

**Gemines**<sup>®</sup>  
CONSULTORES



**LAECO**

## INFORME GEMINES N°510

MARZO 2023

### COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

### GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

### CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

# ÍNDICE

<b>ÍNDICE</b> .....	<b>2</b>
<b>DESTACAMOS</b> .....	<b>3</b>
<b>1.- PANORAMA GENERAL: EN GENERAL, MEJORES PERSPECTIVAS</b> .....	<b>5</b>
<b>2.- COYUNTURA NACIONAL</b> .....	<b>8</b>
2.1    TEMA ESPECIAL: ALGUNAS NOVEDADES EN EL PANORAMA FISCAL DE CHILE .....	8
2.2    CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: REEQUILIBRÁNDOSE .....	12
2.3    ACTIVIDAD Y GASTO: SORPRESA POSITIVA .....	15
2.4    EMPLEO Y REMUNERACIONES: PUNTO DE INFLEXIÓN POSITIVO .....	16
2.5    INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: BUENA NOTICIA, PERO NO TANTO.....	18

# INFORME GEMINES

Nº510

## DESTACAMOS

### Panorama General

- Asumiendo que la incipiente crisis financiera desatada en Estados Unidos no escala, y que en las próximas semanas se retoma una relativa normalidad, estimamos que las perspectivas económicas para Chile deberían seguir mejorando a lo largo del año, tal cual ha sucedido en los últimos meses, (Pág. Nº5).
- El escenario externo ha evolucionado favorablemente, con mejores perspectivas de crecimiento global y positivo impacto sobre nuestro sector exportador, (Pág. Nº5).
- El escenario político post plebiscito de septiembre pasado ha sido bien recibido por los mercados. Se despeja incertidumbre político-institucional en una perspectiva de mediano plazo, lo que, todo lo demás constante, permite proyectar un mejor desempeño para la inversión, (Pág. Nº5).

### Coyuntura Nacional

- Luego de los superávits gemelos (efectivo y estructural) del año pasado y el notable ajuste de gasto que permitió la vuelta de éste a su tendencia pre pandemia, las cuentas fiscales reinician este año un camino tortuoso y siempre fallido de converger a equilibrios idealmente sostenibles y sostenidos en el tiempo. El reciente rechazo a legislar la propuesta de aumento de impuestos del gobierno, pone una nota de duda sobre las perspectivas de convergencia de las cuentas fiscales pero, como se comenta en este artículo hay tiempo suficiente para llegar a acuerdos y se puedan cumplir varios de los objetivos del gobierno, (Pág. Nº8).
- Considerando que los ingresos fiscales podrían estar un tanto sobre estimados pero, por sobre todo, lo que se aprecia de la información incluida en el IFP es que para lograr los objetivos presupuestarios se requiere una virtual congelación de los gastos desde 2025. Llama la atención el espacio de gasto existente para 2024, en que es posible aumentarlo hasta 7%, lo que permitiría acomodar parte de los compromisos del gobierno en materia social mientras se negocia un acuerdo tributario, (Pág. Nº11).
- El ajuste de nuestra economía, junto con otros factores externos e internos, explican que el valor del dólar haya retornado a niveles similares al promedio de la última década. En nuestro escenario base, pensamos en un nivel similar al actual para el tipo de cambio real, lo que es consistente con valores en torno a los 800 pesos para el dólar observado, (Pág. Nº14).
- El rechazo al proyecto de constitución en septiembre de 2022 junto a un mejor escenario internacional explica el mejor resultado de la actividad económica en la parte final del año pasado y comienzos del actual. Una baja demanda interna ha sido compensada con la recuperación de la demanda externa, mientras que la baja del tipo de cambio ayudará a bajar la inflación no obstante la mayor actividad, concentrada en los servicios y el comercio, (Pág. Nº15).

- Una leve recuperación del mercado laboral en los últimos meses, con algún repunte en las remuneraciones reales, contribuye a acotar las estimaciones de caída para el consumo de los hogares el presente año. Esto, a su vez, permite revisar al alza las proyecciones para la actividad en el período, lo que es compatible con nuevas proyecciones que apuntan a un crecimiento nulo o incluso levemente positivo para el PIB el año en curso, (Pág. N°16).
- La inflación de febrero fue engañosamente baja. Los indicadores subyacentes, especialmente aquel sin volátiles, muestra un avance casi nulo. Sin embargo, la baja del tipo de cambio debería traducirse en una rápida reducción de la inflación transable, mientras que la debilidad de la demanda debiera forzar el mismo camino para la no transable. En vista de lo anterior, lo más probable es que el Banco Central inicie la reducción de la TPM en la RPM de junio, cuando tenga información de inflación y actividad para el primer tercio del año (enero a abril), (Pág. N°19).

## 1.- PANORAMA GENERAL: EN GENERAL, MEJORES PERSPECTIVAS.

Es noticia en desarrollo, el tema está aún muy líquido y es difícil anticipar su desenlace. Con todo, para efectos del análisis de los párrafos siguientes, asumiremos que los últimos eventos acaecidos en Estados Unidos, referidos a la quiebra de al menos 2 bancos, importante caída en los mercados bursátiles, ajuste a la baja en las tasas de interés de mercado (tanto en EEUU como en Eurozona) y ruido en torno a la solvencia de un importante banco europeo, no escala negativamente en los próximos días. Trabajaremos bajo el supuesto que, a partir de las próximas semanas, los principales mercados financieros retoman una cierta normalidad, equivalente a la observada hasta antes de las noticias referidas a la quiebra del Silicon Valley Bank.

Asumiendo el supuesto anterior como cierto, a continuación entregamos argumentos para sostener que las perspectivas económicas para Chile registran una evolución positiva a lo largo de los últimos meses.

En lo externo, la mejoría en las estimaciones de crecimiento para el presente año, para China, Estados Unidos, Europa, y para el mundo en general, son evidentemente una buena noticia, que nos afecta favorablemente a través de la demanda por nuestros productos de exportación y la consecuente mejoría en sus precios. En China, nuestro principal socio comercial, se espera un crecimiento en torno al 5 %, en Estados Unidos ahora tiende a descartarse una recesión, y en Europa es bastante poco probable que ella se materialice.

Agreguemos, como lo venimos anunciando desde hace ya un par de años, que todo indica que el precio del cobre se mantendrá en un alto nivel por un importante período de tiempo, en un escenario de estrechez prolongada en el balance de oferta y demanda global por el mineral. Se suman, como buenas noticias en el sector externo, el notable precio del Litio, con impacto positivo sobre nuestras exportaciones y sobre nuestros ingresos fiscales, y la esperada aprobación y entrada en vigencia del TPP 11, que tiende a consolidar nuestra estrategia de integración comercial con el resto del mundo.

En paralelo, internamente, todo indica que la inercia que traía nuestra economía era mayor de la esperada, y que un relativo mejor desempeño, tanto para el consumo como para la inversión, podrían incluso permitir que este año la actividad interna mantenga un crecimiento positivo.

Por el lado de la inversión, los indicadores de confianza y expectativas económicas han mejorado para las distintas industrias, lo que respondería a un panorama menos incierto en lo político -institucional post plebiscito de septiembre. Más aún, se observa una mejoría adicional relevante con posterioridad al acuerdo en torno a un nuevo proceso constituyente, proceso que da plenas garantías de seriedad y que apunta a la elaboración de un proyecto razonable, equilibrado y que debería generar un amplio respaldo ciudadano para su aprobación.

En alguna medida, también, podría decirse que el rechazo a la idea de legislar la reforma tributaria por parte de la Cámara de Diputados abre un nuevo camino, más auspicioso, para lo que debería ser un proyecto más acotado en sus pretensiones de recaudación, y más pro mercado en su diseño, de manera de congregarse un apoyo amplio del espectro político. Recordemos que para re-ingresar el proyecto, a través del Senado, se requiere una aprobación de 2/3 de dicha instancia.

Podría especularse, además, que el precedente que deja el rechazo a la idea de legislar la reforma tributaria es una suerte de llamado de atención en lo que será la tramitación de la reforma previsional. El gobierno se verá obligado a buscar acuerdos amplios si desea avanzar en la tramitación de esta reforma, lo que significa una real apertura a realizar cambios relevantes en los temas en los que no cuenta con el apoyo de la oposición.

Como lo hemos expresado en informes anteriores, el actual gobierno, lejos de poder avanzar en su programa re-fundacional, se ha ido transformando, poco a poco, en un gobierno "de administración", entendiéndose con ello, un gobierno que ha sido capturado por las urgencias. Así, el foco está en temas como la delincuencia, crisis migratoria, violencia en la macro zona sur, y evidentemente, en los proyectos más relevantes, Reforma Tributaria y de Pensiones. Incluso la eventual reforma a la salud está quedando en alguna medida postergada.

En esa línea se entienden los sucesivos cambios ministeriales y de sub secretarías, cambios que buscan autoridades con más conocimiento en la operación del Estado, mayor edad y experiencia, mayor capacidad política y de gestión y, en general, con posturas políticas más de centro. Esto, por lo demás, ha sido en gran medida una respuesta a las preferencias de la población, toda vez que en las diversas encuestas de opinión, la mejor evaluación de las autoridades se observa en aquellas que coinciden con el perfil antes descrito.

En definitiva, la realidad política, en el hecho que el gobierno no cuenta con mayoría clara en la Cámara de Diputados y menos aún en el Senado, se instala como una restricción evidente en las posibilidades de que el gobierno avance en su agenda de reformas, salvo que esté dispuesto a modificarlas en forma sustantiva, de manera de buscar consensos amplios. Esto, por lo demás, se ha instalado con más fuerza post plebiscito constitucional de septiembre pasado, toda vez que el amplio triunfo del rechazo fue leído por el mundo político como un voto de respaldo a posturas más conservadoras y/o menos refundacionales.

- **Inflación a la Baja, Mejoría en el Mercado Laboral y Repunte en Expectativas de los Hogares.**

Si bien los elementos analizados en el punto anterior tienden a favorecer mejores expectativas empresariales y eventualmente mejor comportamiento para la inversión el presente año, también hay noticias que podrían contribuir a un mejor desempeño para el consumo de los hogares. Efectivamente, aunque existe incertidumbre respecto a la velocidad, todo indica que la inflación va en una tendencia clara a la baja, sin poder descartarse que hacia fines de año vuelva a ubicarse en las cercanías del rango meta de la autoridad. La baja en la inflación contribuirá a una gradual recuperación en las remuneraciones reales, elemento claro para sostener la capacidad de compra de las familias. Paralelamente, aunque aún se ubican en terreno negativo, a lo largo de los últimos meses se observa una recuperación relevante en las expectativas económicas de los hogares.

A partir de lo anterior, si bien al menos por ahora no podemos cambiar nuestro pronóstico, en el sentido que el consumo privado caerá el presente año, si podemos afirmar que la caída será de menor magnitud a la que esperábamos hasta hace poco tiempo atrás, y de mucho menor magnitud en relación a las estimaciones que hacía nuestro Banco Central hacia fines del año pasado.

Con todo, incorporando los efectos del escenario antes descrito, en la medida que los factores positivos reseñados se sostengan en el tiempo, es razonable pensar que el presente año no observemos una caída en la actividad. A estas alturas nuestras estimaciones apuntan a un crecimiento cercano a cero, puede ser levemente negativo o levemente positivo, pero con sesgo al alza.

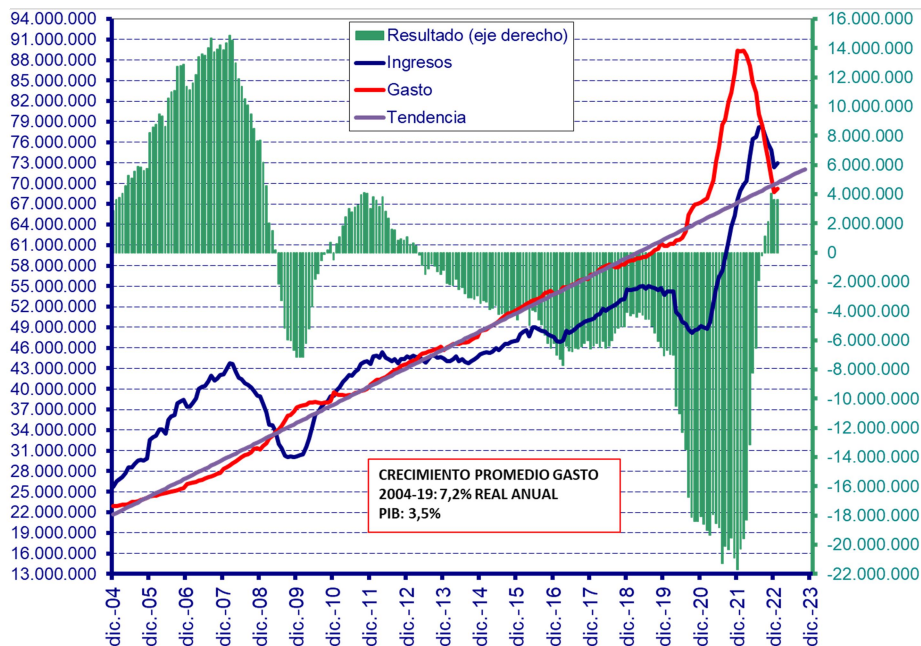
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

## 2.- COYUNTURA NACIONAL

### 2.1 TEMA ESPECIAL: ALGUNAS NOVEDADES EN EL PANORAMA FISCAL DE CHILE.

Luego de los superávits gemelos (efectivo y estructural) del año pasado y el notable ajuste de gasto que permitió la vuelta de éste a su tendencia pre pandemia (Gráfico N°2.1), las cuentas fiscales reinician este año un camino tortuoso y siempre fallido de converger a equilibrios idealmente sostenibles y sostenidos en el tiempo. El reciente rechazo a legislar la propuesta de aumento de impuestos del gobierno, pone una nota de duda sobre las perspectivas de convergencia de las cuentas fiscales pero, como se comenta en este artículo hay tiempo suficiente para llegar a acuerdos y se puedan cumplir varios de los objetivos del gobierno.

**GRÁFICO N°2.1**  
**INGRESOS Y GASTOS DEL FISCO 2004-2023**  
**(Millones de Pesos de Enero 2023, Promedio Móvil de 12 Meses)**



Fuente: DIPRES y elaboración de Gemines.

Los supuestos macroeconómicos (Cuadro N°2.1) se ajustaron marginalmente respecto de aquellos del IFP del tercer trimestre de 2022. En lo más relevante, el PIB caería algo más, pero la demanda interna algo menos. Con una inflación más elevada, igual que el precio del cobre, mientras que el tipo de cambio el precio del petróleo serían algo más bajos que en la proyección anterior. En general, los supuestos son un tanto conservadores, aunque un tipo de cambio más bajo sería el único que tendría un impacto negativo en las cuentas fiscales.



**CUADRO N°2.1  
SUPUESTOS MACROECONOMICOS 2023**

	IFP 3T22	IFP 4T22
<b>PIB</b> (var. real anual, %)	-0,5	-0,7
<b>PIB Minero</b> (var. real anual, %)	4,6	5,5
<b>PIB No Minero</b> (var. real anual, %)	-1,3	-1,7
<b>Demanda Interna</b> (var. real anual, %)	-4,1	-3,7
<b>IPC</b> (var. anual, % promedio)	6,3	7,3
<b>Tipo de cambio</b> (\$/US\$, promedio, valor nominal)	868	850
<b>Precio del cobre</b> (US\$/lb, promedio, BML)	362	374
<b>Precio petróleo WTI</b> (US\$/bbl)	84	77

Nota: Actualización del IFP 4T22 con un nivel de PIB nominal 2023 estimado en \$282.846.255 millones.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

A partir de estos supuestos, se reajustan marginalmente las proyecciones generales de las cuentas fiscales para el año (Cuadro N°2.2), proyectándose un déficit efectivo levemente inferior al previsto tres meses antes.

**CUADRO N°2.2  
BALANCE DE GOBIERNO CENTRAL TOTAL 2023  
(Millones de Pesos 2023 Y % del PIB<sup>(1)</sup>)**

		Proyección IFP 3T22		Proyección IFP 4T22	
		MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB
(1)	Total Ingresos Efectivos	63.222.451	22,6	63.959.433	22,6
(2)	Total Ingresos Cíclicamente Ajustados	64.904.708	23,2	64.805.193	22,9
(3)	Total Gastos	70.828.326	25,4	70.750.455	25,0
(1) - (3)	<b>Balance Efectivo</b>	<b>-7.605.876</b>	<b>-2,7</b>	<b>-6.791.021</b>	<b>-2,4</b>
(2) - (3)	<b>Balance Cíclicamente Ajustado</b>	<b>-5.923.618</b>	<b>-2,1</b>	<b>-5.945.262</b>	<b>-2,1</b>

(1) PIB estimado en cada IFP

Fuente: Dipres

En cuanto a las perspectivas de mediano plazo, se sigue anticipando un escenario bastante complejo desde la perspectiva de hacer converger las cuentas fiscales hacia el equilibrio y esto es independiente del rechazo a la idea de legislar la reforma tributaria del gobierno que enfrentaba muchos obstáculos y que se redefinirá completamente de acuerdo a los planteamientos del Ministro de Hacienda.

Los supuestos para el período 2024-2027 (Cuadro N°2.3) se revisan marginalmente respecto a los hechos en el IFP anterior, aunque algo mayores en el caso de 2024, pero mantienen un sesgo más bien neutral considerando todas las variables y su impacto en la recaudación tributaria.

### CUADRO N°2.3 SUPUESTOS MACROECONOMICOS 2024-2027

	2024		2025		2026		2027	
	IFP 3T22	IFP 4T22	IFP 3T22	IFP 4T22	IFP 3T22	IFP 4T22	IFP 3T22	IFP 4T22
<b>PIB</b> (var. real anual, %)	3,2	2,9	3,1	2,9	2,8	2,8	2,4	2,4
<b>PIB Minero</b> (var. real anual, %)	3,5	3,8	4,0	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>PIB No Minero</b> (var. real anual, %)	3,2	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,3	2,3
<b>Demanda Interna</b> (var. real anual, %)	3,2	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	2,6	2,7
<b>IPC</b> (var. anual, % promedio)	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>Tipo de cambio</b> (\$/US\$, promedio, valor nominal)	836	838	805	819	787	799	780	792
<b>Precio del cobre</b> (USc\$/lb, promedio, BML)	380	380	388	388	394	394	407	407
<b>Precio petróleo WTI</b> (US\$/bbl)	79	79	80	80	81	81	83	83

**Nota:** Actualización del IFP 4T22 con un nivel de PIB nominal 2024 estimado en \$298.453.361 millones, PIB nominal 2025 estimado en \$315.831.088, PIB nominal 2026 estimado en \$333.108.825 y PIB nominal 2027 estimado en \$351.931.438.

**Fuente:** Ministerio de Hacienda.

El crecimiento del PIB y la demanda interna parecen optimistas si se tiene como referencia la proyección de crecimiento tendencial del Banco Central para 2023-32, que anticipa una expansión promedio de 2,1%. El tipo de cambio promedio (\$812) parece razonable, mientras el precio del cobre (US\$3,92) parece muy conservador lo que, en conjunto, apunta a un escenario de ingresos fiscales un tanto optimista. Esto resulta particularmente importante ante la perspectiva de un escenario extremadamente ajustado para converger al equilibrio fiscal (Cuadro N°2.4).

**CUADRO N°2.4**  
**BALANCES DEL GOBIERNO CENTRAL TOTAL 2022-2027**  
**(Millones de pesos de 2023 y % del PIB)**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
(1) Total Ingresos Efectivos	68.133.281	63.959.433	69.379.001	72.004.768	73.611.245	74.545.218
(2) Total Gastos Comprometidos	69.910.527	70.750.455	72.367.874	73.123.061	73.860.856	74.247.439
(3) Ingresos Cíclicamente Ajustados	65.622.719	64.805.193	70.480.830	72.566.737	73.449.487	73.985.948
<b>(4) Meta BCA (% del PIB)</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
(5) Nivel de gasto compatible con meta	69.910.527	70.750.455	75.726.989	75.723.401	74.395.041	73.985.948
<b>Variación gasto compatible con la meta</b>		<b>1,2</b>	<b>7,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,5</b>
(6) Diferencia Gasto / Holgura (5)-(2)			3.359.115	2.600.340	534.185	-261.492
(7) Diferencia Gasto (MMUS\$)			<b>4.130</b>	<b>3.369</b>	<b>731</b>	<b>-372</b>
(8) Diferencia Gasto (% del PIB)			1,2	0,9	0,2	-0,1
<b>(9) Balance efectivo compatible con meta (1)-(5) (% del PIB)</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>

Fuente: Dipres

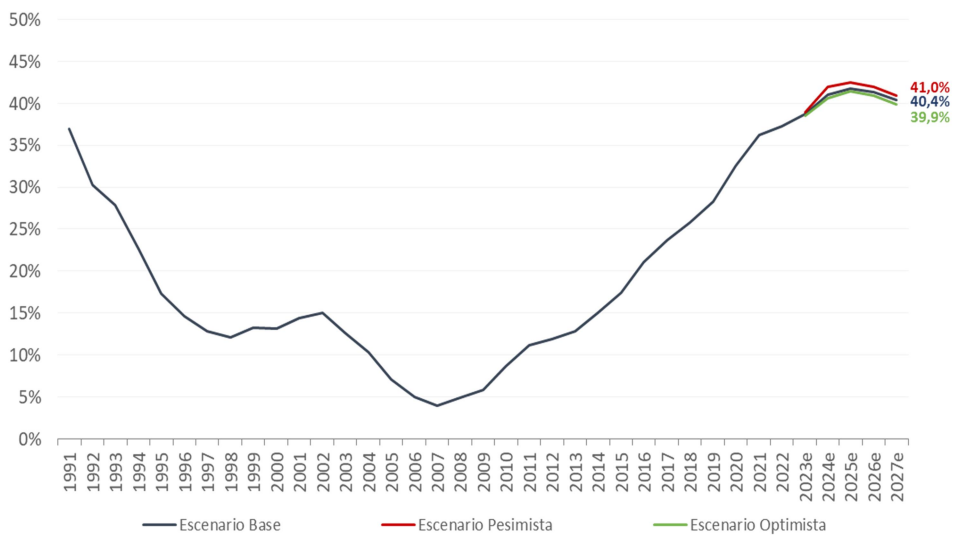
Las proyecciones apuntan a que, luego del deterioro en los resultados fiscales de 2023, se produciría un gradual avance al equilibrio que se alcanzaría entre el último año presupuestario de este gobierno (2026) y el primero del próximo gobierno, algo que estará condicionado a los objetivos de este último.

Ya está dicho que los ingresos podrían estar un tanto sobre estimados pero, por sobre todo, lo que se aprecia de la información incluida en el Cuadro es que para lograr los objetivos presupuestarios se requiere una virtual congelación de los gastos desde 2025. Llama la atención el espacio de gasto existente para 2024, en que es posible aumentarlo hasta 7%, lo que permitiría acomodar parte de los compromisos del gobierno en materia social mientras se negocia un acuerdo tributario. Sin embargo, si se considera la parte final del actual gobierno, es decir, el período 2024-2026, el crecimiento promedio del gasto sería, como máximo, 1,7% anual. Si bien 2026 es el primer año de gobierno del próximo presidente, el presupuesto a ejecutar será definido por el actual pero, más allá de eso, parece bastante difícil tener un crecimiento nulo en el gasto público en el año de las próximas elecciones presidenciales (2025).

Dicho lo anterior, la confianza en que se cumpla con la convergencia hacia el equilibrio fiscal, algo que se ha incumplido reiteradamente en el pasado, dependerá fundamentalmente de que se logre un acuerdo para aumentar la recaudación tributaria.

Por último, en lo relativo a la evolución de la deuda pública (ver Gráfico N°2.2), la perspectiva es que se estabilizaría en torno al 40%, situación que se mantendría incluso en los escenarios económicos alternativos y por debajo del límite de 45% establecido por el Ministro de Hacienda.

**GRAFICO N°2.2**  
**DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL 1991-2027**  
 (% del PIB estimado para cada período)



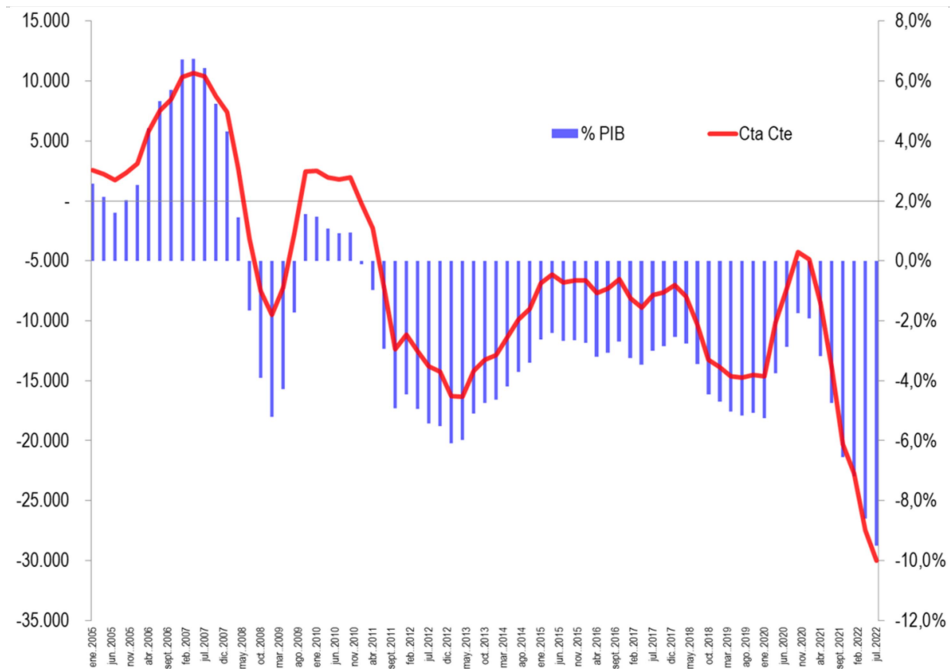
Fuente: DIPRES

**Alejandro Fernández Beroš**  
 @Alfb40261031

## 2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: REEQUILBRÁNDOSE.

El boom de gasto de nuestra economía, experimentado en 2021 y en parte de 2022, generó una serie de desequilibrios macroeconómicos. El exceso de gasto significó, evidentemente, un estímulo excesivo al nivel de actividad, lo que se tradujo en importantes presiones inflacionarias que validaron los shocks de precios producto de la pandemia. Produjo, además, un serio deterioro en nuestras Cuentas Externas, con un crecimiento explosivo de las importaciones que llevaron el saldo en Balanza Comercial a un importante deterioro. Más aún, el déficit en Cuenta Corriente acumulado en 12 meses al tercer trimestre de 2022, último dato publicado, alcanzó a casi un 10 % del PIB.

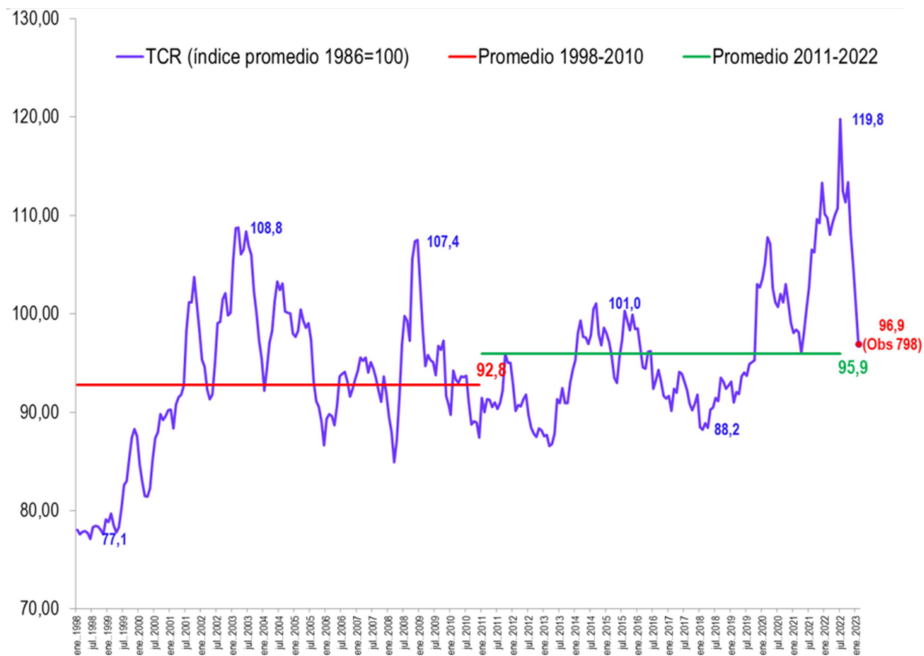
**GRAFICO N°2.3**  
**DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE**  
**(US\$ M y % del PIB)**



Fuente: Elaborado con Cifras del Banco Central

Al creciente desequilibrio en las Cuentas Externas, se agregó un alto nivel de incertidumbre político institucional, un incremento en el riesgo país y una apreciación del dólar como moneda global. La suma de todos estos fenómenos provocaron una importante depreciación de nuestra moneda, lo que llevó al tipo de cambio real (TCR) a marcar niveles récords desde que se publica el índice que lo estima.

**GRAFICO N° 2.4**  
**TIPO DE CAMBIO REAL**  
**(índice 1986 = 100)**



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central

En los últimos meses comienzan a observarse los efectos positivos del ajuste económico en curso. El saldo en Balanza Comercial ha tendido a revertirse hacia terreno positivo, con una fuerte caída en las importaciones, mientras el déficit en Cuenta Corriente habría iniciado un retroceso a partir del cuarto trimestre del año pasado. Si a ello agregamos la positiva trayectoria del precio del cobre y el litio, que han favorecido nuestras exportaciones, un escenario político institucional que es leído como menos amenazante por los mercados (Post plebiscito constitucional de septiembre), y una importante depreciación del dólar a nivel global, tenemos los principales elementos para entender por qué el valor del dólar, medido en términos reales, se ha normalizado y alcanza ahora niveles similares a los observados en el promedio de la última década.

Hacia adelante, en nuestro escenario base, pensamos en un nivel similar al actual para el TCR, lo que es consistente con valores en torno a los 800 pesos para el dólar observado.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

### 2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: SORPRESA POSITIVA.

El IMACEC de enero, contra todo lo esperado, creció 0,4% en doce meses, lo mismo que respecto al mes anterior desestacionalizado (0,5%). La tendencia, desde el punto de actividad más bajo, en julio del año pasado, ha sido claramente positiva, no obstante que aún no se recupera el nivel más elevado que se alcanzó en noviembre de 2021 y, luego, en marzo de 2022 (ver Gráfico N°2.5).

**GRÁFICO N°2.5**  
**IMACEC DESESTACIONALIZADO 2021-2023**  
**(Base 2013=100)**



Fuente: Banco Central de Chile

Parece razonable suponer que el lapidario rechazo al primer proyecto de constitución, el 4 de septiembre pasado, explique una parte no menor de este incipiente repunte, que permitió terminar el año pasado con una expansión de 2,7%, claramente por sobre lo que se había estado anticipando durante el año. Si bien todo indica que la demanda interna (consumo más inversión) sigue deprimida, contrayéndose en torno a 7,5% en el último trimestre de 2022, situación que se mantendría en el primer cuarto de 2023, ha sido la demanda externa la que ha compensado la debilidad interna, contribuyendo positivamente al mejor desempeño descrito. Por una parte, esto se debe a una profunda contracción en las importaciones, que probablemente cayeron algo más de 8% en el trimestre final de 2022 y a un modesto crecimiento de las exportaciones, lo que permite destacar el otro factor que ha contribuido a mejorar los resultados de actividad de la economía chilena: la mejoría en el escenario internacional. Las tendencias descritas para el comercio internacional, se mantendrían en la primera mitad del presente año al menos.

Los mismos factores mencionados, es decir, una menor incertidumbre interna, reforzado por el inicio de un segundo proceso constitucional radicalmente distinto al anterior, más civilizado y racional, y un mejor panorama internacional, deberían seguir influyendo positivamente en el desempeño de la actividad económica interna. Si bien esto no significa que necesariamente se esté ingresando en un nuevo ciclo de crecimiento sostenido, sí permite afirmar que el ajuste luego de la expansión excesiva de 2021 estaría dándose más gradualmente a lo previsto y que podría redundar en un crecimiento algo más bajo el próximo año, así como un baja en la inflación algo más gradualmente a lo esperado, principalmente por la evolución de la inflación no transable.

Lo anterior se fundamenta en que la recuperación de la actividad económica se ha concentrado en los servicios y el comercio, mientras las actividades productoras de bienes se mantienen deprimidas y por debajo de la tendencia pre asonada de octubre de 2019. Esto, a su vez, junto a la caída en el tipo de cambio, podría permitir un ajuste de la inflación de los transables más rápida y, por lo tanto, que la inflación total podría disminuir de manera importante en el año.

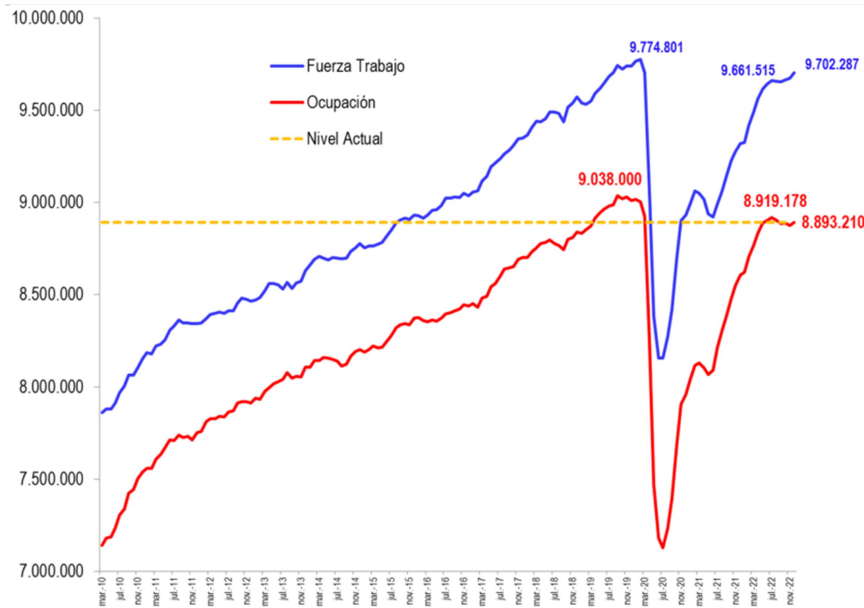
**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

#### **2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: PUNTO DE INFLEXIÓN POSITIVO.**

Junto con la buena noticia de un IMACEC positivo para el mes de enero último, que sorprendió favorablemente al mercado, comenzamos a observar síntomas de una gradual mejoría en el mercado laboral. Como se observa en el gráfico siguiente, el empleo, que en la serie corregida por estacionalidad había registrado una recaída hasta mediados del año pasado, y al menos desde septiembre se ha estabilizado, lo que ha redundado en un leve incremento en la tasas de desocupación debido a que la fuerza de trabajo sí registra un crecimiento.



**GRAFICO N°2.6**  
**TRAYECTORIA DE FUERZA DE TRABAJO Y OCUPACIÓN**  
**(N° de personas, serie desestacionalizada)**



Fuente: INE.

Sin embargo, las remuneraciones reales, aunque siguen registrando caídas en su variación en doce meses, a partir de octubre del año pasado comienzan un proceso de recuperación, fenómeno que podría intensificarse en la medida que el ritmo inflacionario consolide una moderación a lo largo de los próximos meses. Con ello lograremos que la incipiente recuperación real que observamos en la Masa Salarial de la economía a lo largo de los últimos meses, se sostenga hacia adelante, favoreciendo un gradual incremento en la capacidad de compra de las familias.

Esto último es central para entender un deterioro más acotado en el consumo de los hogares, elemento que se da por descontado en el ajuste que se observa en la demanda agregada de la economía. Es cierto, en el sentido contrario, que las expectativas de las familias, aunque mejoran, se mantienen en terreno negativo; que los recursos extraordinarios asociados a transferencias del Estado y retiros previsionales se han ido agotando; y que las altas tasas para el crédito de consumo inciden negativamente.

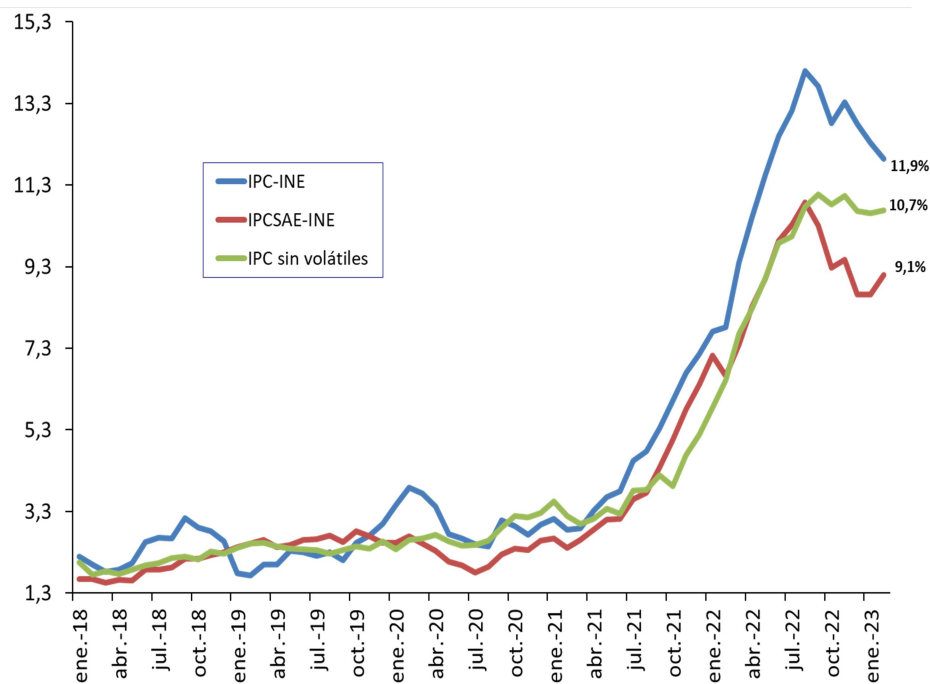
Con todo, el mejor desempeño del mercado laboral, con su impacto favorable sobre la trayectoria del consumo, contribuyen a acotar la intensidad del ajuste en actividad el presente año. De hecho esto se refleja en nuevas estimaciones que apuntan a una muy leve caída o incluso a un crecimiento menor en el PIB para 2023.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

## 2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: BUENA NOTICIA, PERO NO TANTO.

La inflación de febrero (-0,1%) sorprendió al mercado una vez más, pero ahora porque el consenso de las estimaciones se ubicaba muy por arriba de la cifra real (0,3% a 0,4%). Siendo, en principio una buena noticia, ésta debe ser calificada si se considera que el resultado señalado se explicó por la inesperada baja de precios muy volátiles como son el transporte aéreo y el paquete turístico que, entre ambos, restaron 47 puntos base al IPC del mes. Adicionalmente, hay que señalar que tanto la inflación subyacente (sin alimentos y energía) como la sin volátiles aceleraron su variación en doce meses y, esta última registra un muy modesto avance respecto de la mayor variación en este ciclo (ver Gráfico N°2.7). Este indicador, además, registró un alza de 0,7% en febrero.

**GRÁFICO N°2.7**  
**INFLACION TOTAL Y SUBYACENTE 2018-2023**  
**(Variación en 12 Meses)**



Fuente: INE

El indicador de inflación más relevante para el Banco Central es el IPC sin volátiles, por lo que, en principio, el dato de febrero no contribuye a acercar el momento del inicio en el proceso de relajación monetaria que se estaba anticipando. No obstante lo anterior, es razonable anticipar que la inflación puede desacelerarse rápidamente en los próximos meses considerando la fuerte revaluación del peso desde diciembre hasta ahora. En efecto, la inflación transable ya exhibe una clara desaceleración desde el máximo de 17,3% registrado en agosto del año pasado. A febrero, su variación en 12 meses se redujo a 14,3% y todo indica que en mayo se encontrará claramente en un dígito.

Si bien el principal problema para la reducción de la inflación se encontraría en la de los no transables, la debilidad de la demanda, que se acentuaría en los próximos meses, debiera ser suficiente para que la trayectoria decreciente de este componente de la inflación siga su curso. El escenario más probable de inflación, en consecuencia, es que se desacelere más rápido a lo esperado y que termine en torno a 4%-4,5% en diciembre.

A partir de lo anterior, sería una sorpresa que el Banco Central tome alguna decisión respecto de la política monetaria en la reunión de abril próximo, en la que, por lo demás, tendrá muy poca información adicional a la ya conocida. Para la RPM de mayo, en cambio, contará con información de inflación y actividad para el primer tercio del año (enero a abril), lo que le permitirá evaluar si corresponde o no iniciar el proceso de reducción de la TPM el que, en mi opinión, debería comenzar en ese momento más que en junio o julio, aunque nada dramático sucedería si decide esperar uno o dos meses más.

**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**