



INFORME GEMINES N°551

AGOSTO 2026

COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

Marcela Ruiz-Tagle O.

ÍNDICE

ÍNDICE.....	2
DESTACAMOS	3
1.- PANORAMA GENERAL: ¿Y AHORA QUÉ?	5
2.- TEMA ESPECIAL: SE CONFIRMA ESCENARIO FISCAL DE MEDIANO PLAZO COMPLICADO	8
3.- COYUNTURA NACIONAL.....	13
3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: LENTO AVANCE HACIA EL EQUILIBRIO	13
3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: ¿PUNTO DE INFLEXIÓN?.....	15
3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: UN PROBLEMA DESAFIANTE	16
3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: UNA GOLONDRINA NO HACE VERANO	19

INFORME GEMINES

Nº551

DESTACAMOS

Panorama General

- Considerando la aprobación de la Ley de reconstrucción, ¿qué viene ahora? ¿Una recuperación dinámica, anticipada por el buen resultado del IMACEC de junio? La respuesta depende, en buena medida de algo que no controlamos ni influimos: el desenlace (suponiendo que lo hay este año) del conflicto en el Golfo Pérsico. Pero incluso en un escenario favorable relativo a este conflicto llegar a un crecimiento de 1,8% como es la proyección oficial del gobierno para este año es casi imposible. Mi proyección actual de 1,2%, por ejemplo, requiere de una dosis de optimismo importante, (Pág. Nº5).
- No deberíamos sorprendernos si el IMACEC (PIB) este año crece menos de 1,2% o, incluso, menos de 1,0%, lo que igualmente representaría una mejora relevante respecto del primer semestre, (Pág. Nº6).
- Cabe preguntarse si la LdeR es suficiente para gatillar un dinamismo importante en la economía que la lleve a acelerar su velocidad de expansión en 2027 y en los años siguientes, por ejemplo, en un punto adicional como proyecta el Informe de Finanzas Públicas del 2º Trimestre (ver tema especial). La respuesta es que sí debería haber un impacto positivo de la LdeR en los próximos años, aunque cuan relevante sea este efecto dependerá de su aterrizaje en la práctica, especialmente en lo relativo a la permisología, (Pág. Nº6).
- En el largo plazo, lo único (casi) que importa es la productividad y es aquí donde la tarea es más difícil y de largo aliento porque requiere mejorar el sistema educacional y de capacitación. En un país que envejece rápidamente y cuya población se estanca o cae, crecer al 3% de forma sostenida solo es posible con incrementos constantes y equivalentes en la productividad, (Pág. Nº6).

Tema Especial

- Para el período 2027-2030 el panorama que presenta el IFP2-26 es aparentemente estrecho pero consistente con una reducción sostenida del BCA. En la práctica, lo más probable es que suceda lo mismo que en la última década (o más), en que los objetivos presupuestarios auto impuestos simplemente no se cumplen. Sin considerar los efectos de la Ley de Reconstrucción (LdeR), (Pág. Nº8).
- La deuda de las empresas públicas alcanzó a US\$37.924 millones a fines de 2025 según información oficial de la DIPRES, lo que equivale a 10,6% del PIB, porcentaje que no ha cesado de crecer desde 2008. Si bien esta no es deuda del Estado de Chile y sólo US\$8.276 millones (2,2% del PIB) de este total están avalados por el Estado y, por lo tanto, es eventualmente responsable de su pago, es difícil de creer que, si alguna empresa estatal se ve en dificultades para servir su deuda, el Estado chileno renunciará a respaldarla. Es decir, es razonable suponer que hay un aval implícito del Estado sobre esta deuda que, además, crece a un ritmo vertiginoso: 6,8% anual en el gobierno anterior, 4,9% en el de Piñera II y 4,6% anual en el de Bachelet II, (Pág. Nº10).

- Si la experiencia histórica se tiene presente, lo más probable es que la deuda siga creciendo y/o que la inversión pública no se recupere y la deuda de las empresas públicas siga creciendo rápidamente, en parte para financiar la transferencia de utilidades al Fisco. El incumplimiento, en el pasado, persistente de las metas fiscales autoimpuestas y la preferencia del actual gobierno por privilegiar la reducción en el tamaño del Estado por sobre el equilibrio fiscal hacen dudar que esta vez será diferente. El tiempo dirá, (Pág. N°12).

Coyuntura Nacional

- En nuestro escenario base, hay espacio para un importante ajuste adicional a la baja en el nivel del tipo de cambio. ¿Cuánto? Bajo 900 pesos por dólar. ¿Cuándo? Hacia fines de año, aunque puede ser antes, (Pág. N°13).
- Aunque algo mejor, el resultado del IMACEC de junio no garantiza un cambio relevante en la tendencia de la actividad interna. Todo indica que, en el año como un todo, el crecimiento superará a penas el 1,0 %, (Pág. N°15).
- La crisis que registra el mercado laboral, con alta tasa de desocupación y precarización en la calidad del trabajo, requiere una agenda de cambios regulatorios que permitan flexibilizar el mercado laboral, (Pág. N°16).
- Todo sugiere que nuestra autoridad monetaria tiene que ser extraordinariamente cautelosa en el manejo de la política monetaria. Puede que no sea por ahora evidente la necesidad de hacerla más restrictiva, pero lo que sí es seguro es que sería tremendamente irresponsable hacerla más laxa, (Pág. N°19).

1.- PANORAMA GENERAL: ¿Y AHORA QUÉ?

Se aprobó la Ley de Reconstrucción (LdeR) y los vetos supresivos, quedando pendiente la decisión del Tribunal Constitucional (TC) sobre la invariabilidad tributaria. Cualquiera sea el resultado final en el TC, la aprobación de la LdeR es un hito relevante y un triunfo significativo para el gobierno que, sin tener mayoría en el Congreso, enfrentaba un escenario complejo cuando se presentó el proyecto. Además, se logró la aprobación en un plazo bastante corto, no muy diferente al deseado por el ministro Quiroz.

Hasta aquí todo bien, pero ahora viene lo verdaderamente difícil: que los efectos de la LdeR estén a la altura de las expectativas que ha generado el propio Quiroz, que el deterioro adicional que la ley producirá en las cuentas fiscales no le impida, como mínimo, cumplir las metas comprometidas y que no ocurran imprevistos, internos o globales, que eviten que las expectativas se hagan realidad. Esto puede servir para dar explicaciones de por qué no se cumplieron las expectativas, pero no para impedir una nueva frustración en la ciudadanía, que le dará un voto de castigo a los partidos de gobierno en 2029. En su irritación, el país puede decidir experimentar, ahora sí, con propuestas populistas de extrema derecha, populistas a secas o reincidir en las de extrema izquierda. De la dirección en que estén soplando los vientos internacionales dependerá, en parte, hacia donde decanta el resultado. Pero para esto faltan casi 3 años y medio.

¿Pero qué viene ahora? ¿Una recuperación dinámica, anticipada por el buen resultado del IMACEC de junio? La respuesta depende, en buena medida de algo que no controlamos ni influimos: el desenlace (suponiendo que lo hay este año) del conflicto en el Golfo Pérsico. Pero incluso en un escenario favorable relativo a este conflicto llegar a un crecimiento de 1,8% como es la proyección oficial del gobierno para este año es casi imposible. Mi proyección actual de 1,2%, por ejemplo, requiere de una dosis de optimismo importante.

En primer lugar, es necesario que el crecimiento del segundo semestre respecto del primero, calculado con cifras desestacionalizadas, sea de 4,9% anualizado, lo que parece bastante extraordinario cuando se compara con el crecimiento nulo del primer semestre respecto del segundo del año pasado calculado de la misma manera. No es imposible, desde luego, pero hay que aceptar que luce bastante improbable y no hay razones que permitan explicar un cambio favorable tan drástico en tan poco tiempo. Desde luego, incluso si el conflicto del Golfo Pérsico concluyera ahora (mediados de agosto) se requeriría, por ejemplo, un improbable efecto positivo inmediato de la LdeR, el que, en el mejor de los casos, se dará gradualmente y tendrá su impacto pleno en 2027-2028 en el escenario más favorable.

Adicionalmente, es necesario que el IMACEC pase de estar 2,1% por debajo de su tendencia reciente a estar en ella a fin de año, lo que refuerza la improbabilidad de este resultado. Dicho de otra manera, no deberíamos sorprendernos si el IMACEC (PIB) este año crece menos de 1,2% o, incluso, menos de 1,0%, lo que igualmente representaría una mejora relevante respecto del primer semestre.

En segundo lugar, cabe preguntarse si la LdeR es suficiente para gatillar un dinamismo importante en la economía que la lleve a acelerar su velocidad de expansión en 2027 y en los años siguientes, por ejemplo, en un punto adicional como proyecta el Informe de Finanzas Públicas del 2º Trimestre (ver tema especial). La respuesta es que sí debería haber un impacto positivo de la LdeR en los próximos años, aunque cuan relevante sea este efecto dependerá de su aterrizaje en la práctica, especialmente en lo relativo a la permisología más que por la rebaja de impuestos, reintegración del sistema y, eventualmente, invariabilidad tributaria. Hay que recordar que esta economía es diferente a la de 2014 en muchos aspectos.

Por último, los resultados que se obtengan, en el corto plazo, van a depender de que mejoren las expectativas, de que se logre impulsar la reactivación del sector de la construcción y del mercado laboral, para el que se requieren medidas específicas de flexibilización que van a ser rechazadas de manera absoluta por la oposición, toda vez que tienen que orientarse a bajar el costo de contratar y de despedir y a poder utilizar de manera más flexible la mano de obra. Es la única manera de formalizar el empleo y hacer más atractiva la contratación de trabajadores. En el largo plazo, finalmente, lo único (casi) que importa es la productividad y es aquí donde la tarea es más difícil y de largo aliento. Lograr cambios significativos y sostenidos en la productividad requiere mejorar el sistema educacional y de capacitación. En un país que envejece rápidamente y cuya población se estanca o cae, crecer al 3% de forma sostenida solo es posible con incrementos constantes y equivalentes en la productividad.

Por otro lado, arreglar la situación fiscal, con un país, como ya se dijo, que envejece y cuya población, en el mejor de los casos no crece y, por lo tanto, con un gasto en salud y pensiones estatales que aumenta rápidamente (y ojalá, también, recuperando la inversión pública), solo será viable aumentando la carga tributaria. Esto sólo es viable no con la ilusión de que a los "ricos" se le puede cargar más la mano, sino cobrándole a todos más impuestos, como inevitablemente sucede en los países que garantizan salud y pensiones (y educación) a sus ciudadanos. La alternativa es que cada uno se arregle como pueda, pero, probablemente, en ese caso lo que no sería viable es el país. La opción de los déficits permanentes y la deuda que crece para siempre como porcentaje del PIB tampoco es sostenible por mucho tiempo. Y esto sin entrar a detallar la situación y perspectivas de CODELCO (algo más en el tema especial) y su relación con la situación fiscal.

En el escenario descrito, entonces, es importante que mejoren luego las expectativas lo que puede lograrse con un poco de suerte. Si el conflicto entre Irán y Estados Unidos se resuelve y el precio de la energía (y la inflación) se reduce, el crecimiento se recupera y se toman medidas que no solo conduzcan a reducir el stock de viviendas no vendidas sino a que la construcción se reactive, será posible iniciar un círculo virtuoso que, al menos estabilizará el mercado laboral hasta que se aprueben medidas que lo flexibilicen y que permitiría un crecimiento claramente más rápido hasta 2028-2029. Si además se aprueban propuestas que tengan efecto en la productividad, será posible sostener el ciclo de expansión de la economía por más tiempo. Desde esta perspectiva, entonces, la aprobación de la LdeR es solo un primer paso de varios necesarios para lograr el objetivo de acelerar el crecimiento permanentemente.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

2.- TEMA ESPECIAL: SE CONFIRMA ESCENARIO FISCAL DE MEDIANO PLAZO COMPLICADO

El Informe de Finanzas Públicas del 2 trimestre (IFP2-26) publicado el 14 de julio pasado ya no trae las sorpresas del anterior, que incorporó los ajustes de la transición de un gobierno al siguiente, pero sí ratifica el ajustado panorama fiscal para el presente año y los cuatro próximos.

En el caso de este año, con supuestos optimistas de crecimiento (1,8%) y de ingresos fiscales (7,4%) el déficit efectivo se reduciría de 2,4% del PIB a 2,0% respecto del IFP1-26, al tiempo que el cíclicamente ajustado (BCA) bajaría de 2,8% a 2,4% (Cuadro N°1). Además, la deuda bruta terminaría el año en 42,7% del PIB en vez de 43,1%. La información disponible a junio sobre la ejecución presupuestaria indica que los ingresos han crecido 5,5% en los primeros seis meses del año en términos reales al tiempo que el gasto lo ha hecho a un ritmo de 1,0% en el mismo período. En este lapso se constata que la variable de ajuste, lo mismo que en los últimos diez años, es la inversión pública y no el gasto corriente, políticamente mucho más sensible, pero que se traduce en un problema de largo plazo que afecta la productividad y el crecimiento sostenible del país. No es el tipo de recortes que uno quisiera ver en el presupuesto.

CUADRO N°1
Balances del Gobierno Central Total 2026
(Millones de pesos 2026 y % del PIB⁽¹⁾)

	IFP 1T26 ⁽²⁾		IFP 2T26	
	MM\$	% del PIB	MM\$	% del PIB
(1) Ingresos efectivos	78.814.783	21,7	79.691.672	21,9
(2) Ingresos cíclicamente ajustados	77.280.178	21,2	77.470.122	21,3
(3) Gastos	87.550.259	24,1	86.943.684	23,9
(1) - (3) Balance efectivo	-8.735.476	-2,4	-7.252.012	-2,0
(2) - (3) Balance cíclicamente ajustado	-10.270.082	-2,8	-9.473.562	-2,6

(1) PIB proyectado en cada informe.

(2) Incorpora cambios metodológicos. Los resultados del IFP 1T26, con la metodología anterior, corresponden a un déficit estructural de \$13.366.714 millones (3,7% del PIB).

(p)Proyección

Fuente: Dipres

Para el período 2027-2030 el panorama que presenta el IFP2-26 es aparentemente estrecho pero consistente con una reducción sostenida del BCA. En la práctica, lo más probable es que suceda lo mismo que en la última década (o más), en que los objetivos presupuestarios auto impuestos simplemente no se cumplen. Sin considerar los efectos de la Ley de Reconstrucción (LdeR), que veremos luego, el crecimiento previsto se mantiene en torno al tendencial calculado por el Comité de Expertos.

El crecimiento promedio del período, con una distribución ligeramente diferente, se mantiene en 2,3% y la única diferencia relevante es en el precio efectivo del cobre que sube de US\$5,04 a US\$5,44 en promedio para los cuatro años y que parece más que razonable o, incluso, conservador. El precio de largo plazo del cobre, por otro lado, se mantiene en US\$4,38 hasta que sea revisado por los expertos para la elaboración del presupuesto de 2027 y que, al subir, seguramente en torno a US\$1 la libra respecto al nivel actual ayudaría marginalmente al cumplimiento de las metas de BCA, bajo el supuesto que el mayor precio de tendencia se mantiene por los cuatro años. El Cuadro N°2 resume las proyecciones para el período 2027-30 y se agregan las cifras de este año para facilitar la comparación.

CUADRO N°2
Balances del Gobierno Central Total 2027-2030 (p)
(Millones de pesos 2026 y % del PIB)

	2026	2027	2028	2029	2030
(1) Ingresos efectivos	79.691.672	81.922.812	82.493.332	84.109.177	85.797.682
Variación % ingresos	7,4	2,8	0,7	2,0	2,0
(2) Gastos comprometidos	86.943.684	87.526.405	89.127.351	90.295.937	90.840.240
Variación % gastos	2,2	0,7	1,8	1,3	0,6
(3) Ingresos cíclicamente ajustados	77.470.122	79.622.861	80.722.603	82.488.761	84.396.668
(4) Meta BCA (% del PIB)	-2,6	-1,8	-1,7	-1,6	-1,5
(5) Nivel de gasto compatible con meta	86.943.684	86.280.321	87.104.942	88.601.499	90.231.829
Variación % gastos	2,2	-0,8	1,0	1,7	1,8
(6) Diferencia gasto / Holgura (5)-(2)	0	-1.246.084	-2.022.409	-1.694.438	-608.411
(7) Diferencia gasto (MMUS\$)	0	-1.425	-2.389	-2.061	-763
(8) Diferencia gasto (% del PIB)	0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,2
(9) Balance efectivo compatible con meta (1)-(5) (% del PIB)	-2,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
META FISCAL GOBIERNO 2026-30	-2,6	-1,8	-1,7	-1,6	-1,5

(p)Proyección

Fuente: Dipres

Como se puede observar en el Cuadro N°2, la proyección de ingresos muestra un crecimiento modesto inferior al 2% promedio en el período 2027-30, mientras los gastos comprometidos crecen a una tasa promedio algo superior a 1% que es bastante baja. Sin embargo, esto no es suficiente para cumplir con la meta fiscal del gobierno que pretende reducir el déficit del BCA desde 2,6% este año a 1,5% en 2030 y se requiere reducir el gasto efectivo en 0,3%-0,4% por año para alcanzarla, algo que no es fácil considerando que se trata de recortar gastos que están comprometidos y que, además, suben todo el tiempo, como ocurre entre el primer y segundo IFP del año, separados por solo tres meses, en que estos gastos se incrementan en 0,2% por año.

Una mirada complaciente respecto de estas proyecciones concluiría que el déficit fiscal se reduciría en términos estructurales, aunque se mantendría en términos efectivos. Sin embargo, esta evolución de las variables fiscales se traduce en crecimiento constante de la deuda pública bruta como porcentaje del PIB (Cuadro N°3).

CUADRO N°3

Posición Financiera Neta del Gobierno Total, Cierre 2027-2030 (p)
(millones US\$ al 31 de diciembre de cada año y % del PIB)

	IFP 2T26		2027		2028		2029		2030	
	MMUS\$	% del PIB	MMUS\$	% del PIB	MMUS\$	% del PIB	MMUS\$	% del PIB	MMUS\$	% del PIB
Activos del tesoro público	16.065	4,0	16.087	3,8	15.975	3,6	15.840	3,4	15.707	3,2
Deuda bruta	171.429	42,7	184.645	43,5	197.555	44,5	210.355	45,3	221.750	45,5
Posición financiera neta	-155.364	-38,7	-168.557	-39,7	-181.580	-40,9	-194.514	-41,9	-206.043	-42,3

(p)Proyección

Fuente: Dipres

En efecto, la deuda pasaría de un 42,7% del PIB en 2026 a un 45,5% en 2030, superándose el límite prudencial de 45% a partir de 2029, algo que resulta extremadamente preocupante, sobre todo, si se considera que, si se repite la historia de los últimos años, la realidad fiscal será peor que las proyecciones.

Hasta aquí el panorama fiscal es suficientemente malo como para justificar preocuparse. Si bien las proyecciones apuntan a una reducción del déficit estructural, solo se estabilizaría el efectivo y la deuda sigue subiendo. Además, es probable que los esfuerzos de control de gasto sigan concentrándose en la inversión pública, con efectos negativos de largo plazo. Pero esto no es todo. Es sabido que la “foto” fiscal históricamente se ha mejorado retirando la mayor parte de las utilidades que generan las empresas públicas (de las que generan utilidades), especialmente de CODELCO y que, en consecuencia, deben endeudarse para financiar sus inversiones. Esto se refleja en que la deuda de las empresas públicas ya sea porque entregan sus utilidades al Fisco o porque tienen pérdidas y necesitan financiarse, ha crecido a tasas extremadamente elevadas. El anuncio de que, este año, CODELCO podrá retener el 100% de sus utilidades es positivo pero insuficiente, no solo porque son principalmente de papel, sin afectar el flujo de caja, como porque esta política debería mantenerse en el tiempo, afectando negativamente el financiamiento del Fisco cuando lo necesita urgentemente.

La deuda de las empresas públicas alcanzó a US\$37.924 millones a fines de 2025 según información oficial de la DIPRES, lo que equivale a 10,6% del PIB, porcentaje que no ha cesado de crecer desde 2008. Si bien esta no es deuda del Estado de Chile y sólo US\$8.276 millones (2,2% del PIB) de este total están avalados por el Estado y, por lo tanto, es eventualmente responsable de su pago, es difícil de creer que, si alguna empresa estatal se ve en dificultades para servir su deuda, el Estado chileno renunciará a respaldarla. Es decir, es razonable suponer que hay un aval implícito del Estado sobre esta deuda que, además, crece a un ritmo vertiginoso: 6,8% anual en el gobierno anterior, 4,9% en el de Piñera II y 4,6% anual en el de Bachelet II.

En el IFP2-26 también se presenta un análisis de la aprobación de la Ley de Reconstrucción (LdeR), sobre las variables macroeconómicas y fiscales utilizando para ello la versión que fue aprobada en el Senado.

Las estimaciones apuntan a que el crecimiento aumentaría en el período 2027-30 en 1 punto porcentual en promedio respecto del escenario sin LdeR aprobada, y especialmente evidente en el caso de la inversión, con un promedio de aumento de 2,7 puntos porcentuales en el mismo período. Estas estimaciones parecen razonables en el sentido que no parecen ser exageradamente favorables y podrían cumplirse sin muchas dificultades si es que la permisología logra controlarse de la manera esperada y no hay shocks adversos que afecten al país.

Las estimaciones realizadas muestran que el déficit efectivo se mantiene en 2027-28 y baja en 2029-2030 en el caso de incorporar los efectos de la LdeR (Cuadro N°4). En el caso del BCA, este sería más elevado en todo el periodo, 2027-2030 con los efectos de la LdeR.

CUADRO N°4
Balances y Holguras Fiscales 2026-2030 con PDL Reconstrucción + Otras Medidas
(% del PIB ⁽¹⁾)

	2026		2027		2028		2029		2030	
	Base	Alt	Base	Alt	Base	Alt	Base	Alt	Base	Alt
Ingresos efectivos	21,9	21,9	22,1	22,0	22,0	21,6	22,0	21,7	22,1	21,8
Ingresos estructurales	21,3	21,3	21,5	21,2	21,5	20,8	21,6	20,6	21,7	20,5
Gasto comprometido	23,9	23,9	23,7	23,5	23,7	23,5	23,6	23,1	23,4	22,6
Balance Efectivo	-2,0	-2,0	-1,5	-1,5	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,3	-0,9
Balance Estructural	-2,6	-2,6	-2,1	-2,4	-2,2	-2,6	-2,0	-2,5	-1,7	-2,1
Meta BCA	-2,6		-1,8		-1,7		-1,6		-1,5	
Gasto compatible con meta	23,9	23,9	23,3	23,0	23,2	22,5	23,2	22,2	23,2	22,0
Holgura	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,5	-0,9	-0,4	-0,9	-0,2	-0,6

(1) Cada escenario se calcula como porcentaje de su propio PIB.

Fuente: Dipres

El efecto sobre la evolución de la deuda pública bruta de los distintos escenarios se muestra en el Cuadro N°5. Aquí se consideran cuatro escenarios alternativos. Los dos primeros están referidos a la situación sin LdeR. En el primero se supone que se cumple el objetivo de gasto compatible con la meta oficial. En este caso la deuda sube todos los años hasta llegar a 44,1% del PIB en 2030. El segundo escenario es el base ya exhibido en el Cuadro N°3 calculado con la ejecución del gasto comprometido. En este caso la deuda sube hasta 45,5% del PIB en 2030. La línea "efecto balance" recoge el efecto de la diferencia entre el gasto comprometido y el consistente con la meta de BCA.

Los escenarios con la LdeR están en la parte inferior del cuadro. En el primer caso (deuda bruta, escenario alternativo), que utiliza el gasto comprometido se traduce en un aumento de la deuda bruta hasta 44,2% en 2029 y una reducción a 43,6% en 2030. Finalmente, el escenario en que se utiliza el gasto compatible con la meta de BCA, la deuda se mantiene estable hasta 2028, bajando a 41,9% del PIB en 2029 y a 40,7% en 2030.

CUADRO N°5
Stock de Deuda Bruta 2026-2030 (p)
Descomposición Diferencias Escenario Base-Escenario Alternativo
(% del PIB)

	2026	2027	2028	2029	2030
Deuda bruta (esc. base con meta)	42,7	43,2	43,7	44,0	44,1
<i>Efecto Balance ⁽¹⁾</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,9</i>	<i>1,3</i>	<i>1,4</i>
Deuda bruta (esc. base)	42,7	43,5	44,5	45,3	45,5
<i>Efecto PIB nominal ⁽²⁾</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,4</i>
<i>Efecto Balance ⁽³⁾</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,5</i>
Deuda bruta (esc. alt.)	42,7	43,2	44,1	44,2	43,6
<i>Efecto Balance ⁽⁴⁾</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,5</i>	<i>-2,3</i>	<i>-2,8</i>
Deuda bruta (esc. alt. con meta)	42,7	42,6	42,6	41,9	40,7

Notas: (1) Cálculo utiliza el gasto comprometido del escenario base en lugar del compatible con meta. (2) Mayor crecimiento de la actividad en el escenario alternativo producto del proyecto de ley para la Reconstrucción Nacional y Desarrollo Económico y Social, y otras medidas. (3) Cálculo utiliza el déficit efectivo del escenario alternativo (4) Cálculo utiliza el gasto compatible con meta del escenario alternativo en lugar del comprometido.

Fuente: Dipres

Sabemos que la LdeR está aprobada en los términos en que salió del Senado y, por lo tanto, estas proyecciones de la DIPRES representan la mejor estimación de su efecto sobre la economía, específicamente sobre las cuentas públicas. Solo en el escenario más favorable, la deuda pública exhibe una tendencia modestamente declinante, al tiempo que en todos los otros escenarios considerados la deuda sube como porcentaje del PIB, también moderadamente. Si la experiencia histórica se tiene presente, lo más probable es que la deuda siga creciendo y/o que la inversión pública no se recupere y la deuda de las empresas públicas siga creciendo rápidamente, en parte para financiar la transferencia de utilidades al Fisco. El incumplimiento persistente, en el pasado, de las metas fiscales autoimpuestas y la preferencia del actual gobierno por privilegiar la reducción en el tamaño del Estado por sobre el equilibrio fiscal hacen dudar que esta vez será diferente. El tiempo dirá.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

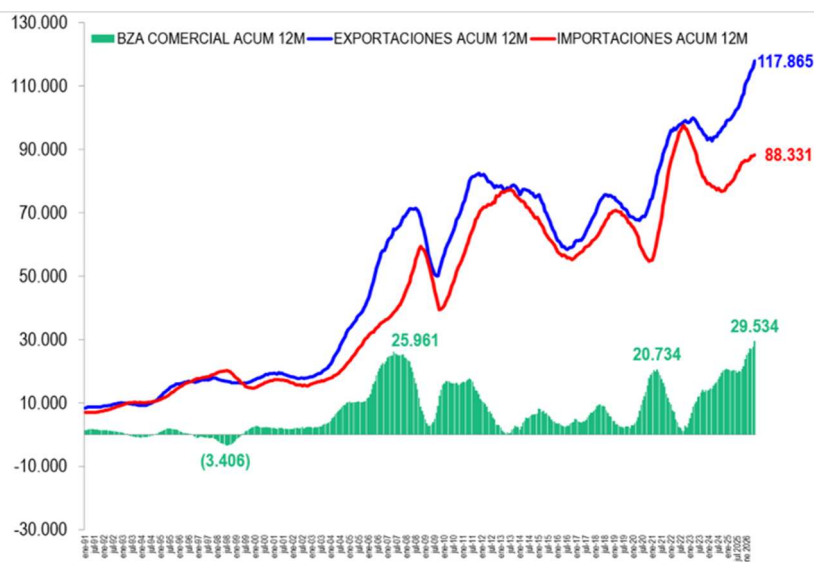
3.- COYUNTURA NACIONAL

3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: LENTO AVANCE HACIA EL EQUILIBRIO

El peso chileno ha sido una de las monedas latinoamericanas más castigadas desde el inicio de la guerra en Irán. Razones, por sobre la más importante, común con otras monedas, referida a la apreciación del dólar a nivel global, en nuestro caso se suman varios factores.

El más importante es el bajo nivel relativo de nuestras tasas de interés en relación con otras economías emergentes e incluso respecto de algunas desarrolladas. Ello ha estimulado el llamado carry trade, usando el financiamiento barato en Chile para ir a colocar fondos en otras economías con tasas libres de riesgo más altas. Se agrega un clima económico interno aún bastante deteriorado, con expectativas económicas, tanto de empresas como de hogares, en niveles particularmente negativos. Ello en parte sustentado por el mal desempeño de la actividad en el primer semestre, tanto en consumo como principalmente en inversión, y una percepción de que el panorama político no permitiría enmendar el rumbo aprobando iniciativas pro crecimiento.

GRÁFICO N°3.1
BALANZA COMERCIAL
(US\$ MILES, PROMEDIO MÓVIL 12 MESES)



Fuente: Banco Central de Chile

La buena noticia es que, a lo largo de los próximos meses, en nuestro escenario base, los elementos que han castigado a nuestra moneda deberían ir revirtiéndose. En Estados Unidos se anticipan ahora menos alzas en la tasa de fondos federales para los próximos trimestres, y más aplazadas, mientras en Chile, la última encuesta de operadores financieros apunta a que no habrá recortes en nuestra TPM al menos en lo que resta de este año y bien avanzado el próximo.

Se agrega el que los números de actividad interna deberían mantenerse en azul, y que la aprobación del proyecto de reconstrucción, aunque no fuera completo (no conocemos todavía el fallo del tribunal constitucional respecto a 4 iniciativas), se promulgará pronto en sus principales contenidos. El discurso del gobierno comienza a ser más positivo, se han aprobado medidas que favorecen al sector construcción (Exención transitoria del IVA, Fogaes II de subsidio a la tasa hipotecaria), todos elementos que, sin poder anticipar con qué intensidad, contribuirán a una gradual recuperación de expectativas.

Por último, todo lo anterior se da en un contexto muy favorable para nuestras cuentas externas, con precio del cobre en niveles récord, Términos de Intercambio (Relación precios de exportación/importación) también en niveles récord, abultado superávit comercial acumulado anual, (de hecho, máximo histórico), y bajo déficit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos.

En suma, todo apunta, salvo un cambio brusco y negativo en el escenario externo, a que hay espacio para que el tipo de cambio siga ajustándose a la baja. ¿Cuánto? ¿Cuándo? En el escenario base, hacia fines de año, y quizás antes, debería situarse claramente por debajo de los 900 pesos, lo que a nuestro juicio es un movimiento acorde con nuestros sólidos fundamentos.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

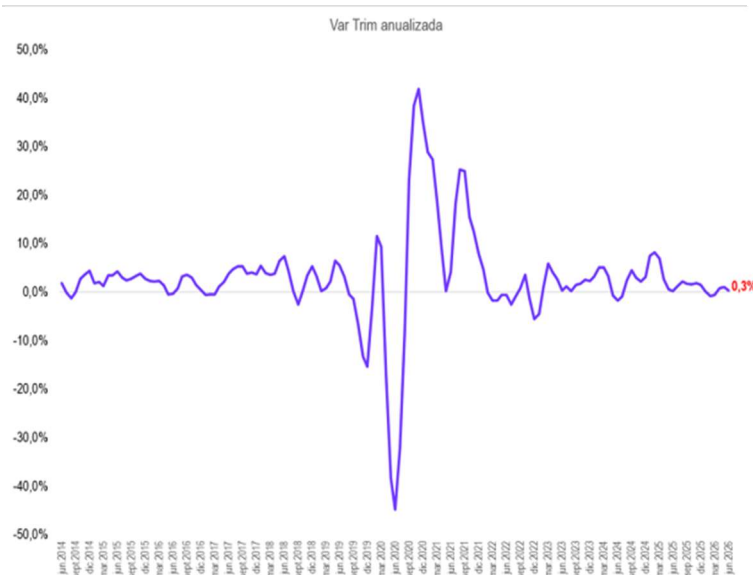
3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: ¿PUNTO DE INFLEXIÓN?

Luego de 5 meses con variaciones negativas, el IMACEC de junio fue finalmente positivo, tal cual lo había anticipado la autoridad de Hacienda. ¿Significa esto un punto de inflexión positiva para la actividad? La respuesta no es obvia, toda vez que, tras el bien recibido resultado de junio, hay factores que no necesariamente deben leerse como un cambio de tendencia.

Primero, la minería hizo un aporte muy significativo, con una expansión de 9,8 % en doce meses, gracias en parte a una pobre base de comparación. Por el contrario, la producción manufacturera se contrajo, por sexto mes consecutivo, con una caída de 0,7 % en doce meses. Sorprendieron positivamente, sin embargo, el crecimiento en doce meses del Comercio y la producción de bienes, con variaciones en doce meses de 5,4 y 3,9 %, respectivamente.

Para evaluar una aparente recuperación, resulta relevante revisar el comportamiento "en la punta", es decir, la variación con respecto al mes inmediatamente anterior, en una serie desestacionalizada. El IMACEC No Minero, en general más estable al descontar la actividad minera que es muy volátil, registró un crecimiento de sólo 0,1 % respecto al mes anterior, en serie desestacionalizada, lo que significa un ritmo de crecimiento anual de 1,2 %. Con todo, si observamos la tendencia reciente, tomando un trimestre móvil y comparando con el anterior, su crecimiento en la punta, en base anual, fue de sólo 0,3 %, tal cual se observa en el gráfico siguiente, lo que significa una desaceleración respecto de meses anteriores.

GRÁFICO N°3.2
IMACEC NO MINERO DESESTACIONALIZADO
(Var C/R a Trim Anterior, Anualizada)



Fuente: Elaborado con Cifras del Banco Central

En el segundo semestre veremos cifras mejores a las observadas en la primera mitad del año, en parte por una base de comparación menos exigente y en parte por alguna recuperación efectiva en la tendencia. Podríamos esperar que el desempeño en el cuarto trimestre sea mejor que en el tercero, y que cerremos el año completo con un crecimiento levemente mayor al 1,0 %.

Lo anterior será mejor en la medida que se estabilice el precio de los combustibles, que el precio del cobre se mantenga alto y, muy importante, que las expectativas económicas internas, tanto de empresas como de hogares, reviertan su tendencia negativa y mejoren en lo que queda del año.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

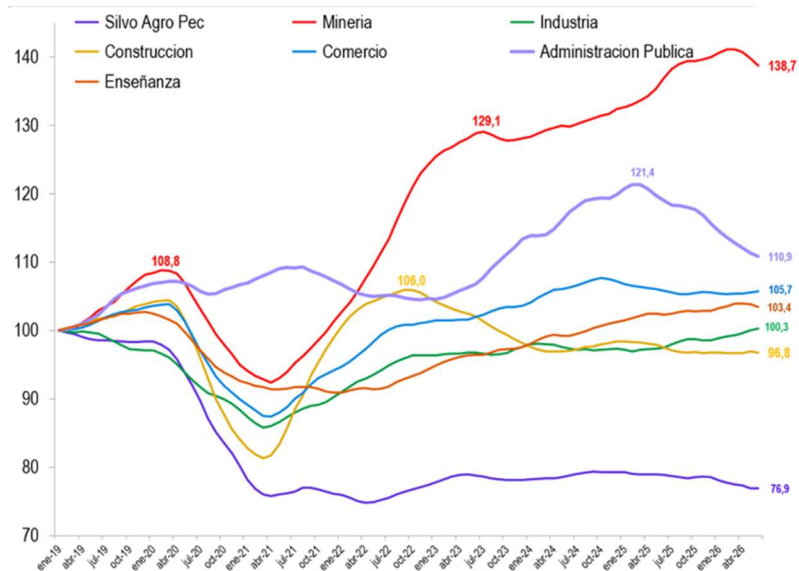
3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: UN PROBLEMA DESAFIANTE

Es bueno al menos constatar, que el diagnóstico de que nuestra economía sufre una seria crisis en su mercado laboral, es ahora ampliamente compartido, no sólo a nivel técnico, sino también en el mundo político. Es el primer paso para comenzar a ocuparse del problema, lo que conlleva lograr consensuar importantes cambios a nivel regulatorio.

Lo venimos diciendo insistentemente a lo largo de los últimos 3 años, el encarecimiento del mercado laboral, muy por sobre el crecimiento de la productividad, nos ha llevado a un fuerte incremento en la tasa de desocupación, junto con una precarización en la calidad del empleo, con el formal cayendo y el informal creciendo.

Un estudio del Banco Central (Lerner 2024) mostró cómo dicho encarecimiento relativo de la mano de obra había sesgado la relación capital trabajo hacia el primer factor, en una serie de industrias evaluadas. El sustento es muy simple, un mercado laboral rígido, más caro, promueve el reemplazo de la mano de obra por maquinaria y nuevas tecnologías. En el gráfico siguiente se observa cómo ha disminuido el empleo en varios sectores de la economía desde 2019, o cómo ha crecido claramente menos que su producción respectiva. El caso más extremo es el sector silvoagropecuario, que teniendo hoy una producción 17,4 % mayor en el año previo a enero de 2019, tiene 23,1 % menos mano de obra ocupada.

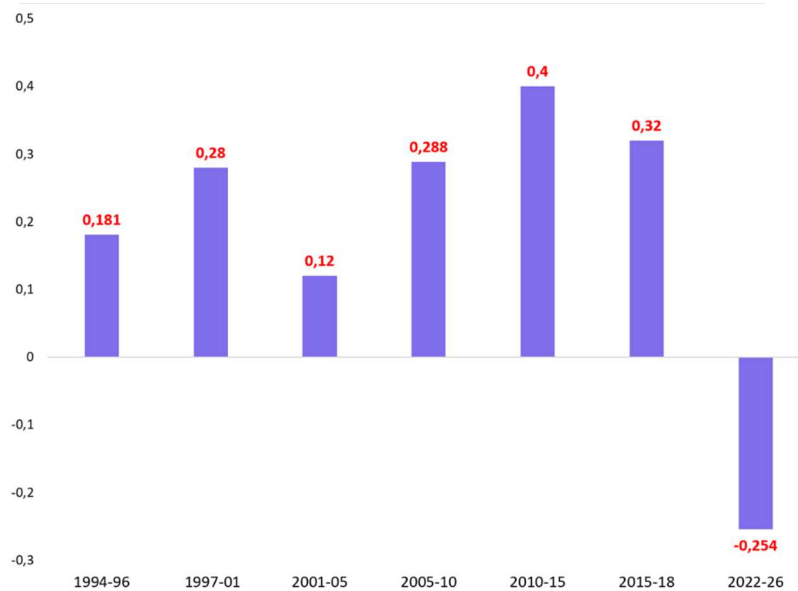
GRAFICO N°3.3
EMPLEO SECTORIAL
(ÍNDICE ENERO DE 2019 = 100)



Fuente: Elaborado con cifras del INE.

El gráfico siguiente muestra una realidad incómoda. La elasticidad empleo producto, a saber, cual es la magnitud de un cambio en el empleo frente a un cambio en el PIB, registra un valor negativo a partir del año 2022 y hasta 2026, lo que acusa una correlación negativa entre actividad y empleo.

GRÁFICO N°3.4
ELASTICIDAD EMPLEO PRODUCTO



Fuente: Elaboración propia con cifras del INE y BCCH.

¿Podemos cambiar esta tendencia negativa? La respuesta es sí, pero requerirá tiempo y cambios regulatorios que tiendan principalmente a flexibilizar nuestro mercado laboral. Una parte del avance en reducir el alto desempleo vendría de un mayor ritmo de crecimiento, particularmente relevante en el caso de aquellos sectores e industrias que usan más intensivamente la mano de obra, donde destaca la construcción habitacional.

Sin embargo, lo anterior no es suficiente. Se requieren cambios normativos e implementación de políticas públicas que hagan más atractiva la contratación de mano de obra, algunos de las cuales han sido anticipadas por el actual ministro del trabajo.

Entre otras medidas, flexibilizar el cumplimiento de las horas de la jornada laboral, alargando el plazo en que debe cumplirse el número como promedio; avanzar a un sistema de indemnización a todo evento, con aportes compartidos entre trabajador y empleador; aprobar la postergada ley de sala cuna y, algo que no se ha mencionado que parece relevante, buscar un protocolo con fundamentos técnicos que entregue un rango razonable en el proceso de reajuste en el salario mínimo.

Por ahora, mientras no avancemos en línea con lo anterior, tendremos que acostumbrarnos a tasas de desocupación muy por sobre lo que estábamos acostumbrados. Realizar cambios normativos se hace cada vez más urgente si se toma en cuenta el efecto disruptivo, aún incierto en su impacto, de la introducción creciente de la Inteligencia Artificial en diversos procesos productivos.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

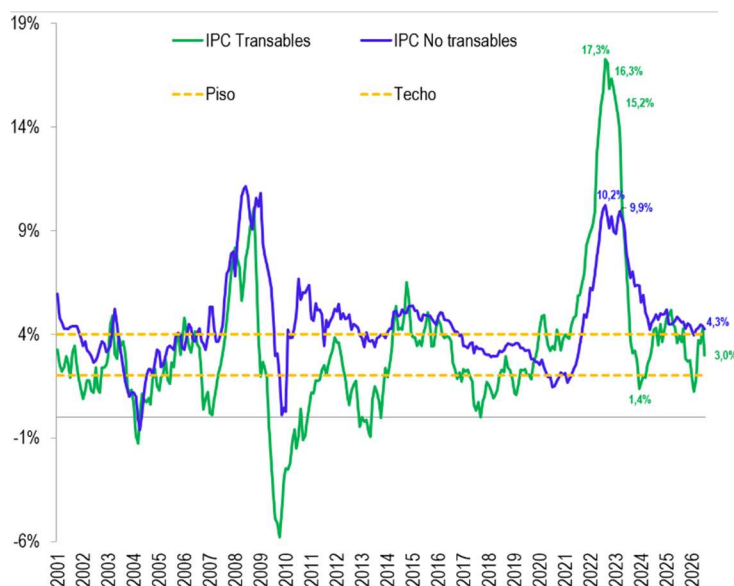
3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: UNA GOLONDRINA NO HACE VERANO

La inflación de julio estuvo por debajo de lo esperado, lo que llevó su variación anual a ubicarse nuevamente en el rango meta (3,5%). Incluso los indicadores subyacentes fueron favorables, con ambos, sin volátiles y el del INE, ubicándose dentro del rango meta en variación doce meses. Hasta ahí las buenas noticias.

¿Significa lo anterior que se abre un espacio para que el Banco Central baje su TPM? Definitiva y categóricamente no, por un cúmulo de razones.

Primero, la inflación No Transable, que supuestamente refleja eventuales brechas de capacidad interna, se mantiene en una variación de 4,3 % en doce meses. Razones: principalmente el sector servicios, lo que podría tener parte de su origen en el fuerte incremento que registran las remuneraciones.

GRAFICO 3.5
INFLACIÓN TRANSABLE Y NO TRANSABLE
(Var % 12 M)



Fuente: Elaborado con cifras del INE,

Segundo, en la inflación total realiza un gran aporte la baja la inflación transable, con sólo 3,0 % de variación en doce meses, inflación que puede cambiar rápidamente de dirección a partir de fenómenos exógenos. Entre ellos, el fuerte incremento que registran los costos de flete internacional, la trayectoria al alza en el precio de los alimentos, también a nivel global, según el indicador de la FAO. Se agrega la incertidumbre respecto a la trayectoria futura del precio de los combustibles, tanto por efecto del precio del petróleo como por el cuello de botella en la capacidad de refinación mundial. Por último, el tipo de cambio podría volver a registrar una tendencia al alza en la medida que el cuadro internacional empeore o, simplemente, por una eventual alza en la tasa de política monetaria en Estados Unidos.

Tercero, es importante dejar en claro que no es evidente que exista una importante brecha de capacidad ociosa. No sabemos cuál es el nivel de tasa de desempleo "natural" en Chile. Ello, por el importante incremento en el costo del factor trabajo asociado al incremento del salario mínimo, la reducción de jornada y el incremento en la tasa de cotización previsional. Sí sabemos que es más alto que antes de la pandemia y que queda pendiente que el Banco Central estime adecuadamente cual es actualmente dicho nivel de desempleo de equilibrio.

En suma, todo sugiere que nuestra autoridad monetaria tiene que ser extraordinariamente cautelosa en el manejo de la política monetaria. Puede que no sea por ahora evidente la necesidad de hacerla más restrictiva, pero lo que sí es seguro es que sería tremendamente irresponsable hacerla más laxa. Al menos por ahora el mercado no espera recortes pronto en la TPM, lo que ayuda, por cuanto la historia muestra que el Banco Central es bastante condescendiente con el mercado.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl