco, con lo cual no se requiere al parecer reformas tributarias que produzcan más recursos fiscales.** El diagnóstico de fondo en el tema es que se percibe que el nivel de gasto es adecuado, por ende sólo se trata de ajustar prioridades al interior del aparato estatal.

¿Cuán necesario era ajustar el gasto fiscal de este año?

Tal como se presentan las holguras fiscales, el ajuste al gasto realizado por Hacienda puede tener dos lecturas que finalmente son complementarias: la recaudación en pesos sigue siendo insuficiente frente al gasto total a ejecutar en el año, debido al incremento relativo del pago de impuestos realizado en dólares, por una parte, y por otra, **a reconocer una insuficiencia de ejecución debido a problemas de gestión en los ministerios de Vivienda y de Obras Públicas.** Frente a la coyuntura de apreciación del peso, Hacienda entregó una señal de ajuste al gasto con el claro objetivo de incidir en el mercado cambiario,

1 Serie de Cuentas Nacionales por Sector Institucional Trimestral, Gobierno General: operaciones no financieras, operaciones financieras y balances.

postergando gasto ejecutado en pesos. Así, una debilidad se presenta como una decisión que tiene por objetivo cooperar con la rentabilidad del sector exportador, logrando fortalecimiento de imagen de conducción económica.

Sin embargo, **se compromete la imagen política en la medida que los recortes recaen en carteras clave en la reconstrucción de instalaciones educacionales y de infraestructura vial y portuaria en la zona más afectada por terremoto y tsunami.** Al mismo tiempo, la postergación para el año próximo de estas iniciativas de inversión real tiene un impacto macroeconómico relevante en la medida que se debilita la demanda interna, que ya ha mostrado claros signos de desaceleración y estancamiento al inicio del segundo semestre. La transposición de esto es bastante directa al mercado laboral, porque atenúa la creación de ocupación de la actividad de la construcción en las regiones bajo reconstrucción, en las que se ha visto que la recuperación del empleo ha sido mayormente en actividades desarrolladas por trabajadores por cuenta propia y en menor grado por asalariados contratados.

”

Se compromete la imagen política en la medida que los recortes recaen en carteras clave: en la reconstrucción de instalaciones educacionales y de infraestructura vial y portuaria en la zona más afectada por terremoto y tsunami

Habrá que esperar la presentación del presupuesto 2012 para evaluar si se trata de **una postergación de iniciativas de reconstrucción que se transfieren y fortalecen la ejecución del año próximo, cuando se puede obtener dividendos electorales que claramente no se obtendrían en el segundo semestre de este año.** Se ha nombrado un responsable de coordinación de la reconstrucción, que seguramente tiene como objetivo compensar con creces este año perdido en materia de reconstrucción habitacional. La eliminación de los campamentos previo al próximo invierno generará sin duda material importante de campaña en las municipales de octubre de 2012.

El mercado laboral: el espejismo del terremoto y la baja dinámica de la ocupación y de las remuneraciones

Al cierre del semestre, se ha visto que el debate en torno a la creación de miles de empleos resultó estéril y es otra consecuencia clara del terremoto y de su impacto en los instrumentos estadísticos. La ocupación registrada en la encuesta de empleo durante el mes de marzo de 2010 mostró una baja de 300.000 personas ocupadas, que alteraron significativamente el nivel de empleo de varios promedios móviles trimestrales, y que generan una base de comparación baja que arrojaría una creación significativa de empleos. Si se considera con cautela la variación del empleo en 12 meses, y se toma en

cuenta además la composición del empleo, es posible conformar una lectura menos subjetiva de la dinámica del mercado laboral.

Ocupación: aumento extremadamente moderado

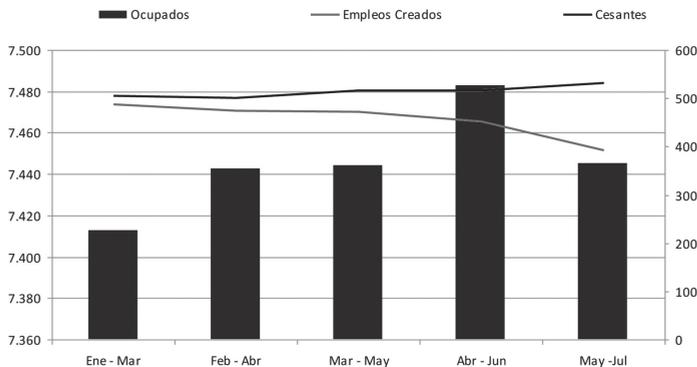


La dinámica de la ocupación en el primer semestre de 2011 ha cambiado fuertemente, y el mercado presenta claros signos de estancamiento y de débil creación de empleos

Durante el segundo semestre de 2010, la ocupación aumentó de forma rápida luego del terremoto, con cambios acentuados en la composición en las categorías del empleo: incremento sostenido del ocupado por cuenta propia y aumento bastante más moderado de los ocupados asalariados. La dinámica de la ocupación en el primer semestre de 2011 ha cambiado fuertemente, y el mercado presenta claros signos de estancamiento y de débil creación de empleos.

Como se aprecia en la gráfica 3, la creación de empleos ha mostrado una reducción importante en la comparación a 12 meses, y los empleos creados fueron tan sólo 60.000 en los meses previos al período estacional contractivo por el enfriamiento de la ocupación agropecuaria en el período invernal.

GRÁFICA 3: MERCADO LABORAL POCO AUSPICIOSO



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas

El número de cesantes se ha incrementado de modo permanente a lo largo del primer semestre, superando las 500.000 personas. Este es un signo claro de una dinámica débil del mercado laboral, que **muestra una incapacidad de sostener su ritmo de creación de empleos basado en el impulso posterior a la crisis planteada por el terremoto**. Se trata además de una ocupación fuertemente concentrada en las ciudades más afectadas por la destrucción inicial de puestos de trabajo, y en el resto del país la situación es más bien de estancamiento en la ocupación.

Complementariamente, mientras en los cómputos iniciales del año, incluso en una cuenta anticipada a la del 21 de mayo, se pregonaba la impresionante creación de casi 500.000 empleos, al cierre del semestre el cómputo se acerca a los 350.000 y mantiene una declinación bastante abrupta, reflejando la normalización de la base de ocupación post-terremoto. Habrá que ver cuál es la dinámica una vez superado los meses invernales e instalado en terreno el coordinador de la reconstrucción.

Remuneraciones y equidad

La relativa contracción del mercado laboral se transfiere de modo bastante directo a las compensaciones del trabajo. El indicador de remuneraciones que elabora mensualmente el INE indica incrementos muy moderados en la mayor parte de los sectores productivos de los montos promedio, en términos nominales. En la tabla 2 se aprecia la evolución promedio en el primer semestre por sector productivo.

TABLA 2: VARIACIÓN NOMINAL DE LAS REMUNERACIONES

SECTOR PRODUCTIVO	VARIACION ACUM DIC 2010
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS, EMPRESARIALES Y DE ALQUILER	2,8%
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA	1,6%
COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR	2,2%
CONSTRUCCIÓN	1,9%
ENSEÑANZA	4,0%
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	4,7%
HOTELES Y RESTAURANTES	3,1%
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	5,0%
INTERMEDIACION FINANCIERA	6,8%
OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS COMUNITARIOS, SOCIALES Y PERSONALES	1,7%
SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD	6,4%
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	5,9%
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	0,8%
PROMEDIO	3,6%
MEDIANA	3,1%
Inflación Acumulada	2,2%

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas

Los sectores con mayor poder de negociación y con mejores resultados en términos de aumento de rentabilidades, son los que concentran los mayores reajustes de sus remuneraciones, mientras que **aquellos en los que se agrupa la mayor parte de la fuerza laboral ocupada, tienen reajustes que apenas compensan la inflación.** La enseñanza y la salud aparecen con tasas elevadas, pero se debe a que las cláusulas de reajuste son anuales y se aplican en marzo, con lo cual la comparación con la inflación acumulada en el semestre lleva a una estimación exagerada del reajuste en términos reales. Otro aspecto que hay que tener en cuenta es que las empresas de la muestra son más bien de mayor tamaño, y no representan a todo el espectro de realidades que dan cuenta de la situación global. Sin embargo, son una referencia importante, ya que si los incrementos salariales son moderados en el sector formal, no hay mucho espacio para pensar en situaciones mejores en el ámbito informal.

Escándalo financiero local y mercados mundiales en histéresis

El cierre del primer semestre ya mostraba signos de lo que se ha decantado en los primeros meses de la segunda parte del año. La economía mundial no ha logrado aún superar del todo los impactos de la recesión de 2009, y la recuperación de la producción y del empleo será un proceso lento, como lo han anunciado reiteradamente los responsables de la conducción económica en Estados Unidos y en la zona Euro. Los mercados financieros son los que han manejado expectativas de recuperación más rápida, y ahora aparece de forma súbita, como fantasmal, el temor de la desaceleración o para los más pesimistas- de recesión nuevamente.

La encrucijada mundial: desaceleración y ajuste financiero

El panorama internacional venía presentando un desacople creciente entre los sectores productivos reales y los mercados financieros, generando una fricción en principio silenciosa que se ha tornado recientemente más ruidosa. Mientras los sectores productivos están acomodándose aún a niveles de venta inferiores a los previos a la crisis de 2008 y 2009, los mercados financieros iniciaron un raid de recuperación mucho más acelerado, que presionó los precios a niveles similares a los del primer semestre de 2008, pero con una base de sustentación mucho más débil. En este contexto, la turbulencia financiera a la que se enfrentan varios Estados de la zona Euro, provocó una revisión de las condiciones reales del estado de los mercados financieros mundiales.

El ajuste de precios relativos de los activos financieros se inició de manera suave y silenciosa, en un marco de política monetaria aún expansiva tanto en Estados Unidos como en Europa, y al mismo tiempo pretendiendo un contrapunto con los *commodities* que vieron un primer semestre con presiones alcistas muy importantes. Los metales marcaron precios históricos, a lo que se agregó un incremento significativo de los precios de alimentos, que reflejan

las condiciones de abastecimiento mundial debido a cosechas menores a las esperadas en diversas zonas del planeta.

Esta **burbuja de precios que se inició en el segundo semestre de 2010, ha llegado a su fin con la crisis griega, provocando un ajuste severo en los precios de activos en la mayor parte de las bolsas de valores de los mercados financieros mundiales.** Como siempre, los ajustes tienden a ser bastante violentos, instalando además una volatilidad de precios administrada de manera muy especulativa, provocando fuertes impactos patrimoniales que llevan a los agentes a conductas en las que predomina la histéresis.² Los gobiernos han tratado de abordar los problemas de regulación que se vieron como uno de los temas que desencadenaron la crisis *subprime*, y la especulación financiera al interior del sistema bancario mundial. Hay una persistente sensación de captura de los equipos de trabajo en las organizaciones de países como el G-7 y el G-20, por parte de la institucionalidad financiera, que ha logrado disminuir el entusiasmo inicial para reformular el marco regulatorio global.

Una regulación local insuficiente: Test de blancura a la institucionalidad

En el mercado financiero local se desarrolló el caso más bullado de acciones fraudulentas por parte de ejecutivos de una empresa relevante en el *retail*, que se abrió a cotizar en la Bolsa de Valores de Santiago, y que desde esa plataforma colocó diversos instrumentos de renta fija en el mercado local. **El denominado caso La Polar ha dejado en evidencia un marco regulatorio local en extremo frágil, en el que todos los agentes garantes de la transparencia han fallado.**

La descripción de fallas puede iniciarse en el flanco interno, en el que el directorio dice haber sido presa de una confabulación de presidente, gerente general y staff ejecutivo más cercano, para intervenir en los estados financieros creando información falsa que abultaba los ingresos operacionales, transformando deudas que debían ser castigadas y deudas renegociadas, y con flujos de intereses frescos que seguían apuntalando los estados financieros. Aún no está claro cuando se inició esta práctica, pero aquí viene el segundo elemento de gravedad, cuando las empresas auditoras no son capaces de detectar tales anomalías.

Una anomalía estructural es que la misma empresa que daba asesoría contable, fuera la responsable de generar la auditoría a los estados financieros. En fin, los auditores presentaron sus informes dándoles garantías a los socios e inversionistas individuales e institucionales. Incluso no les llamó la atención las conductas de los ejecutivos que se desprendían con relativa facilidad de las acciones de la propia empresa, que recibían como compensaciones por los

² Histéresis es la tendencia de los agentes a magnificar eventos, con lo cual se puede ser extremadamente pesimista o muy optimista en función de señales débiles en un sentido o en otro.

logros de gestión. Así, tanto las acciones como los instrumentos de renta fija se encontraban debidamente “certificados”.

Luego, las clasificadoras de riesgo, basándose en los informes financieros debidamente “certificados”, le otorgaban el mayor estándar a las acciones

como a los bonos emitidos por La Polar, transformándolos así en inversión segura a los ojos del público. El sello de las clasificadoras no es menor, porque entregan un visto bueno clave para que puedan actuar inversionistas institucionales como las AFP y las compañías de seguros. En función de este visto bueno es que las AFP incorporaron en los portafolios de todos los fondos de pensiones, los instrumentos financieros de renta variable y renta fija emitidos por La Polar.

Sin duda, el evento más comprometedor es la triangulación observada en el caso de los instrumentos de renta fija, que es materia de investigación por parte de las superintendencias y de la cámara de diputados. Un banco extranjero, controlador de una AFP, compra bonos a 20 años de La Polar. Los fondos recibidos por La Polar se destinan al pago de un crédito que le había otorgado el mismo banco extranjero, y así el riesgo crediticio se transfiere a

todos los trabajadores que participan en los fondos administrados por esa AFP. En las discusiones de mayor competitividad en el mercado de las AFP era la de incorporar a nuevos agentes institucionales, y precisamente una de las razones para dejar a la banca nacional fuera era el riesgo de triangulación o securitización relacionada.

En el concierto colectivo queda instalada la **imagen de total indefensión, ya que todas las barreras reguladoras fueron traspasadas, y al final del día queda un gran perjudicado que se llama ciudadanía.** ¿Cuál es el sistema de garantías que opera en el sistema? ¿Cuál es la ganancia de una administración privada de las AFP si no hay capacidad autónoma de evaluación? ¿A quién representan las superintendencias? A modo de corolario, el test de stress a nuestro marco regulatorio ha surgido de una situación real que ha desnudado de forma cruda una falencia estructural que aún está lejos de ser abordada, y que dejará varios heridos mortales que en su anonimato individual quedarán en el olvido.

El rol de las instituciones

La Bolsa de Comercio no puede mantenerse ajena a la situación creada por La Polar, ya que la ventana de cara al mercado es la plataforma bursátil. Es

probable que su responsabilidad operativa sea menor, pero no se exime de jugar un rol ético. Si hay un directorio, conformado por personas, y algunas de ellas son transgresoras del código de ética, hay un compromiso moral en términos de administrar un sistema de transparencia que advierta con claridad al público en general, acerca de los otros directorios en los cuales participan estos directores transgresores del código. Es un acto de transparencia, en el que se ahorra tiempo valioso a los pequeños accionistas para evaluar la conveniencia de mantener sus posiciones en esas empresas.

La superintendencia de valores asume un rol de defensa de los accionistas engañados, pero es una acción ex post, en la que sólo queda una restitución del orden moral pero difícilmente generará una restitución económica. La debilidad regulatoria surge por el marco de supervisión parcial, en la que los problemas vinculados al negocio complementario de plataforma de financiamiento que se provee a los clientes no están bajo el ámbito de supervisión de esta superintendencia. Por lo demás la imagen corporativa de La Polar es la de una empresa de *retail*, y no una empresa de financiamiento.

La supervisión financiera es sin duda el ámbito más oscuro, en el que no hay competencias fiscalizadoras y reguladoras ni responsabilidades asignadas a las instituciones del rubro: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Banco Central y Superintendencia de AFP. De manera más clara y directa, **las tarjetas de casas comerciales están en tierra de nadie, tanto así que fue el SERNAC el que permitió descubrir toda la maquinación que permitió el enriquecimiento ilícito de un puñado de personas.**

La reflexión analítica se realiza desde una perspectiva más bien errada, en la que las instituciones reguladoras no cautelan los intereses del Estado, sino que son instituciones del Estado que cautelan los intereses de los ciudadanos. Se reconoce que existen relaciones de poder desequilibradas, en las que la atomización debilita a los pequeños accionistas sin representación directa en los directorios, a los consumidores con tarjetas de crédito con contratos poco transparentes, y a los trabajadores que ahorran por imposición del Estado en los Fondos de Pensiones administrados por agencias con objetivos propios, no coincidentes con los que asumen el riesgo, y por ello es el Estado que asume la representación y el tutelaje colectivo de las acciones que emprenden las corporaciones privadas.

La responsabilidad de la Superintendencia de AFP es de mayor envergadura, porque debiera abordar dos dimensiones que hasta el momento no ha asumido en propiedad: la cuantificación del daño real que sufren los ahorros de los trabajadores, por un lado, y por otro, la fórmula de reparación del daño causado. Es un ámbito de conflicto entre el regulador y las corporaciones reguladas, que generalmente es evitado por instituciones altamente afectadas por el síndrome del regulador capturado, porque además debe cautelar los intereses del Estado que puede constituirse en un pagador solidario pero no exclusivo. Este conflicto interno es capitalizado por las AFP que son renuentes a reconocer su responsabilidad, y por el contrario, se muestran como víctimas al final de una cadena de fallas de otras instituciones del Estado, que las eximen de cualquier posibilidad de concurrencia solidaria reparatoria.

Las asimetrías de la inflación

La inflación es un eje de acción prioritario para el Banco Central, declarado de manera explícita y abierta en foros, seminarios y su página web. El modelo inflacionario bajo el que se estructura la acción de la política monetaria, se ha explicitado de mejor forma a través de la introducción de indicadores más sofisticados para la cuantificación y prospección de las presiones inflacionarias.

Hoy el INE publica al menos cinco indicadores de inflación: IPC, IPCX, IPCX1, IPC transables e IPC No transables, que permiten entrever los riesgos en un horizonte de evaluación coincidente con el de mediano plazo (bastante breve de dos años) que ha definido el Banco Central. ¿Cuál es el modelo de inflación que prevalece en nuestra economía? Esta cavilación de corte estructural no es materia de estudio y seguimiento del Banco Central. Por ello, la conformación de una hipótesis y de un método de observación que identifique patrones estructurales, es de interés para alinear las acciones de política económica de corto y de mediano plazo.

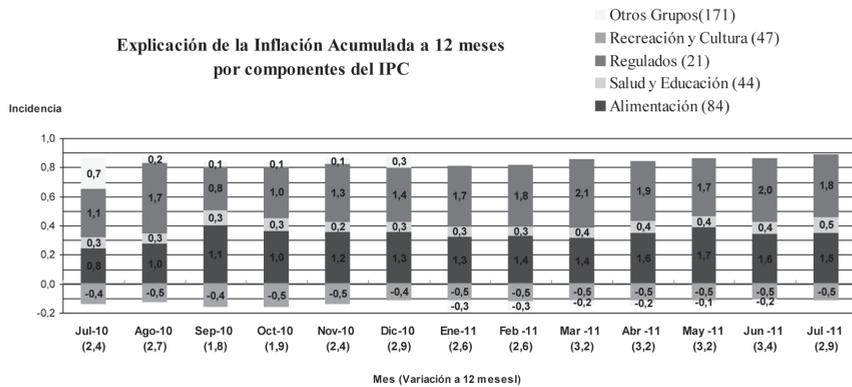
Análisis estructural de la inflación

La economía chilena es la más abierta de la región, y se ha impuesto un modelo de fijación de precios de paridad de importación de manera generalizada. Sin embargo, las estructuras oligopólicas que prevalecen en varios mercados, son fuente de asimetrías importantes en las que las alzas de precios de referencia internacional se traspasan de forma acelerada, mientras que frente a las reducciones de precio, generan espacios para incrementar márgenes y el traspaso es parcial.

En este contexto, el modelo más general de formación de precios es uno en el que se importa la inflación internacional, especialmente la que se manifiesta en *commodities* energéticos y de alimentos, a lo que se agrega un componente endógeno vinculado a un conjunto de precios regulados que adolecen además de mecanismos de indexación. Un conjunto reducido de bienes explica la mayor parte de la inflación global, mientras que la mayor parte de la canasta no presenta mayores variaciones de precio, los que se mantienen estables.

La inflación mantiene sus características principales, en las que los productos regulados presentan bajas elasticidades precio porque no presentan opciones de sustitución, o bien porque corresponden a situaciones de oferta en un contexto de monopolios naturales privatizados, y afectos a un marco regulatorio que se centra principalmente en asegurar inversiones que incrementen la oferta del servicio de uso público sobre la base de rentabilidades aseguradas. En la práctica este esquema ha generado un ajuste de precios relativos profundo, en el que todos los productos afectos a esquemas de regulación se han encarecido. En la Gráfica 3 se presenta de manera sintética el modelo inflacionario en operación.

GRÁFICA 4: EL MODELO INFLACIONARIO DOMINANTE



Fuente: elaboración propia en base a IPC del INE

La inflación anualizada está explicada por 21 productos regulados que obedecen a políticas públicas sectoriales, y a la inflación de alimentos que se rigen por paridad de importación. El resto de los productos reflejan una situación marcada de estabilidad de precios, que en el caso de productos transables, está incidiendo la apreciación del peso y la cada vez mayor presencia de importaciones de origen asiático que se abaratan secularmente. Los servicios no presentan grandes presiones al alza, conformando un mercado interno en equilibrio de largo plazo, y con marcadas restricciones de demanda que se derivan de la situación de mala distribución de la renta.

La inflación y el poder adquisitivo de los más pobres

En el contexto actual de fuentes de inflación, se ha producido una asimetría que afecta a los grupos socioeconómicos de bajos ingresos, debido a la mayor ponderación en su canasta de consumo de los productos que más elevan sus precios. En la medida que la referencia para el incremento de ingreso de los hogares del quintil más pobre es el salario mínimo, entonces su cláusula de reajustabilidad es central para definir su poder adquisitivo.

El reajuste del salario mínimo acordado el año 2010 y en junio de este año se han basado en la medición de inflación dada por el IPC global, que tiene un sesgo de representación hacia la canasta de consumo de los hogares de mayores ingresos en la que los alimentos son bienes inferiores y a mayor ingreso menor peso relativo tendrán en el consumo del hogar. Dado que la incidencia de los alimentos y de los productos regulados es mayor para los hogares de más escasos recursos, el poder adquisitivo del salario mínimo queda subestimado en función del algoritmo que se utiliza como referencia para su ajuste en el tiempo. El último reajuste fijó el salario mínimo en \$182.000, incrementándolo en \$10.000, es decir un incremento de 5,8% que

en un contexto de inflación anualizada en torno al 3,5% que se pronostica, representaría un incremento real de 2,2%.

Tabla 3: LA INFLACIÓN ANUALIZADA POR QUINTILES DE INGRESO

PRODUCTOS	QUINTIL I		QUINTIL V	
	Gran Santiago	Resto Ciudades Capitales	Gran Santiago	Resto Ciudades Capitales
GASTO TOTAL	INCIDENCIAS ACUMULADAS POR DIVISIÓN			
ALIMENTOS Y BEBIDAS	2,36	2,35	0,78	0,84
BEBIDAS EN CASA Y GASTOS EN RESTAURANTES	0,44	0,42	0,48	0,44
VESTUARIO Y CALZADO	-0,25	-0,24	-0,25	-0,25
GASTO DE LA VIVIENDA, AGUA, COMBUSTIBLE Y ELECTRICIDAD	1,82	1,86	1,46	1,45
EQUIPAMIENTO Y CUIDADOS DE LA CASA	0,04	0,05	0,06	0,06
GASTO EN SERVICIOS MEDICOS	0,13	0,11	0,16	0,16
TRANSPORTE Y COMUNICACIONES	0,29	0,30	0,53	0,55
RECREACIÓN	-0,17	-0,16	-0,24	-0,23
ENSEÑANZA	0,18	0,17	0,41	0,40
OTROS BIENES Y SERVICIOS	-0,45	-0,44	-0,84	-0,82
INFLACIÓN	4,4	4,4	2,6	2,6

Fuente: elaboración propia en función de EPF 2007 y serie mensual de IPC

La inflación medida por el IPC representa una situación promedio en la que confluyen los vectores de consumo de todos los hogares de Chile. Sin embargo, para cada grupo socioeconómico la inflación está determinada por sus hábitos o posibilidades de consumo, y tal como se aprecia en la Tabla 3, el impacto inflacionario depende de cuáles son los precios relativos que se incrementan y de la intensidad de consumo de tales bienes o servicios. En la coyuntura actual, los bienes y servicios con mayor incidencia en el gasto del quintil de menores ingresos son los que más suben con lo cual la inflación promedio asciende a 4,4%, mientras que la inflación para los hogares más ricos llega sólo a 2,6%. Por ende, **reajustes en función de la inflación promedio también generan una asimetría importante en desmedro de los más pobres, que incide en incrementos reales de sus ingresos mucho más moderados.**

Una reconstrucción pasmada por problemas de gestión

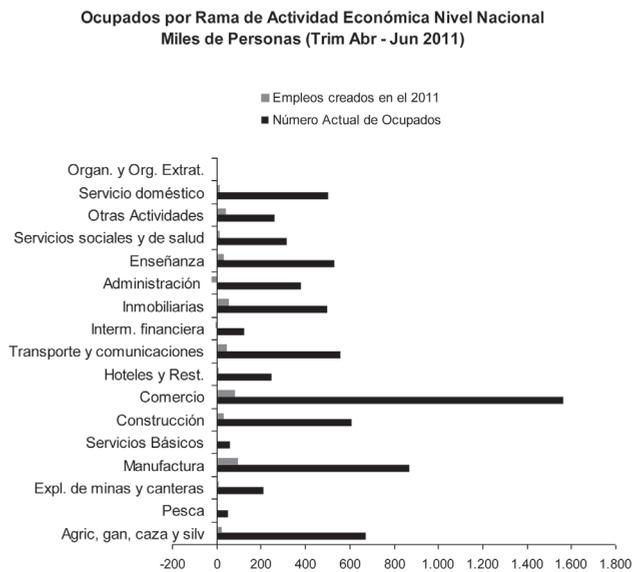
En los medios de prensa, el gobierno ha realizado su rendición de cuenta de los avances de la reconstrucción para consignar un significativo grado de retraso. El desplazado ministro Kast ha asumido como coordinador en terreno de la reconstrucción con una meta declarada de reducir drásticamente los campamentos para el próximo invierno.

Los medios se centraron mayormente en el reacomodo de Lavín en Mideplan y la irrupción de Bulnes en educación, mientras que le asignaron una connotación de visibilidad política a la instalación de Golborne en Obras Públicas. Sin embargo, los ajustes presupuestarios junto a problemas de gestión son evidencia circunstancial de problemas de gestión que los ajustes en el gabinete pretenden solucionar.

Reconstrucción ausente en los indicadores macroeconómicos

La declinación marcada de la tasa de crecimiento en los meses iniciales del segundo semestre, junto a un empleo también en declinación, son indicadores bastante robustos de la débil incidencia que tiene la reconstrucción en la actividad productiva. Aún considerando los indicadores más cercanos a la actividad de la construcción, el impulso no alcanza el dinamismo suficiente para impulsar el ritmo de crecimiento de la economía.

GRÁFICA 5: MODERADA CREACIÓN DE EMPLEOS



Fuente: elaboración propia según estadísticas laborales del INE

La modesta creación de empleos de la construcción durante el primer semestre, es el correlato de la pobre ejecución en las iniciativas de inversión que muestra el presupuesto. En efecto, mientras el gasto total marca una ejecución de 51,8% al cierre del primer semestre, las iniciativas de inversión han ejecutado menos del 33% y las transferencias de capital algo más llegando al 37%. Este último dato es relevante porque muestra la saturación de subsidios frente a una oferta de viviendas que no se ha incrementado en las zonas más afectadas, porque no hay ejecución de obras debido a que el MINVU enfrenta problemas severos para agilizar la construcción privada elegible para los subsidios habitacionales otorgados el año pasado y en el primer semestre de este.

Ministerios de inversión afectados por el inmovilismo político

Las iniciativas de inversión real se concentran principalmente en dos ministerios: vivienda y obras públicas. Estas mismas carteras son las que llevan la batuta en términos de iniciativas de reconstrucción, impulsando y financiando soluciones habitacionales y materializando la reposición de infraestructura vial y portuaria dañadas.

El ministerio de vivienda se ha visto involucrado en procesos administrativos con la Contraloría, por intentos de pagos por servicios de contratistas que se apartaban de la norma y con cifras abultadas en relación a la valorización de las obras adicionales. La renuncia de la ministra Matte, y un proceso que ha sido dificultoso cerrar, tienen al ministerio en una suerte de inmovilismo de ejecución. Los procesos de reconstrucción son altamente complejos, pero ahora se agudizan frente al sigilo con el que deben estar actuando los funcionarios para no generar más frentes de interacción con la Contraloría.

En el caso del ministerio de obras públicas, las iniciativas de mayor envergadura requieren procesos de licitación para adjudicar las obras de reconstrucción. Los procedimientos de fijación de bases, de condiciones de asignación y valores de ejecución, constituyen una labor compleja, que demanda un elevado grado de "expertise". No es lo mismo presentar una propuesta que diseñar bases de licitación, que no sólo se ciñen a términos de referencia técnicos, sino que el componente administrativo de evaluación y asignación de propuestas demanda recursos humanos especializados. Generalmente, los regímenes de concesión no sólo tienen alcances para la construcción de la obra, sino que además considera los elementos de valoración económica vinculados a las fórmulas de tarifas que considere el proponente para rentabilizar su proyecto.

El gobierno movió, una vez más, las piezas del tablero, y en el próximo discurso de cuenta al país del 21 de mayo de 2012 se conocerán los impactos en los resultados, especialmente de estas carteras. Un avance probablemente se pueda entrever en el presupuesto que se presente al parlamento, que incorpora cambios importantes en los parámetros que regulan el balance estructural. El crecimiento de tendencia de la economía se incrementa apenas una décima para quedar en 4,9%, y el precio de largo plazo del cobre se ha elevado desde 2,59 a 3,02. Con estos datos se proporciona una mayor holgura para el incremento del gasto efectivo, siempre en un marco de moderación y de restricción del gasto que supone el modelo de balance estructural.

