

**Gemines**<sup>®</sup>  
CONSULTORES



## INFORME GEMINES N°524

MAYO 2024

### 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: ¿MEJORES PERSPECTIVAS?</b> .....	<b>5</b>
<b>2.- COYUNTURA NACIONAL</b> .....	<b>9</b>
2.1    TEMA ESPECIAL: NUEVOS DESAFÍOS PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA.....	9
2.2    CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO:BUENAS NOTICIAS .....	13
2.3    ACTIVIDAD Y GASTO: RECUPERACIÓN SE CONSOLIDA .....	15
2.4    EMPLEO Y REMUNERACIONES: CONTINÚA LA NORMALIZACIÓN .....	16
2.5    INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: MENOS HOLGURAS.....	18

# INFORME GEMINES

N°524

## DESTACAMOS

### Panorama General

- Mirando en perspectiva, el escenario político y económico de Chile ha mejorado en forma significativa en el último tiempo. Se ordenó la Macro y los intentos refundacionales que traía el programa del actual gobierno quedaron archivados, (Pág. N°5).
- El ciclo político tendería a favorecer a la centro derecha en los próximos eventos electorales, lo que en general es bien recibido por los mercados, (Pág. N°6).
- El extraordinario precio del cobre podría ser aún mejor hacia adelante, según estimaciones de los expertos en esa industria. Ello despierta una sumatoria de efectos virtuosos sobre nuestra economía, (Pág. N°7).

### Coyuntura Nacional

- La era neoliberal fue testigo de un logro importante. El crecimiento económico récord en muchas economías en desarrollo, incluidas las más pobladas, trajo consigo una reducción masiva de la pobreza extrema en todo el mundo. Sin embargo, los países que obtuvieron mejores resultados durante este período, como China, difícilmente suscribieron las reglas neoliberales. Se basaron en políticas industriales, empresas estatales y controles de capital tanto como en mercados más libres, (Pág. N°9).
- En economía, la respuesta válida a casi cualquier pregunta de política es "depende". El análisis económico cobra importancia precisamente cuando analiza esta dependencia contextual: cómo y por qué las diferencias en el entorno económico afectan los resultados, como las consecuencias de las políticas. El pecado original del paradigma neoliberal fue la creencia en unas pocas reglas generales simples y universales que podían aplicarse en todas partes, (Pág. N°10).
- Para abordar el problema de los buenos empleos se necesitarán políticas que vayan más allá de las del Estado de bienestar tradicional. Nuestro enfoque debe poner la creación de buenos empleos en primer plano, centrándonos en el lado de la demanda de los mercados laborales (empresas y tecnologías) así como en el lado de la oferta (habilidades, capacitación). Las políticas tendrán que centrarse en particular en los servicios, ya que es allí donde se generará la mayor parte de las oportunidades de empleo en el futuro. Y deben estar orientados hacia la productividad, ya que una mayor productividad es la condición sine qua non de buenos empleos para los trabajadores menos educados y un complemento necesario a los salarios mínimos y las regulaciones laborales. Este enfoque exige experimentar con políticas novedosas: el desarrollo de lo que efectivamente son políticas industriales para servicios que absorban mano de obra, (Pág. N°11).

- Necesitamos un nuevo modelo de globalización. La hiperglobalización se ha visto socavada por las luchas distributivas, el nuevo énfasis en la resiliencia y el aumento de la competencia geopolítica entre Estados Unidos y China. Inevitablemente, estamos en medio de un reequilibrio entre las demandas de la economía global y las obligaciones económicas, sociales y políticas internas. Aunque muchos se preocupan por una nueva era de creciente proteccionismo y la perspectiva de un entorno global inhóspito, el resultado no tiene por qué ser del todo malo, (Pág. N°12).
- Las mejores perspectivas para el precio del cobre pueden realizar un aporte importante en generar holguras a las cuentas externas, en particular en el déficit en Cuenta Corriente de la balanza de pagos, (Pág. N°13).
- Si se anualiza la velocidad de crecimiento de los últimos 10 u 11 meses se concluye que, de mantenerse el resto del año, el crecimiento podría elevarse a 3,2% en el caso del IMACEC total. Evidentemente, puede ser excesivamente optimista suponer que esta velocidad de crecimiento se va a mantener inalterada, por lo que podría interpretarse como el techo que podría alcanzar el crecimiento este año y que la realidad se ubicará algo por debajo de esta cifra. Así, puede argumentarse que el piso de crecimiento podría estar en torno a 2,5%, siendo razonable que se ubique entre esta cifra y la señalada más arriba como techo, (Pág. N°15).
- Dado lo ocurrido con el empleo y las remuneraciones ha llevado a que la masa salarial en doce meses aceleró su crecimiento hasta 6,6% en diciembre, desacelerándose en los meses posteriores, pero manteniendo una expansión que puede ser considerada como vigorosa considerando la experiencia histórica. Todo indica, que las remuneraciones reales van a reducir gradualmente su crecimiento por la convergencia entre los reajustes de remuneraciones y la inflación y el empleo, por su parte, debería continuar recuperándose aunque, probablemente, de forma no demasiado dinámica, como por lo demás, ha sido hasta ahora, (Pág. N°17).
- Nuestras proyecciones apuntan a que la inflación total se mantendrá sobre el techo de 4 % en su variación anual entre los meses de mayo y septiembre. Con ello, es evidente que el Banco Central cuanta con menos holguras para seguir bajando su Tasa de Política Monetaria (TPM) a lo largo de los próximos meses, (Pág. N°18).

## 1.- PANORAMA GENERAL: ¿MEJORES PERSPECTIVAS?

Post estallido la economía chilena ha recibido un importante castigo en su imagen externa, lo que es consistente con lo que fue un deterioro objetivo en varios aspectos. En lo político institucional, el estallido dio muestras claras de una fragilidad enorme del Estado en su capacidad de mantener el orden público, con un desborde de violencia y destrucción que nadie pensó fuera posible en nuestro país. Luego de ello, sectores políticos promovieron un proyecto constitucional abiertamente refundacional, que ponía en serio riesgo la continuidad del modelo democrático liberal. Conjuntamente levantaron una candidatura de izquierda que llevó al Presidente Boric a la Presidencia, con un programa abiertamente disruptivo, que representaba una seria amenaza al modelo económico vigente.

En lo económico, propuestas abiertamente populistas e irresponsables llevaron a la destrucción de cerca de US\$ 50 mil millones de ahorro de largo plazo, recursos que derivaron, principalmente, a consumo de los hogares, provocando serios desequilibrios macroeconómicos, con abultado déficit en Cuenta Corriente y desborde inflacionario.

Si se toma en cuenta todo lo anterior, es razonable que el riesgo país se haya incrementado, que las perspectivas de crecimiento se hayan deteriorado, y que el valor de nuestra moneda se haya visto seriamente castigado, toda vez que, más que mal, nos transformamos en un país más riesgoso, menos atractivo para la inversión y con un sostenido bajo crecimiento tendencial.

Sin restarle importancia a todo lo anterior, en el margen la situación ha mejorado en forma considerable. Primero, se rechazó por una amplia mayoría el proyecto constitucional refundacional propuesto por la extrema izquierda. Segundo, lejos de materializar su programa, el gobierno del Presidente Boric ha avanzado con una agenda distinta, tanto porque no cuenta con los apoyos parlamentarios para apoyar su agenda original, como porque las urgencias que más preocupan a la población, particularmente en temas de seguridad, han terminado capturando la gestión presidencial.

No se ha podido avanzar en dos proyectos claves que generaban una importante amenaza hacia el mundo económico. Una reforma tributaria, que en su proyecto original volvía a subir considerablemente la carga tributaria, y una reforma previsional que ponía en riesgo un sistema que, aunque imperfecto, ha realizado un gran aporte al ahorro privado de nuestra economía a lo largo de los últimos 35 años. Incluso el riesgo de una quiebra del sistema de seguros de salud privados en torno a las Isapres, está quedando atrás a partir del acuerdo político que permitió aprobar la llamada Ley Corta.

En lo económico, ha prevalecido la independencia del Banco Central, que ha realizado un fuerte ajuste monetario, de manera de encausar nuevamente la inflación, la cual a partir del próximo año volvería a ubicarse dentro de su rango objetivo en forma más sostenida. Paralelamente, la política fiscal hizo una importante contribución al ajuste en 2022, y no muestra un desborde marcado o preocupante el año pasado, más allá de la tendencia que ya se registraba desde los gobiernos anteriores, en el sentido de sostener déficit que han llevado a un incremento en la deuda pública como porcentaje del PIB.

Paralelamente, como consecuencia de un fuerte ajuste en la demanda interna, el déficit en Cuenta Corriente, que llegó a ubicarse en cerca del 10 % del PIB en su acumulado anual, cerró el año pasado por debajo del cuatro %, un nivel alto, pero claramente más financiable.

### ¿Vientos favorables?

Aunque en política “pasan cosas”, y es temprano para hacer pronósticos a firme, todo indica que observaremos nuevamente un movimiento pendular del electorado en favor de posturas de centro derecha en los próximos eventos electorales. La crisis de seguridad sigue bastante desbordada, con eventos criminales de alta violencia cada vez más frecuentes, lo que lleva a que la percepción de la población sea que no sólo no hay avance sino, peor aún, que hay un deterioro sostenido en esta materia.

Lo anterior, a pesar que, objetivamente, la agenda de iniciativas para fortalecer las herramientas de combate a la delincuencia ha sido abundante y exitosa, en la medida que propuestas “desde la izquierda” en estas materias, tienen alta probabilidad de aprobación parlamentaria.

Con todo, como indican las encuestas, la percepción ciudadana es que la crisis de seguridad se ha agudizado y que el gobierno ha respondido de manera insuficiente. Ello, como es lógico, abre una oportunidad para la derecha política, que normalmente se le identifica como más dura y con menos contradicciones en materia de seguridad.

### Un Regalo Valioso: Precio del Cobre

Desde hace ya varios años que en este mismo informe hemos sostenido que estamos frente a un nuevo súper ciclo del cobre. Corregido por paridad del dólar respecto de otras monedas y por inflación, los niveles actuales del precio del cobre son récord, al menos para los últimos 20 años, período para el cual hemos construido series comparables. Por donde se analice, un alza significativa y sostenida en el precio de nuestro principal producto de exportación es un regalo valioso. En el mediano y largo plazo, de sostenerse el precio actual, y mejor aún si sube adicionalmente, como proyectan estudios especializados, un alto precio del cobre hace un tremendo aporte en materia de holguras fiscales. Si se siguen usando precios de referencia del cobre conservadores, para el cálculo de los ingresos estructurales del Fisco, evidentemente en la medida que los precios efectivos sean mayores, ello derivará en una mayor holgura, o menor estrechez, para el balance fiscal efectivo en los próximos años.

Paralelamente, en una economía que ha perdido ahorro privado a lo largo de la última década, un mayor precio del cobre hace una importante contribución para acotar el déficit en Cuenta Corriente, permitiendo que, al menos en el mediano plazo, ésta variable macro no sea un impedimento a un mayor ritmo de crecimiento. Mejor precio del cobre, en definitiva, es un shock positivo sobre el ingreso de la economía, lo que permite financiar, mientras se mantenga, un mayor ritmo de crecimiento de la demanda interna y el PIB.

Eventualmente, si los impedimentos de "permisología" no lo frustran, un mejor precio del cobre debería incentivar mayor inversión en explotación para la minería de cobre, lo que, como hemos visto en el pasado, provoca un círculo virtuoso sobre otros sectores de la economía, realizando un importante aporte al crecimiento. Se agrega, además, que sería una contribución relevante para sanear en algún grado la compleja situación financiera, particularmente por su alto nivel de deuda, que enfrenta CODELCO.

En una mirada de más corto plazo, un alto precio del cobre realiza una importante contribución en contener la excesiva devaluación de nuestra moneda, lo que eventualmente deja una mayor holgura a nuestro Banco Central para realizar un relajamiento monetario algo más rápido.

Con todo, es cierto que muchos de los factores positivos antes reseñados pueden ser relativizados, y que supuestos positivos para variables como el precio del cobre pueden ser puestos en duda. Efectivamente, en ningún caso la ocurrencia de todos los elementos positivos antes reseñados está garantizada. Dicho eso, habría que pecar de un exceso de cautela, sino de abierto pesimismo, para no reconocer que, en términos relativos, el panorama político y económico ha mejorado en el último tiempo. Ello no desconoce, en todo caso, qué temas complejos de resolver, como una eventual reforma al sistema electoral y/o político, que contribuya a desentramar la gobernanza, están pendientes y no tienen alta probabilidad de concretarse.

### ¿Reacciona el Dólar?

Sumando y restando, lo anterior tiende a reforzar nuestro argumento muchas veces presentado en este mismo informe, en el sentido que nuestra moneda sigue estando demasiado castigada, sobre todo cuando se la compara con la de otros países de la región. Es cierto que la agresividad con que nuestro Banco Central ha bajado su tasa de política monetaria justifica un castigo relativo frente al dólar y a otras monedas, pero nos sigue pareciendo que dicho castigo ha sido excesivo. Lo cierto es que, al momento de redactar este informe, el dólar se transa en niveles levemente superiores a los 920 pesos, lo que en alguna medida estaría recogiendo este escenario más favorable expuesto más arriba.

Con todo, nos parece que todavía queda espacio para correcciones adicionales a la baja, de manera que el valor de nuestra moneda guarde una relación más adecuada con nuestros fundamentos políticos y económicos. En la medida que las tasas de interés en Estados Unidos comiencen a bajar (con un timing aún bastante incierto), y que se vaya concretando una parte significativa de los buenos augurios antes reseñados, pensamos que queda espacio para una apreciación adicional en el valor de nuestra moneda. Ello debería concretarse con mayor certeza hacia fines de año, como resultado eventualmente de un resultado político electoral favorable a la centro derecha; la mantención de un muy favorable precio del cobre; un mayor crecimiento de la economía chilena; mejores expectativas para su desempeño de mediano plazo y una gradual normalización, aunque parcial, en el nivel de las tasas de interés en el mundo desarrollado.

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



## 2.- COYUNTURA NACIONAL

### 2.1 TEMA ESPECIAL: NUEVOS DESAFÍOS PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA.

Dani Rodrik es un economista de Harvard que ha defendido las políticas industriales desde hace muchos años, aunque ha evolucionado mucho respecto de aquellos que proponían levantar una muralla de aranceles y restricciones de todo tipo para encarecer o eliminar las manufacturas importadas del mercado local. Reconoce, en pocas palabras, la necesidad de que las actividades protegidas sean competitivas y, eventualmente exportadoras en algún momento no muy lejano del tiempo. Su mirada, en consecuencia, es interesante de ser conocida en un momento en que el “friendshoring” y el “nearshoring” se vuelven populares en el mundo en reemplazo, al menos parcial, de la globalización que dominó las políticas económicas especialmente desde los años 90 del siglo pasado. A continuación resumimos un artículo de Rodrik publicado en Finanzas y Desarrollo del FMI en marzo de 2024<sup>1</sup>.

El paradigma de la política neoliberal favorece la ampliación del alcance de los mercados (incluidos los mercados globales) y la restricción del papel de la acción gubernamental. Hoy en día se reconoce ampliamente que este enfoque fracasó en varios aspectos importantes. Amplió la desigualdad dentro de las naciones, hizo poco para promover la transición climática y creó puntos ciegos que van desde la salud pública mundial hasta la resiliencia de las cadenas de suministro.

La era neoliberal fue testigo de un logro importante. El crecimiento económico récord en muchas economías en desarrollo, incluidas las más pobladas, trajo consigo una reducción masiva de la pobreza extrema en todo el mundo. Sin embargo, los países que obtuvieron mejores resultados durante este período, como China, difícilmente suscribieron las reglas neoliberales. Se basaron en políticas industriales, empresas estatales y controles de capital tanto como en mercados más libres. Mientras tanto, el desempeño de los países que se adhirieron más estrechamente al manual neoliberal, como México, fue abismal.

Las herramientas de la economía contemporánea producen muy pocas generalizaciones que ofrezcan una orientación política inmediata. Los principios de primer orden –como pensar en el margen, alinear los incentivos privados con los costos y beneficios sociales, la sostenibilidad fiscal y la solidez del dinero– son ideas esencialmente abstractas que no se traducen en soluciones únicas.

---

<sup>1</sup> Addressing Challenges of a New Era: Against Rule-of-Thumb Economics, Finanzas y Desarrollo, marzo 2024.

La propia China ofrece el mejor ejemplo de la plasticidad de los principios económicos. Pocos pondrían en duda que el gobierno chino se aprovechó de los mercados, los incentivos privados y la globalización. Sin embargo, lo hizo a través de innovaciones no convencionales (el sistema de responsabilidad del hogar, precios de doble vía, empresas de municipios y aldeas, zonas económicas especiales) que serían irreconocibles en las recomendaciones políticas occidentales estándar pero que eran necesarias para relajar las restricciones políticas internas y las de segunda mejor opción (second best policies).

En economía, la respuesta válida a casi cualquier pregunta de política es "depende". El análisis económico cobra importancia precisamente cuando analiza esta dependencia contextual: cómo y por qué las diferencias en el entorno económico afectan los resultados, como las consecuencias de las políticas. El pecado original del paradigma neoliberal fue la creencia en unas pocas reglas generales simples y universales que podían aplicarse en todas partes.

### Nuevos Desafíos, Nuevos Modelos

El desafío más fundamental es la amenaza existencial que plantea el cambio climático. En el mundo ideal del economista, la solución sería la coordinación global en torno a un enfoque triple: un precio global del carbono suficientemente alto (o un sistema equivalente de límites máximos y comercio), subsidios globales para la innovación en tecnologías verdes y un flujo sustancial de recursos financieros a las economías en desarrollo. Es muy poco probable que el mundo real, organizado en torno a naciones soberanas individuales, ofrezca algo que se acerque a esta solución óptima.

Como muestra la historia reciente, la adopción de políticas verdes requerirá negociaciones políticas internas confusas. Cada nación priorizará sus propias consideraciones comerciales y al mismo tiempo incorporará a los opositores y potenciales perdedores de las políticas verdes. Las políticas industriales de China para promover la energía solar y eólica han sido muy ridiculizadas por sus competidores, pero han prestado un gran servicio al mundo al reducir drásticamente los precios de las energías renovables. La Ley de Reducción de la Inflación en Estados Unidos y el Mecanismo de Ajuste Fronterizo de Carbono en la UE se basan en negociaciones políticas internas que implican cierto traslado de los costos a otros países. Sin embargo, es probable que hagan más por la transición verde de lo que cualquier acuerdo global podría lograr. Para que sean útiles, los economistas tendrán que dejar de ser puristas del primer mejor (first best), o centrarse simplemente en presentar los costos de eficiencia de tales políticas. Tendrán que ser imaginativos a la hora de diseñar soluciones a la crisis climática que aborden las limitaciones políticas y las segundas opciones.

Si el cambio climático es la amenaza más grave a nuestro entorno físico, la erosión de la clase media es la amenaza más importante a nuestro entorno social. Las sociedades y las políticas saludables requieren una clase media de base amplia. Históricamente, los empleos seguros y bien remunerados en la industria manufacturera y los servicios relacionados han sido la base de una clase media en crecimiento. Pero las últimas décadas no han sido amables con las clases medias de las economías avanzadas. La hiperglobalización, la automatización, el cambio tecnológico sesgado hacia las habilidades y las políticas de austeridad se han combinado para producir una polarización del mercado laboral o una escasez de buenos empleos.

Para abordar el problema de los buenos empleos se necesitarán políticas que vayan más allá de las del Estado de bienestar tradicional. Nuestro enfoque debe poner la creación de buenos empleos en primer plano, centrándonos en el lado de la demanda de los mercados laborales (empresas y tecnologías) así como en el lado de la oferta (habilidades, capacitación). Las políticas tendrán que centrarse en particular en los servicios, ya que es allí donde se generará la mayor parte de las oportunidades de empleo en el futuro. Y deben estar orientados hacia la productividad, ya que una mayor productividad es la condición sine qua non de buenos empleos para los trabajadores menos educados y un complemento necesario a los salarios mínimos y las regulaciones laborales. Este enfoque exige experimentar con políticas novedosas: el desarrollo de lo que efectivamente son políticas industriales para servicios que absorban mano de obra.

La desindustrialización prematura no es sólo un problema social; es un problema de crecimiento. Impide que los países de bajos ingresos de hoy reproduzcan las estrategias de industrialización del pasado orientadas a la exportación. El crecimiento económico mediante la integración a los mercados mundiales ya no funciona cuando los sectores de bienes transables son muy exigentes en términos de habilidades y capital.

La implicación es que en el futuro las economías en desarrollo deberán depender menos de la industrialización y más del empleo productivo en los servicios, al igual que las economías avanzadas. Tenemos una experiencia considerable en lo que respecta a la promoción de la industrialización. Las estrategias de desarrollo orientadas a los servicios, especialmente en lo que respecta a los servicios no transables dominados por empresas muy pequeñas, requerirán políticas completamente nuevas y no probadas. Una vez más, los economistas deben tener una mentalidad abierta e innovadora.

## El Futuro de la Globalización

Finalmente, necesitamos un nuevo modelo de globalización. La hiperglobalización se ha visto socavada por las luchas distributivas, el nuevo énfasis en la resiliencia y el aumento de la competencia geopolítica entre Estados Unidos y China. Inevitablemente, estamos en medio de un reequilibrio entre las demandas de la economía global y las obligaciones económicas, sociales y políticas internas. Aunque muchos se preocupan por una nueva era de creciente proteccionismo y la perspectiva de un entorno global inhóspito, el resultado no tiene por qué ser del todo malo. Durante el período de Bretton Woods, la gestión económica nacional estuvo significativamente menos restringida por las reglas globales y las demandas de los mercados globales. Sin embargo, el comercio internacional y la inversión a largo plazo aumentaron significativamente, y los países que aplicaron estrategias económicas apropiadas, como los Tigres de Asia Oriental, obtuvieron resultados excepcionalmente buenos a pesar de mayores niveles de protección en los mercados de las economías avanzadas.

Un resultado similar también es posible hoy, siempre que las grandes potencias no den prioridad a la geopolítica hasta el punto de empezar a ver la economía global a través de una lente puramente de suma cero.

Los economistas pueden ayudar a diseñar un nuevo conjunto de reglas para la economía global que contribuyan al reequilibrio. En particular, pueden diseñar políticas que ayuden a los gobiernos a atender sus agendas económicas, sociales y ambientales internas, evitando al mismo tiempo políticas explícitas de empobrecimiento del vecino. Pueden desarrollar nuevos principios que aclaren la distinción entre ámbitos en los que la cooperación global es necesaria y aquellos en los que la acción nacional debería tener prioridad.

Un punto de partida útil es el equilibrio entre los beneficios del comercio y los beneficios de la diversidad institucional nacional. Maximizar uno socava el otro. En economía, las "soluciones de esquina" rara vez son óptimas, lo que significa que los resultados razonables implicarán sacrificar algunos de ambos tipos de ganancias. Cómo deben equilibrarse estos objetivos en conflicto en el comercio, las finanzas y la economía digital es una cuestión desafiante sobre la cual los economistas podrían arrojar mucha luz.

Los economistas que quieran ser relevantes y útiles deben ofrecer soluciones concretas a los problemas centrales de nuestro tiempo: acelerar la transición climática, crear economías inclusivas y promover el desarrollo económico en las naciones más pobres. Pero deben evitar las soluciones Economía 101 estándar. Su disciplina ofrece mucho más que reglas generales. La economía sólo puede ayudar si expande nuestra imaginación colectiva en lugar de frenarla.

**Alejandro Fernández Beroš**  
@Alfb40261031

## 2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: BUENAS NOTICIAS.

El desborde de gasto interno, particularmente en consumo privado, que gatilló la respuesta económica a la pandemia, llámese subsidios del Estado y, principalmente, retiros de fondos previsionales, generó un abrupto salto en el nivel de importaciones, lo que derivó en un preocupante deterioro en nuestras cuentas externas. El saldo comercial acumulado se redujo significativamente, lo que junto con otros factores llevó a que el déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos llegara a acumular en doce meses un monto cercano al 10 % del PIB.

Evidentemente el brusco ajuste de la demanda interna propiciado por una política monetaria fuertemente contractiva, logró acotar el desequilibrio externo hasta niveles razonables, lo que permitió cerrar el 2023 con un déficit de 3,6 % del PIB en la Cuenta Corriente de la Balanza de pagos. Sin embargo, dicho resultado se logra a costa de mantener un nivel de demanda interna aún por debajo del máximo alcanzado el año 2022.

Lo anterior es relevante, en la medida que la recuperación de la demanda interna podría abultar el déficit señalado nuevamente por sobre niveles razonables. Es decir, con el bajo nivel de ahorro interno actual, tenemos una restricción externa al crecimiento, en la medida que necesitamos un ahorro externo, o déficit en Cuenta Corriente, excesivamente alto, si queremos sostener un crecimiento que supere el magro ritmo promedio de los últimos años.

En ese contexto, lo observado en el precio del cobre a lo largo de los últimos meses, y más aún, proyecciones que apuntan a alzas adicionales, es una muy buena noticia. Para tener una referencia, en sus proyecciones el Banco Central estima un precio del cobre promedio para este año y el próximo de US\$ 385 centavos, bastante por debajo del nivel actual, y muy por debajo el promedio de las proyecciones de los organismos especializados.

Si bien no podemos en ningún caso asegurar que dichas proyecciones se darán, sí podemos asignar una probabilidad relevante a que el precio del cobre nos dará una mayor holgura para nuestras cuentas externas a lo largo de los próximos años.

En el gráfico siguiente, realizado por CRU (World Copper Conference 2024), se observa una proyección de oferta y demanda mundial de cobre hasta el año 2035, donde queda en evidencia que, con un crecimiento moderado en la demanda, se produce mucha escasez, como consecuencia de una evolución decreciente en la capacidad de oferta mundial del mineral.

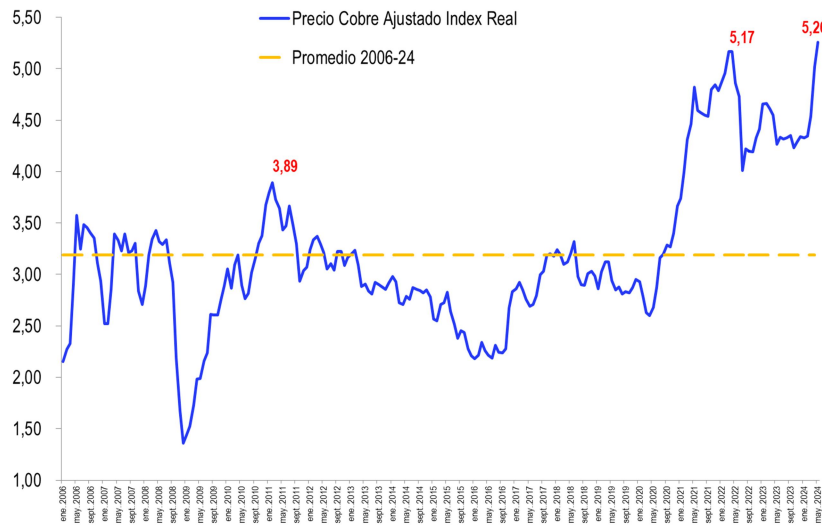
### GRAFICO N°2.1 PROYECCIÓN OFERTA Y DEMANDA DE COBRE MUNDIAL



Fuente: CRU Group.

La proyección anterior es consistente con el alza notable que registra el precio del mineral en las últimas semanas. Si tomamos para el último dato el promedio acumulado al mes de mayo, usando una serie corregida por inflación y por el valor del dólar respecto a la canasta INDEX, se concluye que, en términos reales y a paridad dólar-canasta INDEX constante, el precio actual del cobre se constituye en un récord desde el año 2006, cuando se inicia el cálculo.

### GRAFICO N°2.2 PRECIO REAL DEL COBRE (Corregido Por Inflación Y Paridad Dólar Index)



Fuente: Elaboración Gemines con cifras de Cochilco y St. Luis FED.

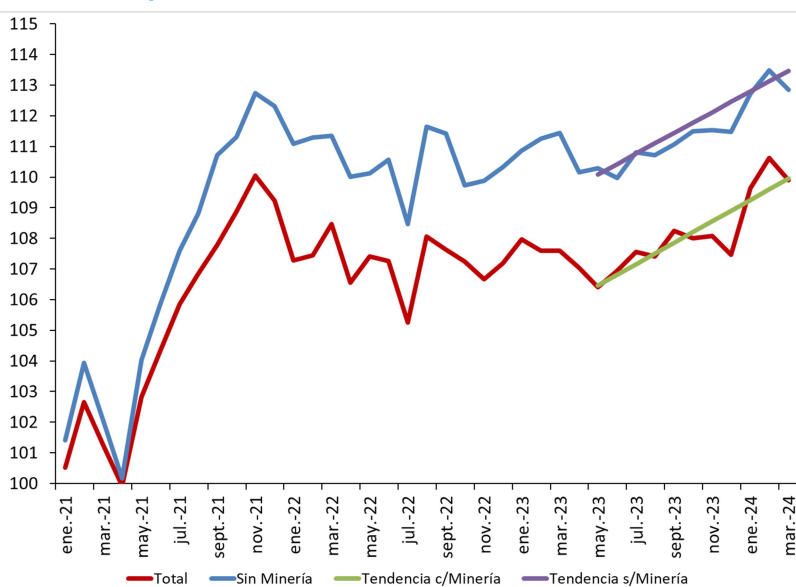
Tomás Izquierdo Silva  
tizquierdo@gemines.cl

### 2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: RECUPERACIÓN SE CONSOLIDA.

Los indicadores sectoriales, pero especialmente el IMACEC, muestran con claridad que el período de estancamiento de la actividad económica está quedando atrás. Si bien es perceptible una tendencia a la mejoría que se inicia en mayo o junio del año pasado, dependiendo de si el análisis se centra el IMACEC total o en aquel que excluye la minería, esta se ha acentuado notoriamente en el curso del primer trimestre del año, en que más allá de las distorsiones que incorpora la diferencia de días hábiles y el día adicional por año bisiesto, sobre una base comparable y corrigiendo por estacionalidad, se constata que el crecimiento anualizado se elevó a un insostenible 8,4% anualizado (5,6% en el caso sin minería).

Obviamente no es razonable suponer que la velocidad de crecimiento del primer trimestre se va a mantener el resto del año, pero si se anualiza la velocidad de crecimiento de los últimos 10 u 11 meses (ver Gráfico N°2.3) se concluye que, de mantenerse el resto del año, el crecimiento podría elevarse a 3,2% en el caso del IMACEC total. Evidentemente, puede ser excesivamente optimista suponer que esta velocidad de crecimiento se va a mantener inalterada, por lo que podría interpretarse como el techo que podría alcanzar el crecimiento este año y que la realidad se ubicará algo por debajo de esta cifra. Así, puede argumentarse que el piso de crecimiento podría estar en torno a 2,5%, siendo razonable que se ubique entre esta cifra y la señalada más arriba como techo.

**GRÁFICO N°2.3**  
**IMACEC DESESTACIONALIZADO 2021-2024**  
**(Base 2018=100)**



Fuente: Banco Central de Chile y Gemines.

El sustento para una recuperación importante del crecimiento, respecto a lo sucedido especialmente el año pasado, aunque también en 2022, se encuentra, por una parte, en la reducción en la TPM y la política fiscal expansiva y, por otro, en el importante crecimiento en la masa salarial (ver punto de Empleo y Remuneraciones) que debiera permitir una recuperación significativa del consumo, para lo cual ya existen indicios interesantes. Desde luego, hay que considerar la detención en la caída y estabilización del consumo al cuarto trimestre del año pasado (últimos datos conocidos de cuentas nacionales) y la recuperación gradual en las importaciones de bienes de consumo en los primeros cuatro meses del año.

Aunque el consumo no recuperará el nivel de 2022, luego de la notable contracción experimentada el año pasado (-5,2%), sí creemos que están dadas las condiciones para un mejoramiento sustancial en el curso de 2024, que sería el mayor aporte a una aceleración del crecimiento de este año.

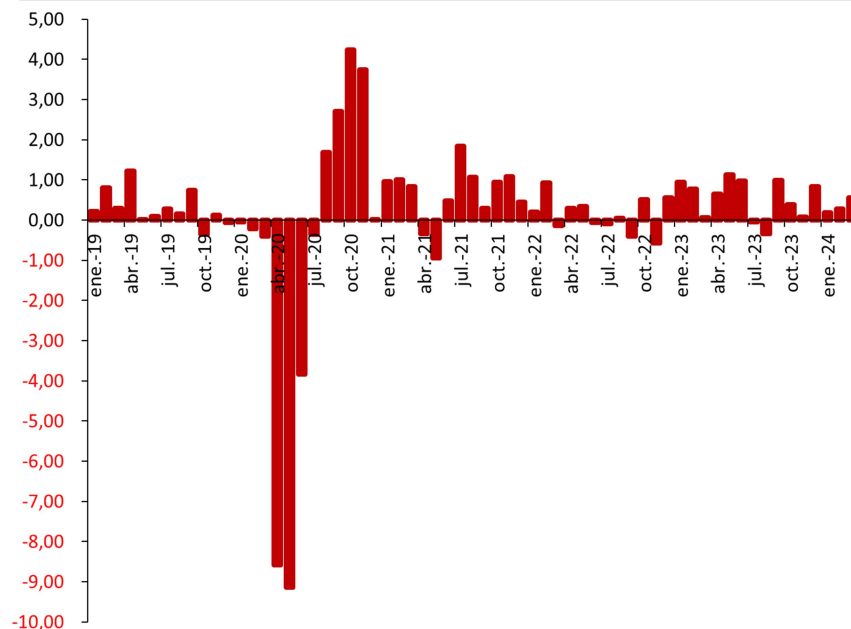
**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

#### **2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: CONTINÚA LA NORMALIZACIÓN.**

El empleo se ha recuperado y crecido de forma casi permanente desde agosto de 2020. Desde esta fecha la ocupación ha bajado sólo en cinco meses, subiendo en todos los demás (39 meses). Desde enero de 2023 se han creado 363.000 empleos lo que sumado al crecimiento de las remuneraciones reales desde mayo del año pasado, han permitido un sostenido y sólido crecimiento de la masa salarial, que acumula 7,8% desde comienzos del año pasado (ver Gráfico N°2.4). Esto ha permitido que el máximo valor de la masa salarial, alcanzado en septiembre de 2019 se recuperara en abril de 2023, encontrándose un 5,2% por sobre el máximo histórico en la actualidad.



**GRÁFICO N°2.4**  
**EVOLUCION DE LA MASA SALARIAL 2019-2024**  
 (Var. mensual desestacionalizada)



Fuente: INE y Gemines.

Dado lo ocurrido con el empleo y las remuneraciones ha llevado a que la masa salarial en doce meses aceleró su crecimiento hasta 6,6% en diciembre, desacelerándose en los meses posteriores, pero manteniendo una expansión que puede ser considerada como vigorosa considerando la experiencia histórica. Todo indica, que las remuneraciones reales van a reducir gradualmente su crecimiento por la convergencia entre los reajustes de remuneraciones y la inflación y el empleo, por su parte, debería continuar recuperándose aunque, probablemente, de forma no demasiado dinámica, como por lo demás, ha sido hasta ahora.

De esta manera, resulta razonable suponer que, en un escenario en el que se relaja el costo del crédito y se reactiva la economía, la evolución de la masa salarial se transforme en un factor relevante en impulsar esta recuperación de la economía, particularmente del consumo, algo que por lo demás se manifiesta de manera consistente en la historia reciente, es decir, un comportamiento sincronizado entre el crecimiento del consumo y la masa salarial, con las excepciones de los años 2021 y 2023 por razones especiales vinculadas a la pandemia y la reacción política posterior.

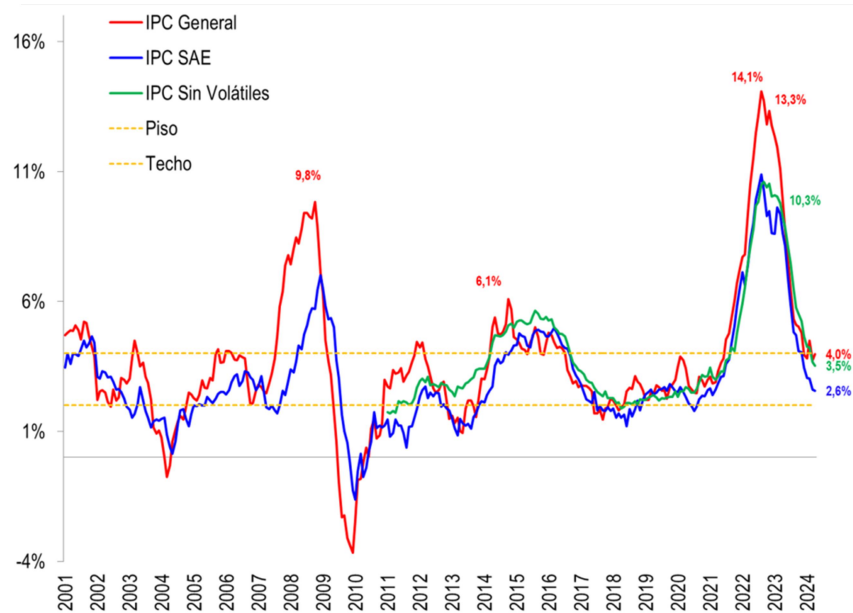
**Alejandro Fernández Beroš**  
 @Alfb40261031

## 2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: MENOS HOLGURAS

Como hemos señalado en informes anteriores, nuestro Banco Central no ha sido suficientemente cauteloso en el proceso de normalización de la política monetaria. En su discurso ha sido muy jugado y casi voluntarista, "cantando victoria" antes de tiempo, respecto al control más definitivo del desborde inflacionario en curso. En el actuar, ha ido algo más rápido de lo aconsejable en su ritmo de recorte de la TPM a lo largo del último año.

Como se observa en el gráfico siguiente, la inflación total ha vuelto al techo del rango meta, en su variación doce meses, mientras los indicadores subyacentes muestran un comportamiento algo más benigno.

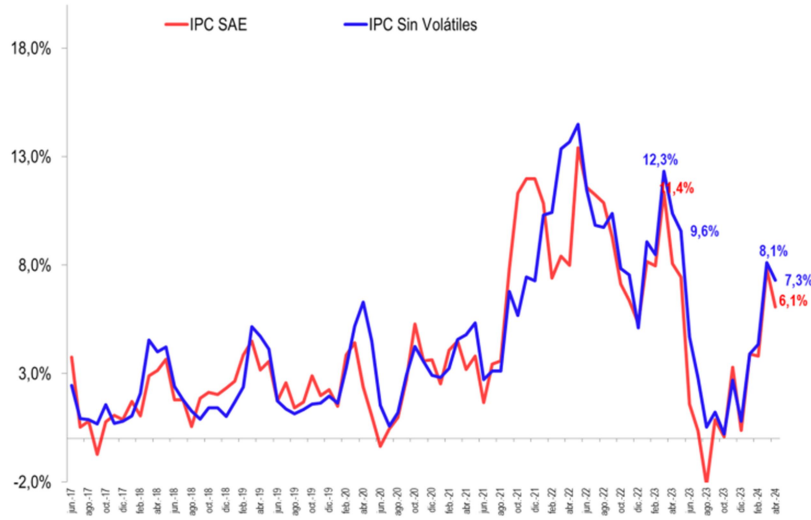
**GRAFICO N°2.5**  
**INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE**  
**(Var % 12 Meses)**



Fuente: Banco Central de Chile

Más aún, en el gráfico siguiente, se aprecia que la tendencia "en la punta" no es favorable, toda vez que se acelera en los últimos meses, aunque con alguna mejoría parcial en el último dato. Efectivamente, si se toma la variación mensual promedio para los indicadores subyacentes, y se le lleva a tasa anual, se aprecia que la inflación está en una tendencia muy por sobre el objetivo de la autoridad.

**GRÁFICO N°2.6**  
**"INFLACIÓN EN LA PUNTA"**  
**(Promedio Mensual, Últimos Tres Meses, Anualizado)**



Fuente: Realizado por Gemines, con cifras del Banco Central.

Hacia delante el escenario es complejo, en la medida que todo indica que entre mayo y septiembre la variación doce meses de la inflación total se situará por sobre el techo del 4 %. Ello hará políticamente más complejo para el Banco Central mantener recortes en todas las próximas reuniones de política monetaria. En el mejor de los casos, si las condiciones lo permiten, es decir que las expectativas de inflación se mantienen ancladas en el horizonte meta y la inflación cada mes es favorable, podría seguir bajando la tasa en cada reunión, pero a un ritmo claramente más acotado.

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