



## INFORME GEMINES N°529

OCTUBRE 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: ¿CRECIMIENTO TENDENCIAL O ESTANCAMIENTO TENDENCIAL? ..</b>	<b>5</b>
<b>2.- COYUNTURA NACIONAL</b> .....	<b>7</b>
2.1    TEMA ESPECIAL: PRESUPUESTO 2025 Y PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS .....	7
2.2    CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: ¿ESPACIO PARA LA APRECIACIÓN DE NUESTRA MONEDA?.....	12
2.3    ACTIVIDAD Y GASTO: RECUPERACIÓN EN CÁMARA LENTA .....	14
2.4    EMPLEO Y REMUNERACIONES: POBRE DESEMPEÑO DIFICULTA LA RECUPERACIÓN DEL CONSUMO Y LA DEMANDA INTERNA. ....	17
2.5    INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: DIFÍCILES DECISIONES PARA EL BANCO CENTRAL. ....	19

# INFORME GEMINES

N°529

## DESTACAMOS

### Panorama General

- Los costos de desarrollar proyectos no se incrementan solo por el incurrido en tiempo y recursos de los permisos o eventos imprevistos, como descubrimientos arqueológicos, sino que también por infraestructura insuficiente o que no se puede utilizar plenamente por otro tipo de situaciones como la inseguridad. El deterioro en la calidad de la legislación eléctrica y la propuesta de cambio en las reglas del juego para financiar un subsidio a los usuarios forma parte del mismo problema, que se acentúa por las demoras reiteradas en la construcción de la línea de transmisión de Kimal-Lo Aguirre que permitiría hacer llegar la energía generada en el norte al centro del país, (Pág. N°5).
- El Banco Central proyecta un crecimiento del PIB tendencial de 1,8% anual entre 2025 y 2034. Un supuesto esencial en esta proyección es que la Productividad Total de Factores (PTF) crecerá 0,35% anual. Sin embargo, la evidencia, por ejemplo, de CLAPES, muestra que la PTF ha bajado en los últimos diez trimestres de forma consecutiva y que su nivel absoluto se encuentra en el mismo valor o por debajo de aquel existente en marzo de 2010(Pág. N°6).
- Este análisis no pretende solo resaltar lo preocupante de las perspectivas futuras de Chile que se desprenden de las misérrimas perspectivas de crecimiento para la próxima década, sino dar un sentido de urgencia a la necesidad de llevar a cabo un conjunto de reformas que permitan instaurar un proyecto de crecimiento a mediano plazo que eleve esta expansión tendencial del PIB a 3,5% o 4% en un plazo razonable. Hacerlo es posible, pero requiere un acuerdo amplio y, como prerrequisito, una modificación profunda y urgente del sistema político y de otros pilares del marco institucional que no funcionan o lo hacen malamente ¿Será posible antes que sea demasiado tarde?, (Pág. N°6).

### Coyuntura Nacional

- En el que será el último presupuesto que ejecute el actual gobierno, se consumen todas las holguras disponibles para incrementar el gasto público. Es de esperar que, en el presupuesto de 2026, que elabora el gobierno actual, pero ejecuta el próximo, se haga lo mismo que en 2021 y se confeccione uno que facilite restablecer la prudencia y fiscal y, finalmente, se logre estabilizar la deuda pública que no ha dejado de crecer desde 2008, (Pág. N°7).
- Llama la atención que se estime que los ingresos aumentarán 8,5% real durante 2025. El 93% de los mayores ingresos se concentran, como sería de esperar en los tributarios, y dentro de estos, un 37% corresponde a la minería privada, presumiblemente por efectos del royalty y el mayor precio esperado para el cobre, mientras que el 63% restante proviene del resto de los contribuyentes, (Pág. N°8).

- Cabe señalar que la reducción en la evasión aportaría algo más de un tercio del aumento en la recaudación del IVA según nuestras estimaciones lo que, a su vez, explicaría poco más de 9% la mayor recaudación por impuestos. Dicho de otra manera, se trata de un componente crucial en la proyección de recaudación que, de no materializarse, llevaría a un aumento considerable en el déficit previsto y a la necesidad de realizar recortes de gasto significativos para cumplir con los objetivos de déficit para 2025, (Pág. N°9).
- El último presupuesto que elaborará el actual gobierno, pero que ejecutará el próximo, tendrá un crecimiento del gasto compatible con la meta de reducir el déficit CA a 0,5% de apenas 0,3%, dejándolo en la obligación de diseñar y ejecutar presupuestos muy restrictivos durante todo su período, o en verse obligado a demorar más la convergencia del déficit CA a cero, (Pág. N°11).
- Consideramos que existe espacio para una caída adicional en el tipo de cambio, la cual se materializará de aquí a fines de año en la medida que se dé el escenario base descrito en este informe, (Pág. N°12).
- La economía chilena se encuentra entrampada en un bajísimo ritmo de crecimiento. La caída en el ahorro interno y la inversión, junto con otros factores, se encuentran en el origen del problema, (Pág. N°14).
- El Mercado Laboral comienza a reflejar el efecto rezagado del ajuste en la actividad interna. Se observa, además, un deterioro en la calidad del empleo, lo que se explica en parte por factores que encarecen el empleo formal, como el alza sostenida por sobre la inflación del salario mínimo y la disminución de la jornada laboral, (Pág. N°17).
- La política comunicacional y las erráticas proyecciones del escenario económico interno por parte del Banco Central han provocado una innecesaria varianza en algunos precios claves, como el tipo de cambio, afectando la trayectoria inflacionaria y, por esa vía, haciendo más lento y costoso el ajuste buscado, (Pág. N°19).

## 1.- PANORAMA GENERAL: ¿CRECIMIENTO TENDENCIAL O ESTANCAMIENTO TENDENCIAL?

En días recientes nos hemos enterado de los problemas que encuentran para su aprobación un datacenter en la RM (no es el primero) y un proyecto eléctrico no convencional en Taltal. Son los últimos de una larga lista que más vale la pena no recordar. Además, nos hemos enterado de una inversión de US\$4.600 millones que COPEC desarrollará en Brasil, siguiendo los pasos de CMPC que anunció una inversión de monto similar en ese país en abril último. No es difícil imaginarse que estas empresas pueden dejar de ser chilenas en un futuro no demasiado lejano. El sector forestal solía ser uno de los que formaban parte de nuestra vanguardia exportadora que nos permitía reducir la concentración en las mineras, pero parece muy probable que el proyecto MAPA de COPEC, concluido a comienzos de 2024, haya sido la última gran inversión que se realice en un sector ahora estancado. La salmonicultura es otro sector estrella de nuestra estructura exportadora que enfrenta problemas sistemáticos para desarrollar su actividad y que se encuentra paralizado por el no otorgamiento de los permisos para su funcionamiento.

Estos ejemplos son la cara visible del descontrol de la “permisología” que se ha traducido en la virtual duplicación de los plazos de aprobación de proyectos de inversión en Chile en la última década, con un efecto evidente en los costos que reduce la competitividad de los proyectos y, en definitiva, de la economía chilena. El proyecto sobre el tema actualmente en discusión en el Congreso pretende corregir algunos de estos problemas pero, seguramente, será en el mejor de los casos una solución parcial. El espacio para la discrecionalidad y la judicialización, como confirman los últimos casos conocidos, seguirán existiendo y sectores como el de la salmonicultura continuarán castigados. Incluso sectores que son declarados como prioritarios, como el del hidrógeno verde, han experimentado problemas con las autorizaciones y otro, el litio, en lo esencial, quedó bajo el control estatal.

Pero los costos de desarrollar proyectos no se incrementan solo por el incurrido en tiempo y recursos de los permisos o eventos imprevistos, como descubrimientos arqueológicos, sino que también por infraestructura insuficiente o que no se puede utilizar plenamente por otro tipo de situaciones como la inseguridad. El deterioro en la calidad de la legislación eléctrica y la propuesta de cambio en las reglas del juego para financiar un subsidio a los usuarios forma parte del mismo problema, que se acentúa por las demoras reiteradas en la construcción de la línea de transmisión de Kimal-Lo Aguirre que permitiría hacer llegar la energía generada en el norte al centro del país.

Todo esto y más es lo que se enconde tras los números que el Banco Central se encarga de mostrarnos año tras año sobre la capacidad de crecimiento de nuestra economía. Si bien las proyecciones de crecimiento tendencial que se publicaron en el IPOM de septiembre no difieren significativamente de las entregadas en 2023, provocaron el mismo revuelo que ya está desapareciendo bajo el peso de las urgencias y el escándalo de cada día o ante la certeza de que poco y nada se va a hacer para cambiar este destino ingrato. El ministro de Hacienda, intentando dar una mirada optimista al problema, señaló que estas proyecciones del futuro reflejan el pasado, que puede ser modificado por las acciones del presente. Es cierto lo que dice Marcel, el problema es que el balance de lo que se ha hecho y, probablemente, lo que se haga en el futuro próximo difícilmente modificarán el menguado crecimiento potencial previsto para la próxima década y, por el contrario, se podría argumentar que, más bien, la tendencia será en la dirección opuesta.

Específicamente, el Banco Central proyecta un crecimiento del PIB tendencial de 1,8% anual entre 2025 y 2034. Un supuesto esencial en esta proyección es que la Productividad Total de Factores (PTF) crecerá 0,35% anual. Sin embargo, la evidencia, por ejemplo, de CLAPES, muestra que la PTF ha bajado en los últimos diez trimestres de forma consecutiva y que su nivel absoluto se encuentra en el mismo valor o por debajo de aquel existente en marzo de 2010. No es el propósito de esta editorial especular sobre las causas de este anómalo fenómeno, pero es evidente que el supuesto de Banco Central luce como muy generoso considerando la evidencia histórica reciente. Si en vez de crecer 0,35% anual la PTF se mantuviera estancada, supuesto también optimista a la luz de la evidencia, el crecimiento tendencial de 2025-2034 sería de sólo 1,45% anual, es decir, aún peor a lo señalado por el Banco Central.

Este análisis no pretende solo resaltar lo preocupante de las perspectivas futuras de Chile que se desprenden de las misérrimas perspectivas de crecimiento para la próxima década, sino dar un sentido de urgencia a la necesidad de llevar a cabo un conjunto de reformas que permitan instaurar un proyecto de crecimiento a mediano plazo que eleve esta expansión tendencial del PIB a 3,5% o 4% en un plazo razonable. Hacerlo es posible, pero requiere un acuerdo amplio y, como prerrequisito, una modificación profunda y urgente del sistema político y de otros pilares del marco institucional que no funcionan o lo hacen malamente ¿Será posible antes que sea demasiado tarde?

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

## 2.- COYUNTURA NACIONAL

### 2.1 TEMA ESPECIAL: PRESUPUESTO 2025 Y PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Como es habitual todos los años, el 30 de septiembre se envió el proyecto de ley de presupuesto para el año próximo y, posteriormente, se publicó el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del tercer trimestre con toda la información sobre los supuestos que utilizaron para elaborar el presupuesto y se da una mirada a las perspectivas de las finanzas públicas para los siguientes cuatro años (2026-2029).

En este tema especial presentaremos los elementos centrales tras el presupuesto y las perspectivas de las finanzas públicas a partir de la información oficial. El panorama, sin duda, se visualiza complicado, algo que es una realidad desde hace años en las finanzas públicas y, es evidente que, en el que será el último presupuesto que ejecute el actual gobierno, se consumen todas las holguras disponibles para incrementar el gasto público. Es de esperar que, en el presupuesto de 2026, que elabora el gobierno actual, pero ejecuta el próximo, se haga lo mismo que en 2021 y se confeccione uno que facilite restablecer la prudencia y fiscal y, finalmente, se logre estabilizar la deuda pública que no ha dejado de crecer desde 2008.

Para el cierre del presente año el IFP revisa a la baja los ingresos previstos y marginalmente los gastos, que crecerían 3,5% real en vez de 3,9% en el IFP anterior (Cuadro N°2.1), lo que se traduce en que los déficits esperados serán mayores respecto a los anticipados en la ley de presupuestos del año anterior. Es decir, en vez de 1,9% del PIB, tanto en el caso de del efectivo como en el del cíclicamente ajustado (CA), ahora se espera concluir el año en curso con déficits de 2,0% en el caso del efectivo y de 2,3% en el del CA. Con estos resultados revisados la deuda pública terminaría el año en 41,2% del PIB y la deuda neta en 37,5% del PIB.

**CUADRO N°2.1**  
**Balance del Gobierno Central Total 2024**  
**(millones de pesos 2024 y % del PIB<sup>(1)</sup>)**

		Proyección IFP 2T24		Proyección IFP 3T24	
		MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB
(1)	Total Ingresos Efectivos	70.588.322	22,9	70.135.754	22,8
(2)	Total Ingresos Cíclicamente Ajustados	69.450.806	22,6	69.270.859	22,5
(3)	Total Gastos	76.294.940	24,8	76.195.175	24,8
<b>(1) - (3)</b>	<b>Balance Efectivo</b>	<b>-5.706.618</b>	<b>-1,9</b>	<b>-6.059.421</b>	<b>-2,0</b>
<b>(2) - (3)</b>	<b>Balance Cíclicamente Ajustado</b>	<b>-6.844.134</b>	<b>-2,2</b>	<b>-6.924.316</b>	<b>-2,3</b>

(1) PIB proyectado en cada informe  
Fuente: DIPRES.

Los supuestos macroeconómicos para 2025 (Cuadro N°2.2), aunque tienen un sesgo levemente optimista, particularmente en el caso del crecimiento del PIB, no parecen especialmente irreales, lo que tendría un impacto menor sobre las estimaciones de ingresos.

**CUADRO N°2.2**  
**Supuestos Macroeconómicos 2025**

	IFP 2T24	IFP 3T24
<b>PIB</b> (var. real anual, %)	2,6	<b>2,7</b>
<b>PIB Minero</b> (var. real anual, %)	3,5	<b>3,5</b>
<b>PIB No Minero</b> (var. real anual, %)	2,5	<b>2,5</b>
<b>Demanda interna</b> (var. real anual, %)	3,0	<b>3,4</b>
<b>IPC</b> (var. anual, % promedio)	4,4	<b>4,2</b>
<b>Tipo de cambio</b> (\$/US\$, promedio, valor nominal)	876	<b>887</b>
<b>Precio del cobre</b> (US\$/lb, promedio)	430	<b>430</b>
<b>Precio petróleo WTI</b> (US\$/bbl, promedio)	81	<b>81</b>

Nota: Actualización del IFP 3T24 con un nivel del PIB nominal 2025 estimado en \$326.761 miles de millones y un tipo de cambio a diciembre 2024 de 865 \$/US\$. Cierre estadístico de proyecciones macroeconómicas el 6 de septiembre de 2024.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

No obstante lo anterior, llama la atención que se estime que los ingresos aumentarán 8,5% real durante 2025 (detalle en el Cuadro N°2.3). El 93% de los mayores ingresos se concentran, como sería de esperar en los tributarios, y dentro de estos, un 37% corresponde a la minería privada, presumiblemente por efectos del royalty y el mayor precio esperado para el cobre, mientras que el 63% restante proviene del resto de los contribuyentes.



**CUADRO N°2.3**  
**Proyección de Ingresos Gobierno Central Total 2025**  
**(millones de pesos 2025% del PIB y % de variación real)**

	MM\$	% de var. 2025/2024	% del PIB
<b>INGRESOS POR TRANSACCIONES QUE AFECTAN EL PATRIMONIO NETO</b>	<b>79.273.703</b>	<b>8,5</b>	<b>24,3</b>
Ingresos tributarios netos	65.303.707	9,7	20,0
<i>Tributación minería privada</i>	5.285.847	68,6	1,6
<i>Tributación resto contribuyentes</i>	60.017.860	6,4	18,4
Cobre bruto	1.774.055	-8,4	0,5
Imposiciones previsionales	4.243.046	6,3	1,3
Donaciones	158.549	-10,1	0,0
Rentas de la propiedad	2.635.453	9,6	0,8
<i>Ingresos por litio de Corfo</i>	819.950	10,7	0,3
<i>Ingresos por litio de Codelco</i>	97.933	-	0,0
<i>Resto de rentas de la propiedad</i>	1.717.570	3,2	0,5
Ingresos de operación	1.565.119	0,2	0,5
Otros ingresos	3.593.774	3,6	1,1
<b>ADQUISICION NETA DE ACTIVOS NO FINANCIEROS</b>	<b>13.023</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Venta de activos físicos	13.023	0,0	0,0
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>79.286.725</b>	<b>8,5</b>	<b>24,3</b>

Fuente: DIPRES

Yendo más al detalle de donde surge este aumento de la recaudación del “resto de los contribuyentes”, se constata que casi un 25% proviene de una mayor recaudación del IVA, que crecería 4,9%, mientras el PIB lo haría en 2,7% y la demanda interna en 3,4% (y el consumo 3,1%). La única manera de explicar estas altas elasticidades de recaudación, mayores que 1, es a través de reducir la evasión. Si bien esto es factible luego de la aprobación de la Ley de Cumplimiento Tributario, es evidente que el peso de la prueba está en la capacidad del SII de lograr esta reducción en la evasión. Cabe señalar que la reducción en la evasión aportaría algo más de un tercio del aumento en la recaudación del IVA según nuestras estimaciones lo que, a su vez, explicaría poco más de 9% la mayor recaudación por impuestos. Dicho de otra manera, se trata de un componente crucial en la proyección de recaudación que, de no materializarse, llevaría a un aumento considerable en el déficit previsto y a la necesidad de realizar recortes de gasto significativos para cumplir con los objetivos de déficit para 2025.

Por otro lado, se proyecta que el gasto crecería 2,7% real respecto de la Ley de Presupuestos aprobada el año pasado más reajuste y leyes especiales de 2024. Si la comparación se realiza respecto de la ejecución presupuestaria estimada en el IFP, lo que es más relevante, el crecimiento del gasto se eleva a 4,0% según nuestra estimación, lo que es bastante significativo toda vez que supera con holgura el crecimiento previsto del PIB, lo que se traduce en un aumento del tamaño del Estado en la economía. Con estos datos, el gobierno proyecta que el déficit efectivo se reducirá a 1,0% del PIB y el CA a 1,1% (Cuadro N°2.4) y la deuda pública bruta subirá a 41,3% del PIB (y la neta a 38,1%).

**CUADRO N°2.4**  
**Balance Devengado Y Cíclicamente Ajustado Del Gobierno Central 2025**  
 (% del PIB)

	2025
(1) Balance Devengado	-1,0
(2)=(3)+(6)+(12) Efecto cíclico en los ingresos	0,1
(3)=(4)+(5) Efecto cíclico en los Ingresos Tributarios y Cotizaciones de Salud	-0,1
(4) Ingresos tributarios no mineros	-0,1
(5) Imposiciones previsionales de Salud	0,0
(6)=(7)+(8) Efecto cíclico del Cobre	0,3
(7) Codelco	0,1
(8)=(9)+(10)+(11) Tributación Minería Privada	0,1
(9) Impuesto Específico	0,0
(10) Impuesto de Primera Categoría	0,2
(11) Impuesto Adicional	0,0
(12) Efecto del Litio	0,0
(13)=(1)-(2) Balance Cíclicamente Ajustado	-1,1

Nota: Los porcentajes no suman el total debido a la aproximación de decimales.  
 Fuente: DIPRES.

En cuanto a los supuestos para el período 2026-2029 (Cuadro N°2.5), se corrigen marginalmente respecto de los presentados en el IFP anterior y solo cabe señalar que el crecimiento previsto (2,2% promedio) parece un tanto optimista considerando las proyecciones de los expertos (2,0%, PIB total) y del Banco Central (1,9%, PIB no minero).

**CUADRO N°2.5**  
**SUPUESTOS MACROECONOMICOS 2026-2029**

	2026		2027		2028		2029	
	IFP 2T24	IFP 3T24	IFP 2T24	IFP 3T24	IFP 2T24	IFP 3T24	IFP 2T24	IFP 3T24
<b>PIB</b> (var. real anual, %)	2,2	2,3	2,1	2,2	2,1	2,2	-	2,1
<b>PIB Minero</b> (var. real anual, %)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	-	2,5
<b>PIB No Minero</b> (var. real anual, %)	2,1	2,2	2,0	2,1	2,0	2,1	-	2,0
<b>Demanda interna</b> (var. real anual, %)	2,5	2,7	2,4	2,5	2,1	2,2	-	2,1
<b>IPC</b> (var. anual, % promedio)	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	-	3,0
<b>Tipo de cambio</b> (\$/US\$, promedio, valor nominal)	855	866	846	856	845	855	-	855
<b>Precio del cobre</b> (US\$/lb, promedio)	430	430	430	430	430	430	-	430
<b>Precio petróleo WTI</b> (US\$/bbl, promedio)	81	81	81	81	81	81	-	81

Nota: Actualización del IFP 3T24 con un nivel de PIB nominal 2026 estimado en \$342.590 miles millones, PIB nominal 2027 estimado en \$359.148 miles de millones, PIB nominal 2028 estimado en \$377.157 miles de millones y PIB nominal 2029 estimado en \$395.688 miles de millones; y un tipo de cambio a diciembre 2026 de 860 \$/US\$, a diciembre de 2027 de 852 \$/US\$, a diciembre 2028 de 851 \$/US\$, a diciembre de 2029 de 848 \$/US\$. Cierre estadístico de proyecciones macroeconómicas: 6 de septiembre de 2024.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con los supuestos descritos, la estimación de ingresos efectivos y CA, así como de los gastos comprometidos para los próximos años, se llega a la conclusión que para alcanzar la meta de reducción del déficit CA del gobierno (que se traspasa al próximo gobierno que, a su vez, puede reformularla), en gasto máximo compatible con estos objetivos (Cuadro N°2.6), puede crecer, en promedio solo 1,2%, lo mismo que los gastos comprometidos y que, por lo tanto, no deja ninguna holgura para aumentar el gasto que, históricamente, ha crecido mucho más rápido. Además, cabe señalar que, para el período 2026-29, los ingresos aumentarían en promedio 2,6% al año, es decir más rápido que el PIB (2,2%) y que la demanda interna (2,4%) en el mismo período. Si bien estos supuestos no parecen excesivamente forzados, sí parecen un tanto optimistas.

**CUADRO N°2.6**  
**Balances del Gobierno Central Total 2024-2029**  
**(millones de pesos 2025 y % del PIB)**

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
(1) Total Ingresos Efectivos	73.081.456	78.835.232	81.874.068	83.903.378	86.277.435	87.420.627
(2) Total Gastos Comprometidos	79.395.372	82.532.174	83.008.665	84.764.766	86.214.635	86.553.748
<b>Var. %</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>
(3) Ingresos Cíclicamente Ajustados	72.180.235	78.835.232	81.077.315	83.103.888	85.361.507	86.522.438
<b>(4) Meta BCA (% del PIB)</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
(5) Nivel de gasto compatible con meta	79.395.372	82.532.174	82.739.188	84.795.341	86.223.772	86.522.438
<b>Var. %</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>0,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,3</b>
(6) Diferencia Gasto / Holgura (5)-(2)	0	0	-269.477	30.575	9.137	-31.310
(7) Diferencia Gasto (MM US\$)	0	0	-321	38	12	-41
(8) Diferencia Gasto (% del PIB)	0	0	-0,1	0,0	0,0	-0,0
<b>(9) Balance efectivo compatible con meta (1)-(5) (% del PIB)</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>

Fuente: DIPRES.

Dicho de otra manera, el último presupuesto que elaborará el actual gobierno, pero que ejecutará el próximo, tendrá un crecimiento del gasto compatible con la meta de reducir el déficit CA a 0,5% de apenas 0,3%, dejándolo en la obligación de diseñar y ejecutar presupuestos muy restrictivos durante todo su período, o en verse obligado a demorar más la convergencia del déficit CA a cero. Si bien las proyecciones oficiales señalan que, con estas estimaciones y supuestos, la deuda pública bruta se estabilizará y bajará a 38,9% del PIB en 2029, habrá que ver qué opina en Consejo Fiscal Autónomo (CFA) que ha manifestado, en varias ocasiones, que la estabilización de la deuda no se alcanza con las cifras oficiales, por lo que difícilmente se podría demorar la convergencia del balance CA para generar más holguras de gasto en los próximos años. La única alternativa sería realizar una profunda racionalización del gasto para aumentar su eficiencia y eliminar el desperdicio de recursos que se ha ido incrementando en el tiempo. Esta es una opción siempre presente, pero que ningún gobierno se ha atrevido a emprender.

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

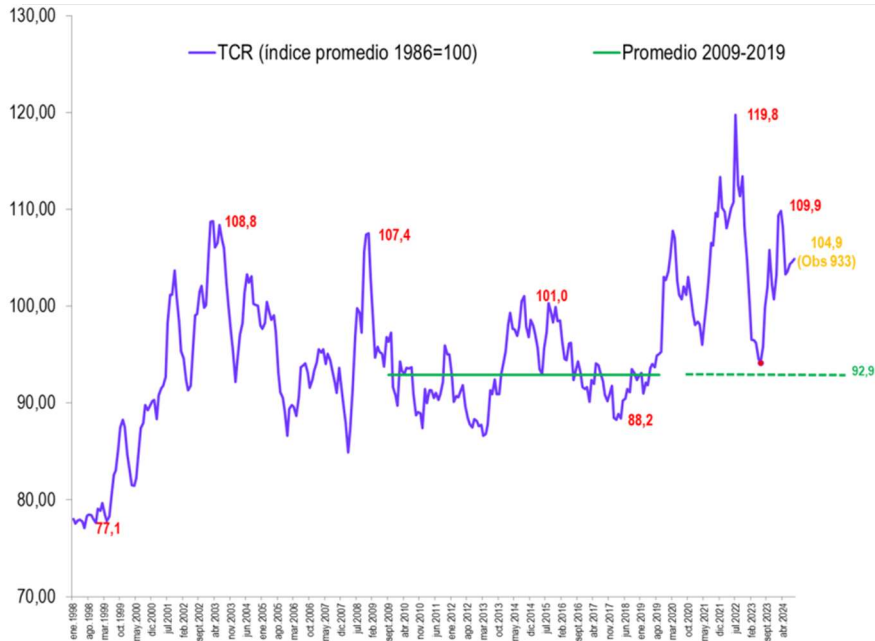
## 2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: ¿ESPACIO PARA LA APRECIACIÓN DE NUESTRA MONEDA?

En las últimas semanas hemos observado un importante nivel de variabilidad en la paridad de nuestra moneda respecto del dólar. Sin embargo, una parte importante de la corrección al alza registrada, luego de haber estado nuevamente por debajo de los 900 pesos, obedece al fortalecimiento del dólar a nivel global, como consecuencia principalmente de un escenario geopolítico global que ha seguido complejizándose. Se agrega el hecho de que se han revisado las expectativas de recortes para la tasa rectora de la FED, previéndose ahora un menor ritmo al internalizado hace sólo algunas semanas.

Con todo, sigo pensando que, en el escenario base, habrá espacio para una apreciación de nuestra moneda a lo largo de los próximos trimestres. Medido en términos reales, el tipo de cambio actual se ubica todavía cerca de un 13 % por sobre el promedio de la década previa al estallido social, lo que me parece excesivo. Si bien no es razonable volver a los niveles pre-estallido, en la medida que nuestra situación político institucional quedó dañada y que se percibe como una economía más riesgosa y que crece poco, nos parece que el castigo de nuestra moneda es excesivo.

Se debe tener en cuenta que Chile logró superar una crisis social muy compleja, dentro de la institucionalidad; que la mayoría de la población hoy se encuentra alejada de pulsiones disruptivas extremas, como lo registran las encuestas; que hemos retomado nuestros equilibrios macroeconómicos a un ritmo similar o mejor al del resto del mundo; que tenemos una reducción importante en el Déficit en Cuenta Corriente, con Importante saldo positivo en Balanza Comercial; y extraordinario nivel de los términos de intercambio, con buenas proyecciones para el precio del cobre en una perspectiva de mediano y largo plazo.

**GRAFICO N°2.1**  
**TIPO DE CAMBIO REAL**  
**(Índice 1986 = 100)**



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central de Chile y Proyección Gemines.

De darse las siguientes condiciones, estimo que el valor del dólar observado se situará entre 860 y 890 pesos de aquí a fines de año. Primero, la FED baja al menos 50 puntos adicionales su tasa rectora; el precio del Cobre se mantiene sobre 4 dólares la libra; Se registra un resultado electoral “Equilibrado” en Estados Unidos, es decir la presidencia la gana el partido opuesto al que triunfa en el congreso; Situación geopolítica mundial no empeora; Resultado electoral favorable a Centro-derecha en la elección de fines de este mes; alguna mejoría en expectativas económicas internas; nuestro Banco Central de Chile que no baja más de 50 puntos la TPM a diciembre.

De darse todo lo anterior, lo que a mi juicio tiene una probabilidad de más del 50 %, tener instalado nuestro tipo de cambio por debajo de 900 pesos en forma más sostenida parece factible.

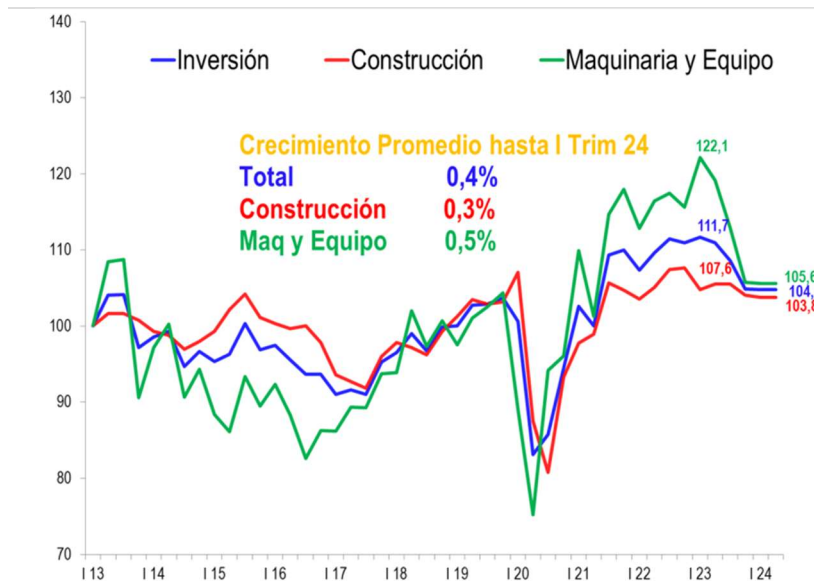
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

### 2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: RECUPERACIÓN EN CÁMARA LENTA

Si bien debería lograrse un crecimiento del orden de 2,5 % el presente año, acorde con el rango entregado por el Banco Central en su último IPOM, resulta preocupante la pobre recuperación de la demanda interna. En ella, el consumo privado crece poco, ubicándose aún muy por debajo de sus niveles máximos de hace más de dos años, mientras la inversión acumula al menos 6 trimestres consecutivos de caída.

El pobrísimo desempeño de la inversión resulta ser un factor particularmente preocupante, toda vez que hipoteca el crecimiento futuro. A los serios problemas asociados a la llamada “permisología” se agrega la incertidumbre vinculada al futuro régimen tributario o a eventuales cambios regulatorios que afecten la rentabilidad de algunas industrias (Eléctrica, salmonicultura, maderera, entre otras). A ello se agrega, además, bajas expectativas de crecimiento futuro por parte de los empresarios, lo que se ratifica con la proyección de crecimiento tendencial de apenas 1,8 % promedio anual para la próxima década. Malas expectativas de crecimiento redundan en una suerte de círculo vicioso que desincentiva la inversión y afecta de esa forma el crecimiento efectivo.

**GRAFICO N°2.2**  
**NIVEL DE LA INVERSIÓN TOTAL EN CHILE**  
(Índice I Trim 2013 = 100)

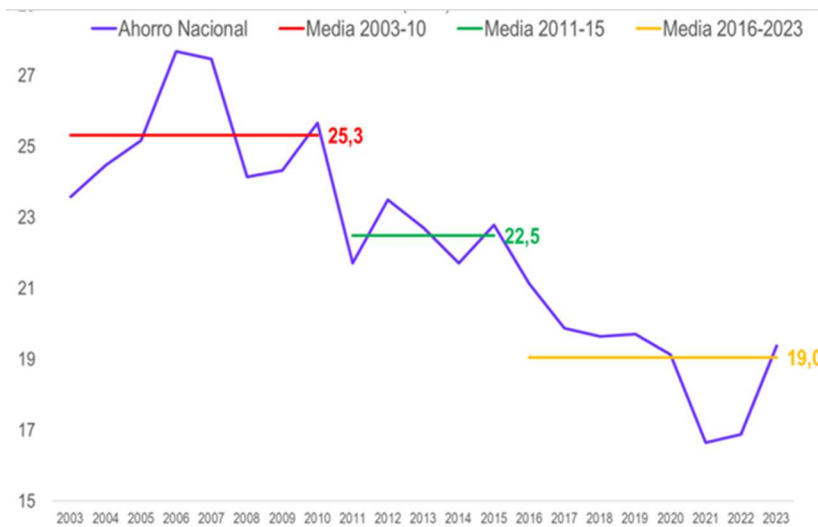


Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central de Chile.

Como se aprecia en el gráfico anterior, el crecimiento promedio anual de la inversión a lo largo de la última década alcanza a apenas un 0,4 % anual, lo que resulta completamente insuficiente si se requiere estimular un mayor ritmo de crecimiento futuro.

Ello, por lo demás es consistente con la sostenida caída que registra el ahorro nacional a lo largo de las últimas décadas, como se aprecia en el gráfico siguiente. Menos ahorro público y fuerte caída del ahorro privado, particularmente corporativo, explica el fenómeno. En esto último, los cambios tributarios que desincentivan la retención de utilidades para la reinversión, juegan un rol relevante.

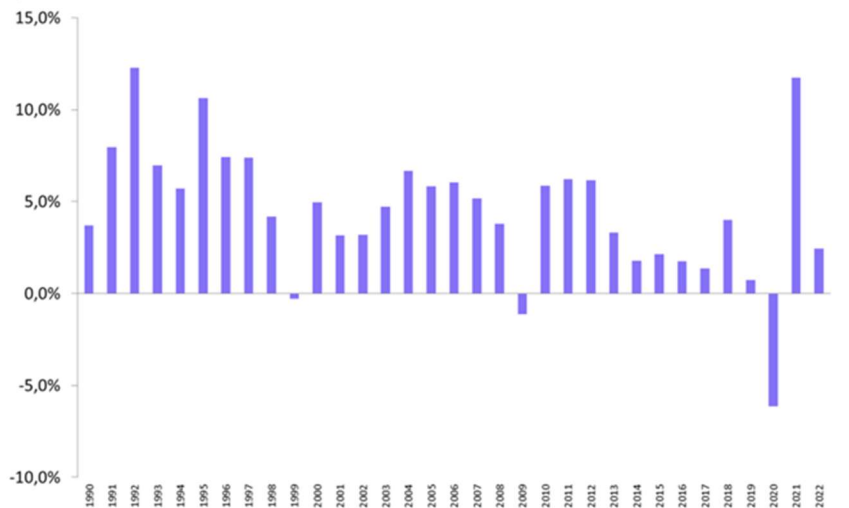
**GRAFICO N°2.3**  
**AHORRO NACIONAL 2003-2023**  
**(% del PIB)**



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central.

Lo anterior, entre otros factores, como el pésimo desempeño de la productividad y la estabilización en la tasa de participación laboral, permiten entender el declive que registra el crecimiento económico en una perspectiva de largo plazo, como se observa en el gráfico siguiente:

### GRAFICO N°2.4 TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB (%)



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central.

Esperemos que además de la crisis de seguridad, el tema del crecimiento económico se ubique como un elemento central en los programas políticos para la próxima elección presidencial. Sin crecimiento económico se acumulan demandas sociales que hacen aún más frágil e inestable nuestro sistema político.

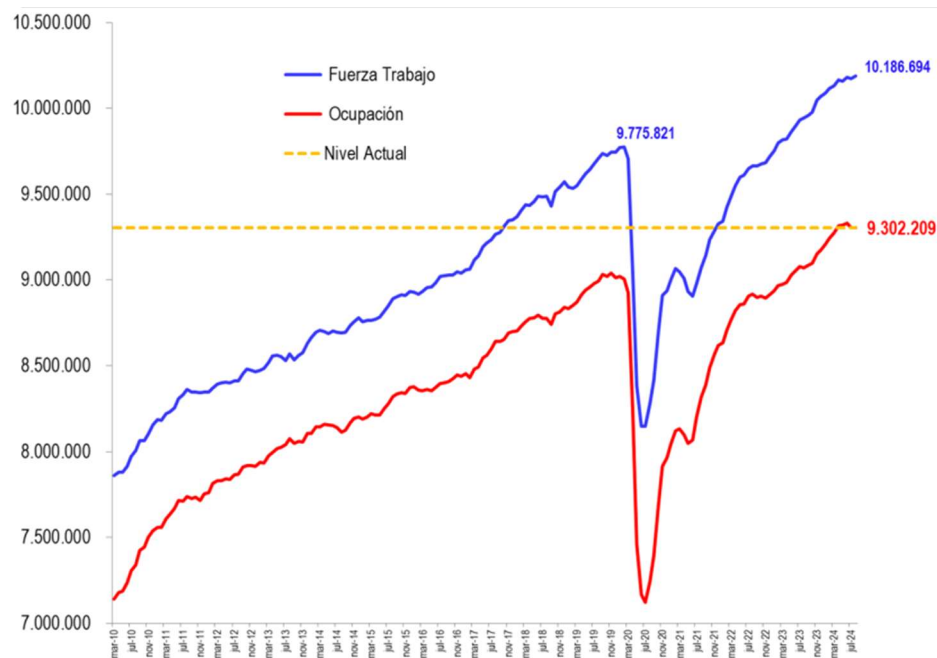
**Tomás Izquierdo Silva**  
tizquierdo@gemines.cl



## 2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: POBRE DESEMPEÑO DIFICULTA LA RECUPERACIÓN DEL CONSUMO Y LA DEMANDA INTERNA.

El efecto rezagado del ciclo económico negativo sobre el mercado laboral permite entender su deterioro a lo largo de los últimos meses. Se están destruyendo empleos en términos netos, lo que conversa por lo demás con la sostenida caída que registra la inversión. El sector inmobiliario y de la construcción se encuentra particularmente golpeado, con la inversión en el suelo, y con un impacto directo muy significativo sobre el empleo. Recordemos, además, que el sector construcción tiene un importante efecto multiplicador sobre otras tantas industrias que lo abastecen de insumos y especialidades, las que evidentemente recientes su actividad y multiplican el impacto negativo sobre el empleo.

**GRAFICO N°2.5**  
**FUERZA DE TRABAJO Y OCUPACIÓN**  
(N° de Personas, Series Desestacionalizadas)

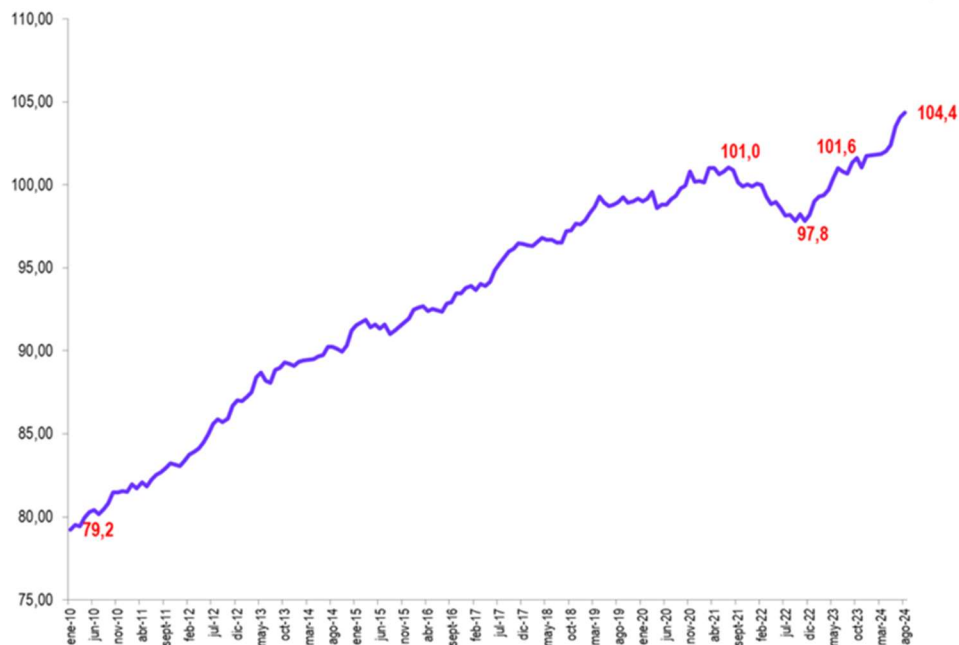


Fuente: Elaborado con cifras del INE.

Como se aprecia en el gráfico anterior, la ocupación está cayendo, en términos desestacionalizados, mientras la fuerza de trabajo tiende a estabilizarse. Junto con la destrucción de puestos de trabajo se observa un deterioro en la composición del empleo, afectado tanto por la debilidad económica en general, que normalmente incrementa la participación del empleo informal, como por el encarecimiento del empleo formal asociado al mayor salario mínimo y a la gradual reducción en el número de horas en la jornada laboral.

Con todo, las remuneraciones reales siguen subiendo, lo que contribuye a mantener un leve crecimiento en la masa salarial de la economía, factor central para sostener la recuperación del consumo.

**GRAFICO N°2.6**  
**REMUNERACIONES REALES**  
**(Índice Desestacionalizado)**



Fuente: Elaborado con cifras del INE.

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

## 2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: DIFÍCILES DECISIONES PARA EL BANCO CENTRAL.

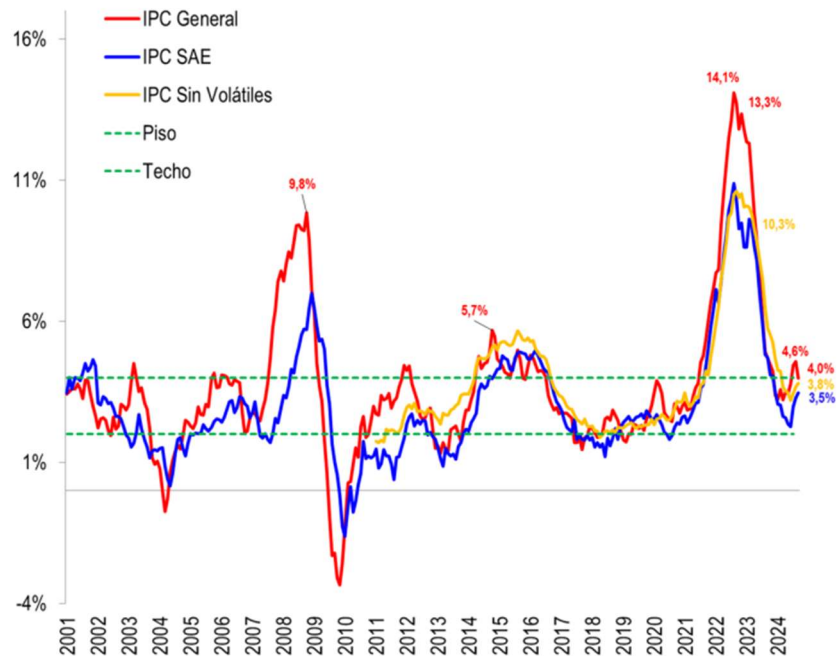
Lo hemos dicho antes, nuestro Banco Central ha mostrado un comportamiento bastante errático en su política comunicacional, lo mismo que en las proyecciones para el escenario económico futuro. Las correcciones en el comportamiento esperado de la demanda interna y su composición en el transcurso del presente año es un ejemplo evidente. Comenzó con proyecciones muy negativas en el IPOM de marzo, luego se fue a un escenario mucho más favorable en junio, y vuelve a uno bastante negativo en setiembre. De la mano de esos cambios de escenario, también ha modificado sus señales respecto al futuro de la política monetaria, lo que sin duda tiene efecto sobre los precios de la economía.

Muy distante al manejo de otros Bancos Centrales, como la FED o el Banco Central Europeo, bancos particularmente cautelosos en lo comunicacional y que hablan en función de los números conocidos y a partir, principalmente, de sus decisiones, nuestro Banco Central, con su errática comunicación, ha generado una volatilidad excesiva e innecesaria en las expectativas del mercado, afectando directamente a variables tan sensibles como el tipo de cambio. Ello, en la práctica, tiene como efecto "encarecer el ajuste", toda vez que las presiones al alza en el tipo de cambio terminan afectando, al menos en el corto plazo, el desempeño de la inflación, y por ende, obligando en alguna medida a ralentizar el proceso de relajamiento monetario.

Con todo, es evidente que un escenario de bajo dinamismo esperado para la demanda interna en los próximos trimestres, permitiría seguir realizando recortes en la Tasa de Política Monetaria en reuniones futuras, hasta converger hacia niveles neutrales, digamos en torno al 4,0 %, hacia la segunda mitad del próximo año.

La inflación se encuentra cerca del techo del rango meta, a pesar del efecto de las tarifas eléctricas, y las expectativas para el horizonte meta de 24 meses aún se encuentran ancladas al nivel objetivo.

**GRAFICO N°2.7**  
**INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE**  
**(Var % 12 Meses)**



Fuente: INE y Banco Central

En lo concreto, la velocidad del avance en sucesivos recortes en la TPM estará determinada por el comportamiento combinado de varios factores. Entre los más relevantes, los resultados de inflación en los próximos meses (recordemos que octubre recogería el efecto de una nueva alza en tarifas eléctricas); la evolución de las expectativas inflacionarias en el horizonte meta; las cifras que vayamos conociendo de actividad y empleo; la trayectoria de los precios externos (particularmente del petróleo); la evolución del Tipo de Cambio y sus fundamentos, siendo particularmente relevante la trayectoria de la propia tasa de política monetaria en Estados Unidos.

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