

## Análisis y Proyecciones Económicas CPC

18 de diciembre de 2023

---

### *Actividad Económica*

- **La actividad económica en Chile se encuentra prácticamente estancada y en los próximos años la economía local se mantendrá creciendo a un ritmo débil.** Pese al leve aumento del PIB del tercer trimestre, que anotó un incremento interanual de 0,6% -el primero en un año-, las perspectivas para el crecimiento de la economía local no han cambiado y luego del proceso del necesario ajuste pospandemia volveremos a retomar niveles de actividad acotados. El Imacec de octubre registró un débil crecimiento interanual de 0,3%, impulsado por un crecimiento puntual del sector manufacturero, aunque en parte compensado por una fuerte caída de la producción minera. Es importante destacar que en dos años la actividad económica ha estado prácticamente estancada.
- **Pese a que el consumo siguió registrando caídas interanuales en el tercer trimestre, el proceso de ajuste está llegando a su fin y en el margen registra un leve aumento.** El tercer trimestre de este año anotó una nueva caída de 2,2%, con una fuerte baja del consumo privado, que registró un descenso interanual de 3,6%. Pese a los ajustes interanuales, al analizar los datos desestacionalizados, el consumo privado acumula dos alzas consecutivas trimestrales (t/t). Por su parte, el consumo de bienes durables registró en el tercer trimestre una caída anual de 11,3% -el menor descenso en 6 trimestres-, mientras el de no durables anotó en el tercer trimestre una caída interanual de 6,4% y el consumo de servicios aumentó levemente 0,6% en igual periodo.
- Los sectores vinculados al consumo siguieron registrando señales de ajustes anuales, aunque en el margen anotaron un leve aumento, que no obstante no es suficiente para marcar una tendencia. En particular, el sector comercio anotó en el tercer trimestre una caída interanual de 2,9% -la menor en 6 trimestres-, aunque en relación al segundo cuarto del año anotó un leve incremento, usando los datos limpios de estacionalidad. En octubre, el Imacec del comercio anotó una caída interanual de 0,7%, completando dieciocho meses de descensos anuales consecutivos y un ajuste acumulado de 12,2% en relación al máximo de julio de 2021. Por su parte, el sector restaurantes y hoteles registró en el tercer trimestre un incremento interanual de 0,8%.
- El término del necesario ajuste del consumo no cambia las perspectivas de este hacia adelante. La confianza de los consumidores se ha mantenido persistentemente en terreno pesimista, influida por la incertidumbre política, el estancamiento del mercado laboral y la

debilidad de la actividad. El IPEC -que calcula GFK- acumula a noviembre más de 5 años -64 meses- en zona de pesimismo, marcado por la débil situación económica actual del país y las expectativas sobre ésta a 5 años. El Índice de Confianza del Consumidor -que mide IPSOS- arrastra niveles de pesimismo desde mediados de 2019 -un total de 52 meses consecutivos- y aunque ha ido acercándose al umbral del optimismo, mantiene a noviembre un débil indicador en materia de percepciones sobre la situación económica actual y en el subíndice de inversiones. Solo en materia del subíndice expectativas económicas hay señales de optimismo.

- Los inventarios del sector comercio han dado señales de reversión en el margen, luego de alcanzar máximos históricos hacia fines del año pasado. En octubre, el Índice de Inventarios que calcula el INE registró una caída anual de 6,7%, aunque siguen altos en términos históricos. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo registraron en el trimestre terminado en noviembre una fuerte caída anual de 11,3% -aunque la menor en 14 meses-, arrastradas por las importaciones de bienes durables (-12%) y semidurables (-12,7%).
- **La inversión volvió a contraerse con fuerza en el tercer trimestre, luego de un aumento puntual en el segundo cuarto del año y sus perspectivas son preocupantemente débiles.** La formación bruta de capital fijo se hundió 4,1% en el tercer trimestre arrastrada por la fuerte caída anual del componente de maquinarias y equipos (-6,3%) -su peor desempeño desde fines de 2020- y también por la contracción de construcción y otras obras (-2,6%). Con este resultado, la inversión acumula una caída al tercer trimestre de 1,7% y los indicadores líderes anticipan que seguirá con un desempeño débil los próximos trimestres. Cabe señalar, que en el margen el desempeño de la inversión también es contractivo, ya que el tercer trimestre en relación al previo (t/t) registró una caída de 2,2%, usando los datos desestacionalizados.
- Las importaciones de bienes de capital han seguido registrando fuertes caídas. En el trimestre terminado en noviembre mostraron un descenso interanual de 16,6% en valor - el peor desempeño desde mediados de 2015- influidas por los fuertes descensos de vehículos de transporte y por menor importación de motores, generadores y transformadores eléctricos.
- Por su parte, la construcción registró en el tercer trimestre un descenso anual de 0,8%, acumulando a septiembre una caída anual de 0,8%. Además, diversos indicadores sectoriales han seguido arrojando señales de ajuste. El Imacon -indicador de la CCHC que consolida ventas del sector, empleo y permisos de edificación-, anotó en octubre una caída interanual de 6,7% y retrocedió a niveles de mediados de 2010. Los permisos de edificación se hundieron 34% anual en octubre y acumulan en el periodo enero-octubre un retroceso de 22,5% anual. Los materiales de construcción siguen anotando fuertes caídas y en el trimestre terminado en octubre se registraron descensos en los despachos

de hormigón (-16,4%) y de cemento (-12,6%). En contraste, las barras de acero anotaron en el trimestre agosto-octubre un incremento anual de 15,3%.

- El último informe Mach, elaborado por la Cámara Chilena de la Construcción, anticipa una caída anual de la inversión en construcción para 2023 de 4,5%. Para 2024, en tanto, se espera una nueva caída de 0,5%.
- En esa misma línea, la confianza empresarial -medida por el IMCE- en noviembre completó 21 meses en la zona pesimista, con muy malas perspectivas en los sectores construcción e industria.
- **El mercado laboral se ha mantenido prácticamente estancado y el desempleo llegó en octubre a 8,9%, el nivel más alto desde mediados de 2021, al usar los datos desestacionalizados.** El empleo registró en el trimestre terminado en octubre un aumento anual de 2,1%, con una creación de 184 mil puestos de trabajo en un año, aunque todavía el nivel de ocupación se encuentra por debajo de los registros prepandemia. El incremento anual del trimestre terminado en octubre estuvo explicado por empleos asalariados privados (+88 mil en un año), asalariado del sector público (+85 mil) y cuenta propia (+17 mil).
- La tasa de empleo -que mide ocupados sobre población en edad de trabajar- se ha mantenido persistentemente por debajo de los niveles prepandemia y llegó en el trimestre terminado en octubre a 55,6%, 2,6 puntos porcentuales por debajo de su nivel previo a la crisis sanitaria (58,2%, en febrero de 2020). Para recuperar la tasa de empleo previa a la pandemia, el mercado laboral debería generar unos 417 mil empleos adicionales. Es importante destacar que, pese a los cambios en la oferta, el problema de empleo sigue siendo de demanda, por baja confianza empresarial y el fuerte aumento de los costos laborales.
- La tasa de informalidad llegó en el trimestre terminado en octubre a 27%, lo que equivale a 2,45 millones de trabajadores que se desempeñan en la informalidad.
- **La inflación ha seguido acercándose al objetivo del Banco Central, de la mano del ajuste de la demanda interna y se prevé que hacia el segundo semestre de 2024 retorne al centro del rango meta.** En noviembre la inflación anual llegó al 4,8%, el menor valor desde agosto de 2021, alejándose del máximo alcanzado en agosto pasado (+14,1%). La inflación sin volátiles ha ido disminuyendo también -aunque con un mayor rezago- y a noviembre exhibe un incremento anual de 6%, la menor expansión en 15 meses.
- Un elemento esencial que refleja el éxito en materia de contención de la inflación es el anclaje de las expectativas. Estas han continuado moderándose y el mercado espera que en 11 meses la inflación ya esté bordeando el 3%, el objetivo del Banco Central. Hacia adelante, se espera que la inflación se mantenga en torno al 3%.

- Los precios a nivel internacional se han estancado a niveles relativamente altos en términos históricos. El índice de alimentos de la FAO acumula a noviembre una caída real de 25,9% en relación al máximo histórico alcanzado en marzo de 2022, incidido por una caída en los precios de los aceites (-51,6%) y los cereales (-30,1%), en parte compensadas con un alza real del precio del azúcar de 34,5% (entre marzo de 2022 y julio de 2023). Pese a que en el margen los precios de los alimentos han seguido ajustándose, se mantienen 8% arriba del promedio de la última década, en términos reales.
- Por su parte, los precios de los combustibles han retrocedido en el margen, aunque siguen altos en relación al promedio de la última década. El Brent se ha ajustado a US\$76 el barril, un retroceso de 16% en relación al nivel de mediados de septiembre. Además, el índice de precios CRB (calculado por Thomson Reuters) que consolida las cotizaciones de 19 principales commodities, registra una caída de 12% en relación al máximo alcanzado en mayo de 2022, aunque se mantiene por sobre el promedio de los últimos 10 años.
- Tal como anticipamos en informes previos, la inflación ha continuado su proceso de ajuste como consecuencia del enfriamiento de la demanda interna y condiciones monetarias más restrictivas. El mayor ajuste del gasto -en particular el consumo privado-, niveles de inventarios que se mantienen en niveles altos en el sector comercio y una tasa de desempleo relativamente alta, deberían ayudar a que la inflación siga convergiendo a la meta del 3% hacia el segundo semestre de 2024.
- **Las exportaciones de bienes y servicios -usando la serie a precios encadenados de cuentas nacionales- anotaron un leve aumento de 0,2% en el tercer trimestre.** Las exportaciones de bienes en términos reales registraron en el tercer trimestre un descenso anual de 0,3%. Por su parte, las exportaciones de servicios registraron en el tercer trimestre un incremento real de 6,3% en doce meses, aunque en el margen reflejan un estancamiento al revisar los datos desestacionalizados.
- **En el plano externo, las condiciones de los principales socios comerciales de Chile arrojan señales mixtas.** El PMI compuesto a nivel global -que calcula JP Morgan- se ha sostenido desde febrero de este año en niveles optimistas, e incluso el sector manufacturero que arrojaba señales de pesimismo en el pasado, en octubre se acercó al umbral que marca el optimismo.
- China ha seguido mostrando señales de debilidad y mantiene potenciales riesgos en el mercado financiero y en el sector inmobiliario. Los datos recientes reflejan que la demanda interna ha estado débil en comparación con lo esperado por el mercado, con un débil crecimiento de la inversión y ventas minoristas por debajo de lo anticipado. Pese a que en el tercer trimestre registró un alza anual de 4,9% -que estuvo por sobre lo anticipado-, las perspectivas del principal socio comercial de Chile siguen mostrando que el ritmo de crecimiento seguirá acotado en los próximos trimestres.

- En Estados Unidos los indicadores arrojan señales mixtas. El PIB del tercer trimestre registró un alza anualizada de 5,2%, en relación al trimestre previo, el mejor registro desde fines de 2021 y por sobre lo anticipado por el mercado. En la actividad del tercer trimestre impactó positivamente la inversión residencial (+6,2%) y no residencial (+1,2%), con un gasto de los consumidores al alza (+3,6%, el mayor desde fines de 2021) y un fuerte aumento de las exportaciones (+6%). Sin embargo, algunos indicadores anticipados arrojan señales contractivas en la producción manufacturera. El mercado espera, de hecho, que la principal economía del mundo ralentizará su ritmo de crecimiento en 2024 (+1,5%), en relación al de este año (+2,2%).
- En Europa las perspectivas sobre el futuro inmediato continúan pesimistas. En el tercer trimestre, el PIB registró una contracción de 0,1% en relación al trimestre previo, usando los datos desestacionalizados -revirtiendo el alza puntual del primer semestre-, con un retroceso de la inversión. Por su parte, el PMI compuesto acumuló a diciembre 7 meses en terreno negativo, lo que refleja las débiles perspectivas sobre la economía europea.

#### *Proyecciones*

- **Tal como anticipamos, 2023 cerrará con una leve caída de -0,1%. Para 2024 rebajamos nuestra proyección a un rango entre 1,0% y 2,0%.** El término del proceso de ajuste del gasto dará paso a un periodo de crecimiento débil si no existe un cambio en las condiciones que apuntalen la inversión y la generación de nuevos empleos. Persisten las trabas para sacar adelante los proyectos de inversión asociados a una tramitación engorrosa y con escasa certeza jurídica, además de los múltiples focos de incertidumbre que mantiene la economía chilena.
- **Mantenemos nuestra estimación de una caída de -3% para el consumo total este 2023, mientras que para 2024 esperamos un repunte parcial de 1,5%.** La debilidad prolongada en el mercado laboral, tasas de interés que seguirán en niveles elevados y dificultades para el acceso al crédito, mantendrán el consumo privado creciendo a tasas acotadas el próximo año.
- **Esperamos que la inversión anote una caída de -2,5% este año y una caída adicional de 1,0% en 2024.** Las condiciones para la inversión siguen mostrando un escenario muy negativo para su desarrollo, con focos de incertidumbre que se mantienen abiertos -como una eventual reforma tributaria- y con procesos de tramitación con altas dosis de burocracia y baja certeza jurídica.
- **La inflación ha ido cediendo rápidamente y esperamos que converja a niveles en torno al 3% hacia mediados de 2024.** Esperamos una inflación de 4,5% a diciembre de este año, para converger a 3% -el objetivo del Banco Central- hacia el segundo semestre de 2024.

- **El mercado laboral continúa arrojando señales de debilidad el próximo año.** El rezago que exhibe la inversión y la debilidad en sectores intensivos en la contratación de personas -como la construcción- anticipan que la creación de empleos seguirá débil en lo sucesivo. Por otro lado, las reformas que han encarecido los costos laborales -como la reducción de la jornada a 40 horas y el aumento del salario mínimo a \$500 mil-, además de otras en curso -aumento de las cotizaciones en pensiones, el proyecto que rigidiza el trabajo a distancia, entre otros- tendrán efectos negativos en la generación de empleos y sus efectos se verán con mayor fuerza hacia mediados de 2024.

### *Riesgos*

- **Nueva reforma tributaria.** La discusión tributaria reabierta en torno a un pacto fiscal puede derivar en un incremento de las tasas de impuestos que tengan efectos adicionales y significativos sobre las decisiones de inversión. Es clave cerrar esta incertidumbre y enfocarse en un acuerdo por el crecimiento y la eficiencia del gasto fiscal.
- **Eventual colapso del sistema de salud privado.** La incapacidad del sistema política de entregarle una solución viable al problema de las Isapres y los eventuales efectos en todo el sistema de salud privado y la alta deuda que arrastra el Estado con el sector, podrían tener impactos negativos con eventuales riesgos de contagios al mercado financiero.
- **Problemas de orden público.** La situación en materia de seguridad ha seguido en niveles muy deteriorados. En caso de profundizarse condiciones menos seguras, en particular en la Macro Zona Sur, esto podría tener impactos adicionales en las decisiones de inversión y de consumo.
- **Recesión internacional.** Pese a que las condiciones de las principales economías han alejado el temor de una recesión global, persisten altos niveles de volatilidad en los mercados financieros y con eventuales efectos en la actividad real, en particular en China.
- **Eventual reapertura de la discusión constituyente.** Pese a que el Gobierno se comprometió a no abrir un nuevo proceso constituyente en los próximos dos años, una arremetida parlamentaria que impulse reformas constitucionales abriría un nuevo foco de incertidumbre con efectos negativos sobre la inversión. Es importante entender que el resultado de la elección del 17 de diciembre cierra el proceso constitucional.