

**Gemines**<sup>®</sup>  
CONSULTORES



**LAECO**

## INFORME GEMINES N°515

AGOSTO 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: CUESTA ABAJO</b> .....	<b>5</b>
<b>2.-COYUNTURA NACIONAL</b> .....	<b>9</b>
2.1 TEMA ESPECIAL: SE ACABÓ EL MILAGRO ECONÓMICO CHINO.....	9
2.2 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: UN RUIDO ACOTADO.....	14
2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: ¿BROTOS VERDES HACIA FIN DE AÑO? .....	16
2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: EL FACTOR FAVORABLE .....	17
2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: CONDICIONES FAVORABLES .....	19

# INFORME GEMINES

Nº515

## DESTACAMOS

### Panorama General

- Si después del 4 de septiembre del año pasado nos quedamos con la impresión que nos habíamos salvado del desastre, hoy hay que reconocer que las cosas no son tan simples. Gobierno y oposición se empeñan en volver a acercarnos al abismo, al resistirse a avanzar en la solución de problemas y deficiencias largamente ignoradas.
- Toda la inacción en el ámbito político institucional tiene, además, implicancias negativas directas en la economía, generando frustración y falta de oportunidades que alimentan o pueden alimentar un nuevo "estallido", (Pág. N°6).
- Desde 2013 el crecimiento promedio del PIB ha sido de 2,2% (hasta 2019 y 2,3% hasta 2022), lo que se traduce en un incremento per cápita de 0,8%-0,9% anual, lo que requiere de unos 80 años para duplicarlo y no permite acortar la brecha con los países más ricos. En 2011-2012 el crecimiento fue elevado por el impulso que generó sobre la inversión el terremoto del 27 de febrero de 2010. Lo único seguro es que el crecimiento fue elevado hasta 2007, lo que coincide con el año en que la productividad total de factores (PTF) comenzó a caer de manera sistemática en el país, (Pág. N°6).
- Nos estamos convirtiendo en un Estado fallido que no puede proteger a sus ciudadanos, ni sus bienes, ni generar condiciones para que puedan progresar. Cuando ni la política ni la economía funcionan, nada bueno puede esperarse si el escenario se mantiene y no estamos haciendo mucho para que esto cambie. En resumen, falta de capital humano, costos crecientes para invertir (y baja en la tasa de inversión) y falta de impulso en las obras públicas con el consiguiente envejecimiento, agotamiento de holguras y deterioro de la infraestructura explican la fuerte caída en el crecimiento efectivo y potencial, (Pág. N°7).
- Luego de estar transmitiendo una imagen de Banco Central duro y comprometido totalmente con bajar la inflación, en un corto período de tiempo, pasó a tener una actitud aparentemente de estar más preocupado por bajar luego y rápido la TPM porque, tal vez, se les había pasado la mano o, como señalan algunos analistas, se dieron cuenta que estaban atrasados y podrían generarle un daño innecesario a la economía, (Pág. N°8).

## Coyuntura Nacional

- El mayor problema de China no es la "intrusión del gobierno" (aunque eso ciertamente no ayuda). Es la distorsión en la distribución del ingreso lo que mantiene la demanda interna demasiado débil para apoyar la inversión empresarial nacional. Sin resolver la débil demanda interna, es prácticamente imposible que China mantenga altos niveles de actividad económica excepto manteniendo los altos niveles de inversión no productiva que han causado el mismo malestar que se supone que cura. La inversión empresarial es débil, en otras palabras, no debido a la intrusión del gobierno sino a la débil demanda. La intrusión del gobierno es la consecuencia de la débil inversión empresarial. La forma de arreglar la economía es arreglar el lado de la demanda de la economía., (Pág. N°12).
- Algunos de los elementos que habrían explicado la escalada al alza del dólar las últimas semanas han tendido a disiparse. Pensamos que niveles algo por sobre los 800 pesos siguen siendo de equilibrio, y acordes a los fundamentos de nuestra economía, (Pág. N°14).
- Si bien la demanda interna en su componente consumo favorecerá una gradual recuperación de la actividad hacia fines de año, el pobre desempeño esperado para la inversión no permitirá mejorar nuestro bajísimo nivel de crecimiento tendencial de mediano y largo plazo, (Pág. N°16).
- La evolución positiva de los ingresos provenientes del mercado laboral, favorecerán una gradual recuperación del consumo de los hogares hacia fines del presente año. , (Pág. N°17).
- En el escenario base, la inflación cerrará el presente año levemente por debajo de 4,0 % (techo del rango meta), lo que permitiría mantener recortes en la Tasa de Política Monetaria hasta niveles cercanos o algo por debajo de 7,0%, este año, y hasta 4,0% (tasa neutral) hacia la primera mitad de 2024,(Pág. N°19).

## 1.- PANORAMA GENERAL: CUESTA ABAJO.

Si después del 4 de septiembre del año pasado nos quedamos con la impresión que nos habíamos salvado del desastre, hoy hay que reconocer que las cosas no son tan simples. Gobierno y oposición se empeñan en volver a acercarnos al abismo, al resistirse a avanzar en la solución de problemas y deficiencias largamente ignoradas. Los numerosos casos de corrupción que han surgido recientemente bajo el capítulo de “convenios” no ayuda porque desvía la atención, escasa de todas maneras, de los problemas urgentes que requieren de una solución próxima y concentra las energías en tratar de infligir el mayor daño posible en el gobierno y las de éste en defenderse.

La renuncia de Giorgio Jackson al Ministerio de Desarrollo Social ante la inminente segunda acusación constitucional en su contra, es otro ejemplo de la frivolidad con que se manejan los asuntos públicos (como lo fue la del Ministro Ávila) y hay que entenderlo como una desafortunada vuelta de mano por todo lo que el Frente Amplio (y Jackson con su ridícula soberbia) obstaculizó el gobierno de Sebastián Piñera. Esta acusación se agrega a la actitud obstruccionista de la UDI de no volver a conversar con el gobierno mientras el ministro en cuestión se mantuviera en el cargo. Rabieta, golpes bajos e incompetencia. No obstante lo anterior, la mantención de Jackson en el gabinete se había vuelto insostenible, pero su salida cambia poco o nada los problemas de fondo, asociados a miradas muy distintas del mundo de parte del gobierno y la oposición de derecha (que no es la única). Específicamente, volver a negociar el tema fiscal y la reforma previsional no significa aceptar las propuestas del gobierno que exhibe una debilidad máxima y que puede preferir no hacer y culpar a la oposición.

El Ministro Marcel, uno de los más sólidos pilares del gobierno desde sus inicios, exhibe el desgaste de 18 meses de trabajo muchas veces frustrante. Su destemplada reacción luego del rechazo en la Cámara de Diputados del proyecto de aumento de impuestos y la barroca defensa de la Directora de Presupuestos recientemente, que aumentó la atención sobre ella, son ejemplos de este proceso que, de continuar, terminará, también, con Marcel fuera del gabinete.

El desprestigio del Congreso, los políticos y el rápido desgaste de los sucesivos presidentes no es casualidad. La Comisión Marcel entregó su informe hace 17 años. La comisión Bravo hace 8 años y todavía no se vislumbra la posibilidad de que se apruebe una reforma al sistema de pensiones. Ni buena, ni regular, ni mala. Simplemente, nada. En salud sucede otro tanto y la urgencia por un sistema privado de salud en ruinas no parece importar mucho, sobre todo después de los fallos de la Corte Suprema que incursiona temerariamente en la fijación de precios. Aquí también los legisladores han fallado por no abordar el tema, sobre la mesa desde hace una década, ya que ni siquiera hay proyectos y la ley “corta” de salud ¿avanza? a velocidad mínima.

En educación sí se han hecho reformas y se ha invertido mucho y mal, pero con las prioridades al revés: en vez de privilegiar la preescolar y básica, se hizo gratuita la educación superior. La calidad de la educación pública no ha hecho más que empeorar, problema agravado por la pandemia, y la destrucción metódica de los liceos emblemáticos y de las condiciones para llevar a delante el proceso educacional, auguran severos problemas laborales y productivos al Chile del presente y del futuro próximo.

Tal como va el proceso, no sería para nada raro que el segundo proyecto de constitución, que debe plebiscitarse el 17 de diciembre, también sea rechazado, lo que dejará la puerta abierta para que retorne la incertidumbre institucional en cualquier momento. No es aventurado afirmar que ésta ya volvió en alguna medida, aunque no con la intensidad de antes de septiembre del año pasado, y que explique una parte de la debilidad reciente del peso. Si este proceso fracasa, y no pocos tienen incentivos para que fracase, se diluye la posibilidad de que José Antonio Kast sea presidente, aunque con más de dos años por delante, es prematuro hacer vaticinios presidenciales muy fuertes. Toda la inacción en el ámbito político institucional tiene, además, implicancias negativas directas en la economía, generando frustración y falta de oportunidades que alimentan o pueden alimentar un nuevo “estallido”.

#### - ¿Cuándo se jodió Chile?

La pregunta de Vargas Llosa en Conversaciones en la Catedral se ha vuelto un cliché, pero es válido hacerla una vez más porque, interesadamente, se ha insistido que la culpa de todos los males de la economía chilena se explican por la reforma tributaria de 2014 o por el modelo “extractivista”. Esto no solo no concuerda con los hechos sino que apunta en la dirección equivocada en la búsqueda de soluciones al pobrísimo crecimiento del país desde 2013. Esto no quiere decir que la subida de impuestos de 2014 haya sido positiva o neutra, pero no es el factor principal y, probablemente, tampoco el más importante en explicar el estancamiento económico actual. Cabe señalar, además, que en 2014 se produjo otro hecho relevante que fue el quiebre de la política de los acuerdos mantenida desde 1990. Si esto se explica o no por el ingreso, por primera vez, del Partido Comunista al gobierno, es difícil decirlo, pero puede ser parte de la explicación, junto al fin del sistema binominal en 2015 que multiplicó la presencia de partidos en el Congreso y fomentó la anarquía parlamentaria.

Desde 2013 el crecimiento promedio del PIB ha sido de 2,2% (hasta 2019 y 2,3% hasta 2022), lo que se traduce en un incremento per cápita de 0,8%-0,9% anual, lo que requiere de unos 80 años para duplicarlo y no permite acortar la brecha con los países más ricos. En 2011-2012 el crecimiento fue elevado por el impulso que generó sobre la inversión el terremoto del 27 de febrero de 2010. Lo único claro es que el crecimiento fue elevado hasta 2007, lo que coincide con el año en que la productividad total de factores (PTF) comenzó a caer de manera sistemática en el país.

Probablemente el principal problema que causa el mal desempeño de la PTF está vinculado a la educación. Por cerca de 20 años nuestro elevado analfabetismo funcional no fue una restricción para el crecimiento, ya que las necesidades de capital humano eran bajas en calidad. En la medida que el nivel de ingreso subió, la restricción de capital humano comenzó a operar y a afectar la capacidad de crecimiento de la economía. La ampliación del sistema universitario fue algo positivo pero, probablemente, hubo desajustes entre la oferta de profesionales que se produjo y la demanda que existía en el mercado, al tiempo que la mano de obra no calificada comenzó a ser insuficiente, en cantidad y calidad, para las nuevas necesidades productivas del país.

Aparte de la restricción asociada al capital humano, en las últimas décadas se ha producido un incremento sustancial en el costo de realizar inversiones con la consiguiente pérdida de competitividad y rentabilidad. Lo anterior se explica por las crecientes dificultades para obtener los permisos necesarios para poder iniciar los proyectos y la judicialización de los mismos cuando se obtienen los permisos, porque una industria de grupos de interés que, en general, pretenden beneficiarse económicamente de las inversiones alegando perjuicios de todo tipo e incurriendo, no pocas veces, en el uso de la fuerza para alcanzar sus fines.

Por la Comisión Nacional de Evaluación y productividad (CNEP) hemos sabido recientemente que se han identificado 439 trámites que afectan al proceso de inversión. De estos 309 son potencialmente un obstáculo relevante y 63 son críticos. Los plazos de tramitación exceden los 17 meses en muchos de estos casos. Así tenemos proyectos de extrema importancia, como la línea de transmisión eléctrica Kimal – Lo Aguirre (Antofagasta-Santiago), que aún no puede comenzar su construcción, que no tiene perspectivas de ser terminada antes de 2029 según la información oficial, pero probablemente más tarde, con las consecuencias conocidas sobre la producción de energía fotovoltaica en el norte que debería consumirse en la zona central. Esto impacta directamente en la competitividad del país.

De la cartera de proyectos de concesión de obras públicas, disponible a comienzos de 2022 por unos US\$6.000 millones, aun no se licita ninguno, aunque se nos anuncia que ya vienen las primeras licitaciones. Ojalá sea así. Los obstáculos para el desarrollo de inversiones supuestamente prioritarias, como las de hidrógeno verde, también son extremas (un proyecto ya se fue a Texas) y ya se habla de Magallanes como “zona de sacrificio” si es que se materializan todos los proyectos anunciados, siendo una de las preocupaciones principales el impacto del funcionamiento de los molinos de viento sobre las rutas de las aves migratorias. Algo parecido se observa en el caso del litio, aunque con otros argumentos y dificultades. Hay una visión negativa hacia el crecimiento y al capitalismo que puede explicar parte de lo anterior, pero parece ser mucho peor que eso; simplemente nos estamos convirtiendo en un Estado fallido que no puede proteger a sus ciudadanos, ni sus bienes, ni generar condiciones para que puedan progresar. Cuando ni la política ni la economía funcionan, nada bueno puede esperarse si el escenario se mantiene y no estamos haciendo mucho para que esto cambie.

En resumen, falta de capital humano, costos crecientes para invertir (y baja en la tasa de inversión) y falta de impulso en las obras públicas con el consiguiente envejecimiento, agotamiento de holguras y deterioro de la infraestructura explican la fuerte caída en el crecimiento efectivo y potencial.

#### - Las desprolijidades del Banco Central

Que haya habido dos votos disidentes en la RPM de junio es algo que está dentro de las reglas del juego, pero la reducción en la TPM de 100 pb en la RPM de julio, por sobre lo anticipado de 75 pb, sumado a las inéditas declaraciones posteriores de la Presidente del Consejo Rossana Costa, en el sentido que, seguramente, la inflación estaría por debajo de la proyectada en el IPOM de junio y la TPM por debajo del límite inferior del corredor publicado en la misma instancia, puede haber sido demasiado.

Cuando digo que puede haber sido demasiado, me refiero a que luego de estar transmitiendo una imagen de Banco Central duro y comprometido totalmente con bajar la inflación, en un corto período de tiempo, pasó a tener una actitud aparentemente de estar más preocupado por bajar luego y rápido la TPM porque, tal vez, se les había pasado la mano o, como señalan algunos analistas, se dieron cuenta que estaban atrasados y podrían generarle un daño innecesario a la economía.

Este cambio de posición tan drástico puede tener algo que ver con la fuerte apuesta contra el peso que han estado empujando especuladores externos y se ha traducido en una devaluación de más de 6% en un mes, a lo que contribuye la demanda generada por el propio Banco Central, que está desarmando su posición de forwards y recuperando las reservas vendidas el año pasado. El instituto emisor no tiene por qué comprar dólares caros, de manera que de mantenerse este escenario debería suspender la compra de reservas y eventualmente, congelar la posición de forwards, pero no debería esperar hasta que el tipo de cambio vuelva a \$1.000, sino antes de que se acerque demasiado a los \$900, si es que ello sucede. De lo contrario, arriesga que los avances en la reducción de la inflación se frenen y se vuelvan a desanclar las expectativas. Este es un lujo que el Banco Central no se puede dar.

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

## 2.- COYUNTURA NACIONAL

### 2.1 TEMA ESPECIAL: SE ACABÓ EL MILAGRO ECONÓMICO CHINO<sup>1</sup>

Tanto Adam Posen como Michael Pettis, que vive y trabaja en China hace muchos años, tienen una visión compartida respecto a los problemas que tiene la economía china, que le impiden crecer como solía hacerlo y que, probablemente, no volverá a crecer muy rápido en el futuro. La interpretación de las causas de este relativo estancamiento es, por el contrario, radicalmente opuesta.

Según Posen, la gravedad del problema queda demostrada por la disminución de las tasas de consumo de bienes durables y de inversión del sector privado de China a una fracción de sus niveles anteriores, y por la creciente preferencia de los hogares chinos por depositar una mayor parte de sus ahorros en cuentas bancarias. Esas tendencias reflejan las decisiones económicas a largo plazo de las personas en conjunto, y sugieren fuertemente que en China, las personas y las empresas temen cada vez más perder el acceso a sus activos y priorizan la liquidez a corto plazo sobre la inversión.

Lo que habría quedado claro es que el primer trimestre de 2020, que vio el inicio del COVID, fue un punto de no retorno para el comportamiento económico chino, que comenzó a cambiar en 2015, cuando el estado extendió su control: desde entonces, los depósitos bancarios como un participación del PIB ha aumentado en un enorme 50 % y se mantiene en ese alto nivel. El consumo de bienes durables del sector privado se ha reducido en alrededor de un tercio en comparación con principios de 2015, y continúa disminuyendo desde la reapertura en lugar de reflejar la demanda acumulada. La inversión privada es aún más débil, con una reducción histórica de dos tercios desde el primer trimestre de 2015, incluida una disminución del 25 % desde que comenzó la pandemia. Es decir, según Posen, cuando el gobierno comenzó a intervenir más agresivamente en la economía, incluyendo la agresiva intervención durante la pandemia, se produjo el repliegue privado y el comienzo del período de estancamiento relativo en China.

Así, lo que prevalecería hoy es un miedo generalizado que no se veía desde los días de Mao: miedo a perder la propiedad o el sustento de uno, ya sea temporalmente o para siempre, sin previo aviso y sin apelación. Esta es la historia que cuentan algunos expatriados, y está en consonancia con los datos económicos.

---

<sup>1</sup> Las referencias para este artículo son el ensayo de Adam Posen "The End of China's Economic Miracle", publicado recientemente en Foreign Affairs y los comentarios de Michael Pettis sobre este ensayo publicados en X (Twitter)

Por supuesto, muchos otros factores estuvieron en juego en la inmensa y compleja economía china a lo largo de este período. Las quiebras comerciales y los préstamos morosos fueron el resultado de una burbuja inmobiliaria que estalló en agosto de 2021 y siguen siendo un lastre persistente para el crecimiento y siguen limitando la financiación de los gobiernos locales. También persisten los temores de sobrerregulación o algo peor entre los propietarios de empresas de tecnología. Las restricciones comerciales y tecnológicas de EE. UU. sobre China han causado algún daño, al igual que las respuestas de represalia de China.

Así, cuando un régimen autocrático arraigado viola el acuerdo de "sin política, sin problemas", las ramificaciones económicas son generalizadas. Ante la incertidumbre que escapa a su control, las personas intentan autoasegurarse. Se aferran a su efectivo; invierten y gastan menos que antes, especialmente en activos ilíquidos como automóviles, equipos e instalaciones para pequeñas empresas y bienes raíces. Su mayor aversión al riesgo y mayores ahorros preventivos actúan como un lastre para el crecimiento, como lo que sucede después de una crisis financiera.

Producto de lo anterior, los paquetes de estímulo introducidos desde el final de la política de cero COVID, destinados a impulsar el gasto de los consumidores en automóviles y otros bienes duraderos, no han tenido mucho impacto. Y en la primera mitad de este año, la proporción de empresas chinas que solicitaron préstamos bancarios se mantuvo tan débil como en 2021, es decir, en la mitad de su promedio anterior a COVID, a pesar de los esfuerzos del banco central y el ministerio de finanzas para fomentar el endeudamiento a tasas bajas. Bajo apetito por la inversión ilíquida y poca capacidad de respuesta a las políticas macroeconómicas de apoyo es, en resumen, como podríamos definir el COVID económico persistente.

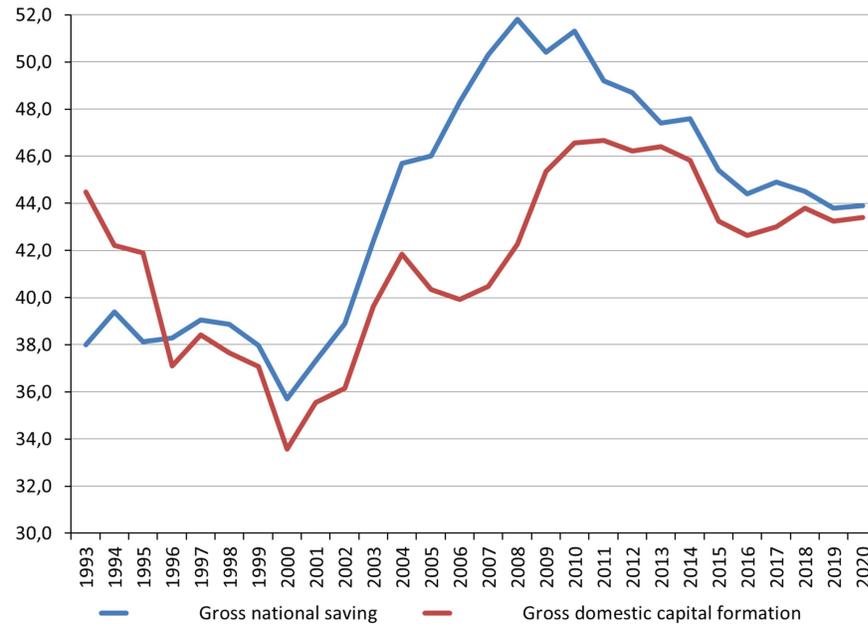
El resultado es que el COVID económico persistente es más que un lastre momentáneo para el crecimiento. Probablemente plagará la economía china durante años. Los pronósticos más optimistas aún no han tenido en cuenta este cambio duradero. En la medida en que los pronosticadores occidentales y las organizaciones internacionales han puesto en duda las perspectivas de crecimiento de China para este año o el próximo, se han fijado en problemas fácilmente observables, como los temores de los directores ejecutivos sobre el sector privado de alta tecnología y la fragilidad financiera en el sector inmobiliario. Estas historias específicas del sector son importantes, pero importan mucho menos para el crecimiento a mediano plazo que el COVID económico prolongado que afecta a los consumidores y las pequeñas empresas en general, incluso si ese síndrome es menos visible para los inversionistas y observadores extranjeros.

La consecuencia de todo esto será que el sector privado de China ahorrará más, invertirá menos y asumirá menos riesgos que antes del COVID económico prolongado, y mucho menos que antes del segundo mandato de Xi. El consumo de bienes duraderos y la inversión del sector privado responderán menos a las políticas de estímulo. Los efectos probables serán una economía más volátil (porque la política macroeconómica será menos eficaz para inducir a los hogares y las empresas más pequeñas a compensar las recesiones) y más deuda pública (porque se necesitarán más estímulos fiscales para lograr el impacto deseado). Estos, a su vez, reducirán el crecimiento económico promedio a lo largo del tiempo al reducir el crecimiento de la productividad, además de reducir la inversión privada en el corto plazo.

Pettis, por su parte, señala que si bien Adam Posen reconoce correctamente los problemas que enfrenta actualmente la economía china, su explicación de lo que salió mal y lo que debe hacer Beijing para reactivar la economía es, en su opinión, completamente fuera de lugar. Posen argumenta que los problemas económicos de China son el resultado de que Xi Jinping se volvió contra el sector privado, especialmente en respuesta a COVID. Esto simplemente no es cierto. Los problemas que enfrenta la economía china eran obvios para algunos de nosotros hace más de una década.

De acuerdo a Pettis, estos son los mismos problemas que ha enfrentado todo país que ha seguido un modelo de crecimiento similar. China implementó un modelo de alto ahorro y alta inversión (ver Gráfico N°2.1) que fue extremadamente exitoso cuando la economía estaba gravemente subinvertida para su nivel de desarrollo institucional. Pero una vez que China cerró la brecha entre la inversión que tenía y la inversión que podía absorber productivamente, dado su conjunto particular de instituciones comerciales, legales, financieras y políticas, como todo precedente histórico, en lugar de cambiar a un modelo diferente, continuó con el mismo modelo de alto ahorro y ahora una inversión excesiva, lo que llevó, como en todos los casos precedentes, a burbujas de activos, especialmente en bienes raíces, y un aumento finalmente insostenible de la deuda.

**GRÁFICO N°2.1**  
**CHINA: AHORRO NACIONAL BRUTO E INVERSIÓN BRUTA 1993-2020**



Fuente: Asia Development Bank

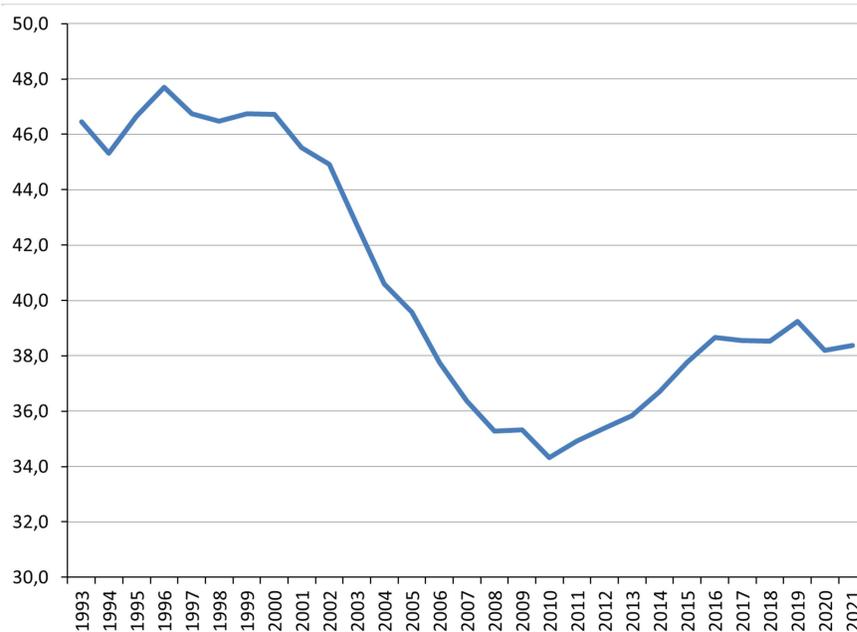
Mientras esto sucedía, el foco de la actividad económica cambió automáticamente de sectores con restricciones presupuestarias duras a sectores con restricciones presupuestarias blandas. El giro contra el sector privado, en otras palabras, fue una consecuencia de los crecientes desequilibrios de China, y no la causa.

El veloz crecimiento de China en las primeras tres décadas de reforma fue el resultado de una fuerte intervención del gobierno. Esto incluyó políticas que forzaron al alza la tasa de ahorro y acorralaron los ahorros resultantes en un sistema bancario altamente controlado que fue diseñado para inundar los sectores de inversión y manufactura de la economía con financiamiento barato. También incluyó fuertes intervenciones monetarias, duras restricciones laborales y toda una serie de subsidios directos e indirectos al sector manufacturero que llevaron a un crecimiento explosivo en la infraestructura y convirtieron a los fabricantes chinos en los más competitivos del mundo, aunque a expensas de los hogares chinos. Decir que tres décadas de uno de los crecimientos más espectaculares de la historia provinieron simplemente de "desencadenar" al sector privado no tiene ningún sentido.

Cuando Posen dice: "La condición es sistémica, y la única cura confiable — asegurar de manera creíble a las personas y empresas chinas comunes que existen límites a la intrusión del gobierno en la vida económica— no se puede cumplir", esto tiene poco sentido de acuerdo a Pettis. Lo que tal vez debería haber sido obvio hace una década, ahora se ha vuelto obvio para la mayoría de los economistas en China: el mayor problema de China no es la "intrusión del gobierno" (aunque eso ciertamente no ayuda).

Es la distorsión en la distribución del ingreso lo que mantiene la demanda interna demasiado débil para apoyar la inversión empresarial nacional (ver Gráfico N°2.2). Sin resolver la débil demanda interna, es prácticamente imposible que China mantenga altos niveles de actividad económica excepto manteniendo los altos niveles de inversión no productiva que han causado el mismo malestar que se supone que cura. La inversión empresarial es débil, en otras palabras, no debido a la intrusión del gobierno sino a la débil demanda. La intrusión del gobierno es la consecuencia de la débil inversión empresarial. La forma de arreglar la economía es arreglar el lado de la demanda de la economía.

**GRÁFICO N°2.2**  
**CHINA: PARTICIPACION DEL CONSUMO PRIVADO EN EL PIB 1993-2021**



Fuente: Asia Development Bank

Lo que está fuera de discusión es que la economía china enfrenta serios problemas de crecimiento y que debe rebalancearla, estimulando el consumo y reducir la inversión improductiva que se sigue realizando. Que el Estado haya asumido una actitud más intervencionista no ayuda en absoluto, lo mismo que el conflicto comercial con Estados Unidos.

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

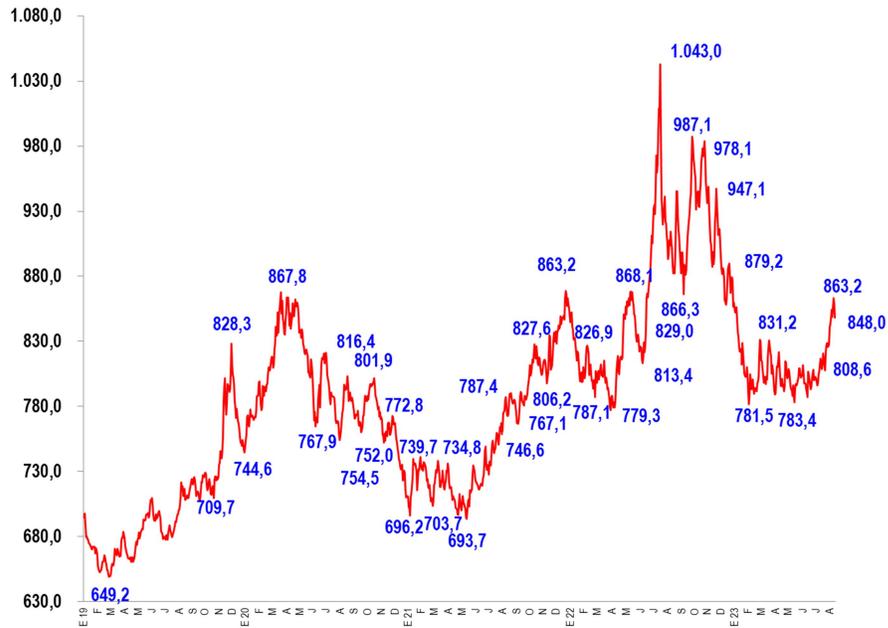
## 2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: UN RUIDO ACOTADO

No dejó de sorprender a los mercados la importante alza registrado por el valor del dólar las últimas semanas. Dado el importante ataque especulativo que golpeó a nuestra moneda en julio del año pasado, llevando el dólar a inéditos niveles de 1.050 pesos, en esta oportunidad se percibía un cierto nerviosismo, ante la posibilidad que estuviéramos frente a una nueva escalada en el valor del dólar. Sin embargo, al momento de escribir estas líneas, todo indica que la tendencia alcista se detuvo, y que es probable que la paridad dólar peso corrija algo a la baja.

¿Qué elementos habrían explicado esta mini escalada? Podemos señalar al menos 3 que deberían ser relevantes. Primero, quizás el más significativo, la actuación de nuestro Banco Central, que podríamos decir que fue algo imprudente en su accionar a partir de la última reunión de política monetaria del mes de julio. En la reunión misma se decidió realizar un recorte levemente superior al que tenía internalizado el mercado y, más importante, la medida fue acompañada de declaraciones por parte de la Presidenta de la entidad que fueron leídas como excesivamente blandas, en el sentido de anunciar una alta probabilidad de recortes más intensos y rápidos en las sucesivas reuniones que restan el presente año.

Un segundo elemento guarda relación con el importante deterioro que registra la economía de China, con malas cifras industriales, fuerte caída de exportaciones y amenaza deflacionaria. Recordemos que es por lejos nuestro principal socio comercial y el mayor consumidor de cobre en el mundo. Tercero, un deterioro relevante en el clima político interno, que tiene al gobierno entrampado sin poder levantar cabeza y salir de la crisis.

**GRÁFICO N° 2.3**  
**TIPO DE CAMBIO OBSERVADO**

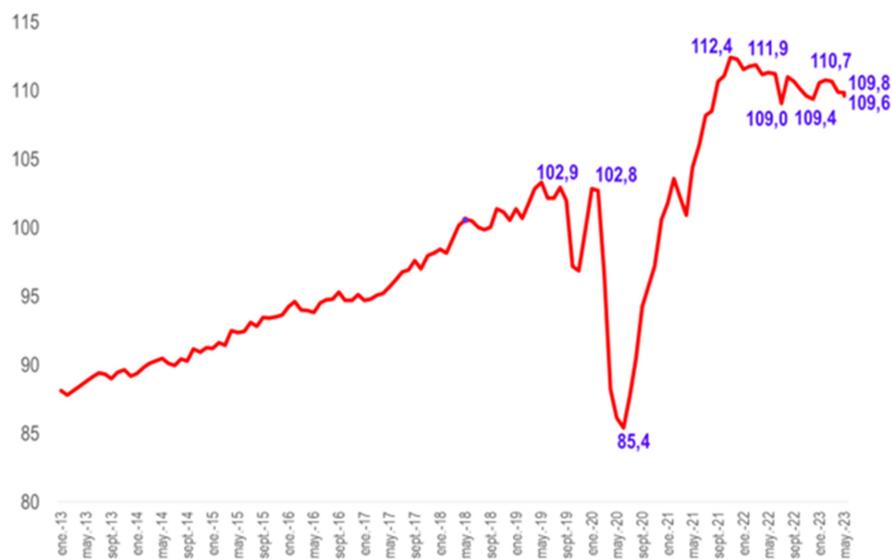


### 2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: ¿BROTOS VERDES HACIA FIN DE AÑO?

Todo indica que el presente año terminará con un crecimiento nulo o levemente negativo. Sin embargo, podemos afirmar que la peor parte del ajuste está quedando atrás, y que a lo largo de los próximos meses comenzaremos a observar tímidos síntomas de recuperación en la actividad. Ello debería quedar reflejado en que, al menos en lo referido a la actividad no minera, comenzaremos a observar variaciones positivas del IMACEC, al compararse con el mes precedente, en la serie desestacionalizada. Es decir, "en la punta" observaremos brotes verdes.

¿Qué elementos favorecerán la aparición de números positivos? Principalmente el comienzo de una gradual recuperación en el consumo de los hogares, gracias a un comportamiento favorable de los ingresos provenientes del mercado laboral (ver sección Empleo y Remuneraciones de este informe), inflación a la baja, caída en el costo del crédito y alguna mejoría en las expectativas de los hogares.

**GRÁFICO N°2.4**  
**IMACEC NO MINERO DESESTACIONALIZADO**  
**(Índice 2018 = 100)**



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central de Chile.

Si bien lo anterior es positivo, en ningún caso nos permite tener una mirada optimista en lo que será la trayectoria de mediano y largo plazo para el crecimiento de nuestra economía. La inversión tardará más en recuperarse, en la medida que está siendo afectada por un cúmulo de factores, algunos de los cuales están lejos de resolverse. Así, mientras la caída en la inflación y, de la mano con ello, el término del ajuste monetario, realizarán algún aporte, hay elementos más estructurales que impedirán un repunte más significativo y sostenido en la inversión. Entre los más preocupantes, incertidumbre político institucional, en medio de la redacción de un nuevo proyecto constitucional; falta de claridad respecto del régimen tributario que operará en los próximos años; y, muy importante, una maraña regulatoria, en lo que se refiere a permisos necesarios para la aprobación de un proyecto, que hace lento y costoso el trámite, y con resultado muy incierto. Mientras no existe real voluntad política para implementar reformas pro crecimiento, que abarquen desde lo regulatorio en general, hasta la estabilidad tributaria en particular, es difícil imaginar un incremento sostenido en los niveles de inversión que permitan incrementar nuestro bajísimo nivel de crecimiento tendencial (actualmente en torno a 2,0%).

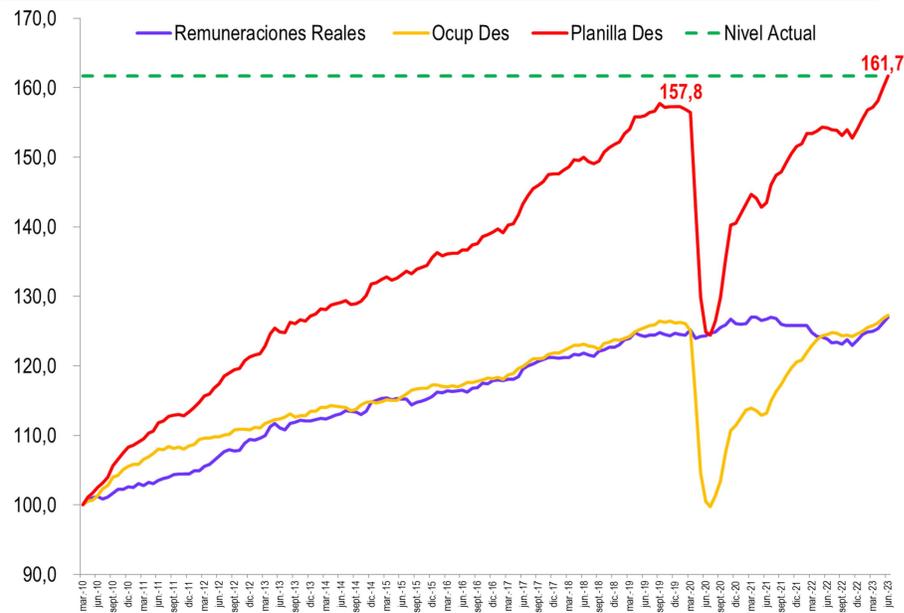
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

#### **2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: EL FACTOR FAVORABLE**

Ha sido notable el nivel de resiliencia de nuestro mercado laboral frente al estancamiento que se observa en nuestra economía. A pesar de una importante caída en la demanda interna y una leve en el PIB en el primer semestre, la ocupación ha seguido creciendo. Parte de la explicación podría estar en el hecho que la mayor desaceleración en la demanda está más en el consumo de bienes durables, que son mayoritariamente de origen importado, y menos en servicios, que son provistos internamente.

Lo cierto es que este relativamente favorable desempeño del mercado laboral se constituye en una esperanza para una eventual gradual recuperación en el consumo de los hogares. Como se observa en el gráfico siguiente, la llamada masa salarial de la economía continúa un proceso de recuperación. Tomando series desestacionalizadas, tanto la ocupación como las remuneraciones reales mantienen una recuperación, al punto que ya se superó con creces los niveles máximos alcanzados previo a la pandemia.

**GRAFICO N°2.5**  
**MASA SALARIAL DE LA ECONOMÍA, SERIE DESESTACIONALIZADA**  
**(índice Marzo de 2010 = 100)**



Fuente: Elaborado con cifras del INE.

La recuperación de las remuneraciones, que acumulan un alza de 3,3 % en términos reales desde noviembre del año pasado, se sostendrá a lo largo de los próximos meses. Ello a partir del hecho que los niveles inflacionarios seguirán bajando, y que las remuneraciones seguirán reajustándose acorde a niveles inflacionarios pasados, que son más altos.

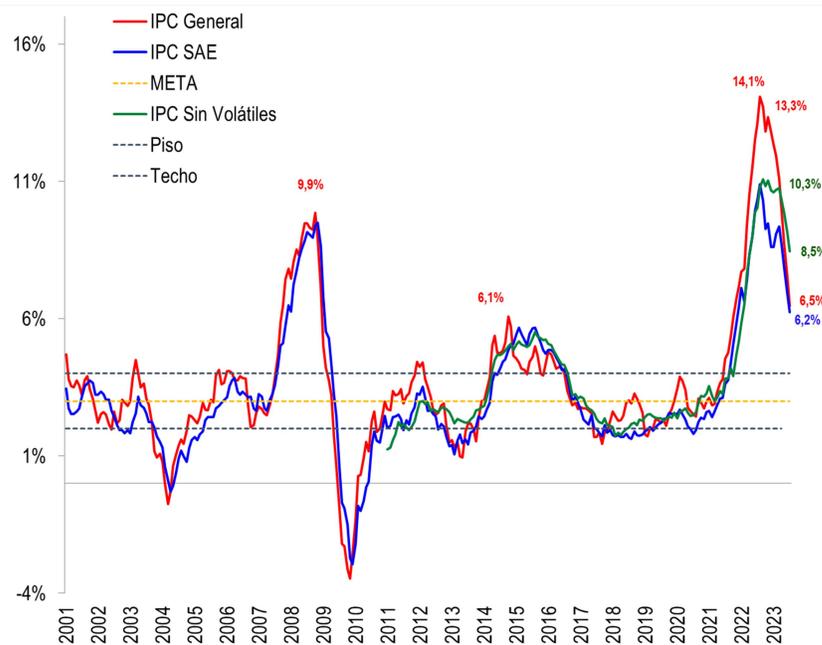
Por su parte la tasa de desempleo se ha mantenido acotada, y por debajo de los niveles que se estimaban hasta hace unos meses atrás. Detrás de ello se encuentran al menos dos factores. Por un lado, aunque lentamente, el empleo sigue creciendo, mientras por otro, la fuerza de trabajo se recupera con lentitud, con una tasa de participación en el mercado laboral que aún se sitúa claramente por debajo de los niveles alcanzados previo a la pandemia.

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

## 2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: CONDICIONES FAVORABLES

El fuerte ajuste monetario iniciado hacia fines de 2021, y que llevó la Tasa de Política Monetaria a un histórico nivel de 11,25 %, comienza a dar resultados más definitivos en el control del desborde inflacionario. La inflación total ha bajado desde un peak de 14,1 % de variación 12 meses en agosto de 2022 a 6,5 % en el mismo lapso a julio recién pasado. Más relevante aún, los últimos tres meses los distintos indicadores de tendencia inflacionaria registran resultados favorables, destacando el que la inflación subyacente y la llamada inflación sin volátiles, reducen considerablemente sus incrementos. Si se toma el promedio para las variaciones mensuales de los últimos tres registros, y se anualiza, se llega a un ritmo anual de 1,6 y 3,0 %, respectivamente.

**GRAFICO N°2.6**  
**INFLACIÓN TOTAL Y MEDIDAS SUBYACENTES**  
**(VAR % 12 MESES)**



Fuente: Elaborado con Cifras del INE y Banco Central

El exitoso ajuste fiscal del año pasado; la fuerte contracción anotada por la demanda interna en la primera mitad de este año; el ajuste a la baja en los precios internacionales de productos y servicios de transporte, y la significativa caída del tipo de cambio desde julio del año pasado, son todos factores centrales para entender el avance en el control inflacionario. Así, a pesar del efecto negativo que podría generar la depreciación del peso en las últimas semanas, a lo que se suma el aumento que registra el precio del petróleo a nivel internacional, todo indica que se logrará terminar el presente año con valores inflacionarios en torno al techo del rango meta (4,0%) o incluso algo por debajo.

De acuerdo con lo anterior, es razonable estimar que el Banco Central realizará recortes significativos en su Tasa de Política Monetaria (TPM) en las tres reuniones que restan de este año, para terminar en diciembre con niveles cercanos, probablemente algo por debajo, del 7,0% (hoy 10,25%). Con todo, dicho nivel seguirá siendo contractivo, por lo que, en nuestro escenario base, a lo largo de la primera mitad del próximo año seguirán los recortes hasta llevar la TPM a un nivel neutral, es decir en torno 4,0%.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**[tizquierdo@gemines.cl](mailto:tizquierdo@gemines.cl)**