



## INFORME GEMINES N°439

ABRIL 2017

### COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

### GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

### CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Guido Romo C.

Sergio Arancibia P.

Jean Paul Passicot G.

## ÍNDICE

ÍNDICE .....	2
DESTACAMOS.....	3
1. PANORAMA GENERAL.....	5
1.1. PANORAMA GENERAL: ¿PEOR QUE 2016?.....	5
2. COYUNTURA NACIONAL E INTERNACIONAL.....	7
2.1. PANORAMA INTERNACIONAL: AMENAZAS PARA LA LIBERTAD EN EL MUNDO.....	7
2.2. CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: ¿DÓNDE ESTÁ EL EQUILIBRIO?.....	10
2.3. ACTIVIDAD Y GASTO: SIN SEÑALES DE REPUNTE .....	11
2.4. EMPLEO Y REMUNERACIONES: MÁS EVIDENCIA DE DETERIORO EN MERCADO LABORAL .....	13
2.5. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: APROVECHANDO LAS HOLGURAS .....	14
3. COMENTARIO POLÍTICO.....	18
3.1. UN PUNTO DE INFLEXIÓN .....	18
3.2. LAS PRIMARIAS.....	18
3.3. PERFILAMIENTO DE CANDIDATURAS .....	18

# INFORME GEMINES

---

Nº439

## DESTACAMOS

### Panorama General

- La posibilidad de que el presente año concluya con un crecimiento inferior al de 2016 es alta y no debería sorprender a nadie que dicho evento se concrete. La debilidad objetiva de la actividad económica, hecho reconocido claramente por el Banco Central en el último IPOM, avala esta posibilidad. Más allá del efecto Escondida, el instituto emisor redujo su proyección de crecimiento por sobre el impacto estimado de la paralización de la minera. (Pág. Nº5).
- La evolución de mercado del trabajo, la desaceleración en las remuneraciones y un entorno político más que enrarecido y que se alimenta de nuevos proyectos que amenazan lo que queda del andamiaje que tan buenos resultados le generó a nuestra economía, nos permiten concluir la sabiduría de aquella oración que dice "cada día puede ser peor". (Pág. Nº5).

### Coyuntura Internacional y Nacional

- La visión que predomina sobre la democracia chilena es negativa y especialmente la que prevalece respecto de los políticos y con razón. Sin embargo, no puede ignorarse que, en 25 años se ha construido un sistema que ha logrado generar sólidos derechos políticos, civiles y de propiedad, que permiten incluir a Chile entre los países más libres del mundo, de acuerdo a la clasificación de Freedom House y como democracia liberal, en oposición a una democracia solo electoral, de acuerdo a los criterios de Mukand y Rodrik. Considerando lo anterior, sería un trágico error aplicar la retroexcavadora a nuestra organización institucional que, obviamente con defectos y, por lo tanto mejorable, está entre las mejores del mundo. (Págs. Nº7 y Nº8).
- El rango de confort para el tipo de cambio debemos revisarlo algo a la baja, desde niveles de 660-680, hasta hace poco tiempo, hacia niveles de entre 635 y 655, para los próximos meses. Sin embargo, como sucede en el panorama político interno, los fundamentos del mercado cambiario están "muy líquidos", lo que puede llevar a una corrección en su trayectoria en el evento que cambie el comportamiento de sus principales fundamentos. (Pág. Nº11).
- Hacia el segundo semestre esperamos se comience a observar una recuperación en las tasas de crecimiento del producto. El mercado bursátil registra una importante alza a lo largo de los últimos meses, lo que es un anticipo de un eventual efecto positivo sobre la inversión y el crecimiento futuro, asociado a un cambio de gobierno a partir del próximo año. A ello se suma una economía mundial que muestra un dinamismo mayor al esperado, y un alza significativa en nuestros términos de intercambio, gatillada principalmente, por el fuerte repunte que anota el precio del cobre en los últimos meses. (Págs. Nº12 y Nº13).
- El mercado laboral sigue dando muestras claras de deterioro, con menor crecimiento de la ocupación total, fuerte caída en el empleo asalariado y significativa desaceleración en las

remuneraciones nominales. El escenario base apunta a que el presente año se superará tanto la tasa máxima como la promedio de desempleo registrada el año pasado. (Pág. N°14).

- Una inflación contenida, con proyecciones ancladas en torno al rango meta a 12 y 18 meses, junto con bajo dinamismo de la actividad, mercado laboral con holguras y tipo de cambio estable, constituyen el escenario base que permitiría hasta dos recortes adicionales en la TPM en lo que resta del año. (Pág. N°15).

### **Comentario Político**

- Si bien es normal que candidatos o precandidatos se suban o bajen al carro electoral, lo ocurrido con el ex Presidente Ricardo Lagos tiene implicancias no comunes. Para comenzar, uno se pregunta por qué el ex Presidente se embarcó en esta lucha sin cuartel como es lograr una nominación, en un escenario de primarias al que no estaba –ni él ni su equipo– acostumbrado. (Pág. N°18).
- Quizá hubo un voluntarismo carismático, quizás nadie se atrevió a decirle lo que se venía: o tal vez, decidió dar una batalla por sus ideas sabiendo que podía ir al sacrificio. Pero lo irónico es que, una vez fuera de la carrera, la Nueva Mayoría está aún más dispersa, más perdida y lo llora sino abiertamente, si lo hace en las sedes partidarias y oficinas parlamentarias. (Pág. N°18).
- Resulta tragicómico que después de tanto discurso pro democratización de la política, donde se hablaba que ya NO era posible en el “Chile de hoy” que existiesen candidatos sin someterse a una elección primaria que lo validara, hoy éstas se ven en duda en los dos sectores o conglomerados tradicionales y más posibles en el nuevo Frente Amplio. (Pág. N°18).
- Hay un solo tren que corre derecho y no le interesa ningún cambio en cómo van las cosas, Es el de Sebastián Piñera, que si pudiera pedir que la elecciones fueran este Domingo, lo haría gustoso y con la banda presidencial prácticamente puesta. (Pág. N°18).
- La Nueva Mayoría o lo que quede de ella, en cambio, se desangra en peleas internas y agravios van y vienen: Guillier fue nominado por el PS, ganándole a Lagos (algo impensado hace sólo 4 años, cuando fue electo Senador por Antofagasta) pero después de este hito, parece sumar sólo problemas, sin lograr subir a sus compañeros de la coalición a su campaña (convengamos que Ricardo Lago no le felicitó por su triunfo, como se estilaba). (Pág. N°18).
- En el aún líquido Frente Amplio (que se afirma con bastante fragilidad en los diputados Boric y Jackson), suenan nombres de muy distinto perfil, (un académico, Alberto Mayol, una comunicadora, Beatriz Sánchez, un ecologista, Luis Mariano Rendón y un líder social, Luis Mesina). (Pág. N°19).
- Esta es una fuerza con proyecciones, mucho más que otros intentos de unir la izquierda y que parece estar en sintonía con muchas demandas ciudadanas. Habrá que observar como resuelven las tensiones que se generarán por sus grandes diferencias internas. Lo de “Amplio” siempre es complejo. (Pág. N°19).

## 1. PANORAMA GENERAL

### 1.1. Panorama General: ¿Peor que 2016?

No obstante, los llamados a la calma y el énfasis en el impacto transitorio de la huelga de Escondida sobre el crecimiento del primer trimestre (y también abril), se ratifica nuevamente que “cada día puede ser peor”. Ha sido ampliamente destacado que el crecimiento del sector no minero de la economía se redujo a apenas 0,2% en febrero, el más bajo desde noviembre de 2009 si dejamos fuera marzo de 2010, afectado por el terremoto y maremoto del 27-F.

El crecimiento de la actividad no minera ha experimentado una persistente desaceleración desde comienzos del año pasado, por lo que puede hablarse de una tendencia para la que no existe una explicación muy clara pero, es evidente, tampoco hay señales de que esta tendencia esté terminando o revirtiéndose. Cabe preguntarse, entonces, si este año puede o no ser peor que el anterior en cuanto al crecimiento del PIB. Y la respuesta, desgraciadamente, es un claro y rotundo sí.

Vamos por partes. Primero, está lo planteado por el Banco Central en el IPOM presentado el pasado 3 de abril. En este informe el instituto emisor redujo la proyección de crecimiento para el año de 2,0% (valor medio del rango) a 1,5% y atribuyó a la huelga de Escondida un impacto de 2 décimas en el crecimiento del año.

Así, es claro que la proyección se redujo, en parte, por la huelga y, en parte, por otros factores. Más aún, el Banco Central transmitió un mensaje inquietante, señalando que “Internamente, tras varios años de bajo dinamismo, no es descartable que algún fenómeno más persistente esté afectando la capacidad de crecimiento de la economía chilena, en cuyo caso sería necesaria una revisión de los planes de gasto público y privado”.

Y agrega “... tampoco es descartable que, tras varios años de crecimiento bajo, las empresas requieran hacer ajustes mayores en sus planillas, especialmente si las perspectivas de recuperación del crecimiento hacia fines de año no se materializan”.

En consecuencia, de acuerdo a la visión del Banco Central, no es descartable que haya fuerzas aún no detectadas que estén afectando negativamente la capacidad de crecimiento, lo que una vez constatado, se traduciría en la necesidad de corregir a la baja los planes de inversión de mediano plazo, porque sería innecesario concretarla si la demanda va a crecer más lentamente a lo esperado (sector privado) y para conciliar el gasto del Estado con la regla fiscal (sector público). A lo anterior agrega el riesgo de un ajuste mayor en el empleo asalariado si es que se llega a la conclusión de que parte de los ocupados en realidad no se necesitan.

La evolución reciente del mercado del trabajo justifica las aprehensiones del instituto emisor. En efecto, en el último tiempo se ha producido una desaceleración clara en el crecimiento del empleo y hay varios sectores, a los que se ha agregado recientemente la construcción, que están destruyendo puestos de trabajo. Más aún, la tasa de participación ha estado bajando, es decir, hay más personas que han dejado de buscar trabajo y las horas trabajadas exhiben una tendencia declinante.

Adicionalmente, la calidad del empleo se ha deteriorado de manera significativa, toda vez que, en los doce meses a febrero, se destruyeron 120.500 puesto de trabajo asalariados (respecto a febrero de 2016), los que fueron reemplazados por 131.700 empleos por cuenta propia, esencialmente inestables, sin beneficios y con remuneraciones inferiores a las de los asalariados.

Esto último se ha visto reflejado en la evolución de las remuneraciones, que han desacelerado significativamente su crecimiento, hasta 4,2% nominal en los últimos doce meses a febrero, que es el más bajo desde septiembre de 2010, cuando se iniciaba el proceso de salida de la crisis financiera. Este menor crecimiento en las remuneraciones nominales no se ha reflejado plenamente en las reales por la baja en la inflación, pero ya se observan signos de desaceleración también en esta variable.

La consecuencia de todo lo anterior es que la masa salarial, que conjuga el crecimiento del empleo y las remuneraciones reales, muestra un crecimiento claramente por debajo del histórico, apenas por sobre el 2,0%, lo que tiene como consecuencia el debilitar la capacidad de financiar gasto por parte de las familias y deprime el consumo, que es el componente más relevante de la demanda interna y que, bajo este escenario, podría crecer menos que el 2,4% de 2016.

Adicionalmente, la inversión exhibe una evolución muy preocupante, ya que todo indica que la construcción aceleró la caída del cuarto trimestre del año pasado y la inversión en maquinaria y equipos, a juzgar por los negativos resultados de las importaciones de bienes de capital del primer trimestre, también habría bajado, confirmando la reversión en la tendencia a la recuperación que mostraron hasta mediados del año pasado.

Así, no sería raro que la inversión se contraiga por cuarto año consecutivo, hecho inédito en la historia moderna de Chile (y, tal vez, también, en la antigua). Esto también está respaldado por el Banco Central, que redujo su proyección de crecimiento para esta variable de 0,7% a 0,2% para el presente año.

En el ámbito político, la evolución de los acontecimientos tampoco ayuda. Aquél idílico escenario que pronosticaban algunos: una elección entre Lagos y Piñera, en que daba lo mismo que ganara cualquiera de los dos, probablemente ya no existe, al menos no con el ingenuo grado de inocuidad que se anticipaba.

Esto implica que una recuperación previa al cambio de gobierno en marzo de 2018 está descartada, porque la incertidumbre seguirá presente hasta que se defina la segunda vuelta presidencial y se conozcan los resultados de la parlamentaria. Para empeorar las cosas, tampoco se ha dado el fenómeno del "pato cojo" que anticipaba una total inacción del gobierno en su último año en el poder.

Todo lo contrario. Aun cuando la retroexcavadora no funciona muy bien, sigue operativa. Ya se firmó el proyecto que modifica el capítulo XV de la Constitución que abre la puerta a un cambio total de ésta, aunque requiere un quórum difícil de alcanzar, pero que deja el tema dando vueltas y metiendo ruido.

Además, está el proyecto de reforma previsional que, aunque no toca a las AFP, aparentemente establecería un inequitativo impuesto al trabajo para financiar un aumento de las pensiones más bajas y crearía un ente estatal para administrarlo, lo que puede ser un primer paso para terminar con las AFP.

Por último, está el proyecto para reducir la jornada de trabajo a 40 hrs sin afectar las remuneraciones, lo que equivale a un aumento en los costos de producción que puede ser de dos dígitos, que se presenta cuando el mercado del trabajo está en su peor momento en 8 años y la productividad no ha crecido en varios años.

Negar que esto vaya a tener un impacto negativo en la economía o, peor aún, insistir en que puede tener un efecto positivo, revela un grado de ignorancia o algo peor que, incluso para nuestros estándares recientes, tiene pocos precedentes.

En definitiva, sí, para nada debería sorprender que los resultados económicos del presente año sean peores que los de 2016, cosa que aunque no es tan fácil de alcanzar, se están haciendo todos los esfuerzos para lograrlo, incluyendo el inicio de la aplicación de la reforma laboral desde este mes.

**Alejandro Fernández Beroš**

## 2. COYUNTURA NACIONAL E INTERNACIONAL

### 2.1. Panorama Internacional: Amenazas para la Libertad en el Mundo.

El informe de Freedom House, "Libertad en el Mundo 2017" que se refiere a la evolución de las libertades civiles durante el año pasado tiene un sello bastante negativo por lo ocurrido, que marca un avance importante del populismo y el nacionalismo en países democráticos, mientras en aquellos países en que prevalecen poderes autoritarios, sus atrocidades, especialmente en zonas de guerra, quedaron impunes.

Esto marca un retroceso importante ya que, por primera vez en una década, los países considerados "no libres" aumentaron, alcanzando al 25,0% del total, mientras los libres retrocedieron al 45,0% (el resto son parcialmente libres). Al mismo tiempo, el 36,0% de la población mundial se encuentra viviendo en países no libres y solo el 39,0% en países libres.

Además, se han completado 11 años consecutivos en que el número de países en que se ha deteriorado la situación de libertad ha superado a aquel en que ésta ha mejorado. En particular, durante el año pasado, en 67 países se produjeron reducciones en los derechos políticos y civiles, en contraste con los 36 países en que se produjeron avances. Esto incluye varios países que son clasificados como libres y, además, se encuentran en Europa.

Lo anterior incluye una serie de medidas tomadas por el gobierno de Polonia, lo mismo que los avances de partidos xenófobos en otras partes de Europa levantan dudas acerca de la fortaleza de las instituciones de la democracia global.

Destacaron también por su hostilidad hacia la libertad numerosos hechos ocurridos en Hungría, Rusia, Siria, China, Filipinas, Sudán del Sur, Etiopía, Mozambique, Turquía, Egipto, Tailandia, Nicaragua, Venezuela, Brasil, Cuba y Filipinas. La misma elección de Donald Trump en Estados Unidos y el Brexit, que pone en duda la continuidad de la Unión Europea, hacen que ya no se pueda confiar en que acciones criminales en contra de la democracia harán levantar la voz de países y organismos internacionales como en el pasado.

El informe presenta detalles de los avances totalitarios en China contra diversos grupos religiosos o políticos, lo que también sucedió en Rusia. El "modelo" húngaro de democracia intolerante podría extenderse a otros países de Europa Central y los Balcanes, específicamente Eslovaquia, la República Checa (que tiene elecciones en octubre y puede avanzar hacia un liderazgo populista), Bosnia, Montenegro, Macedonia y Serbia, aunque no en la magnitud en que ha ocurrido en lugares como Venezuela y Turquía.

Además, hay evidencia que muestra que los ciudadanos europeos están menos dispuestos a respaldar políticas que busquen ayudar a otros países para lograr un bien superior. Las amenazas sobre muchas democracias vulnerables, como Taiwán o los países bálticos son claras, lo mismo que aquellas sobre Túnez, Ucrania y Hong Kong.

Un sistema democrático verdadero incluye controles y balances que aseguran la libertad y la adaptación a lo largo del tiempo, incluyendo la libertad de prensa, tribunales independientes, protección a las minorías, oposición sólida y grupos de la sociedad civil libres. En esta perspectiva, los referéndums constituyen una reducción radical en la democracia a su forma más básica: el gobierno de la mayoría.

Los referéndums muchas veces se convocan para eludir algún obstáculo planteado por las instituciones políticas o legales o una barrera constitucional que se considera incómoda. Cualquiera sea su justificación, los referéndums son una forma de evasión de las estructuras y garantías de la democracia. La abundancia de referéndums en 2016 también puede interpretarse, en consecuencia, como un retroceso de la democracia.

Esto es así en los casos de Gran Bretaña (Brexit), Italia (reforma electoral), Azerbaiyán (concentración de poder político), Bolivia (reelección) y Colombia (acuerdo de paz), siendo este último el único con más justificación, aunque su objetivo evidente era superar las objeciones de la oposición.

Adicionalmente, durante el año pasado se observó un deterioro de la capacidad de gobernar en varios países por la fragmentación política que dificultaron configurar una mayoría.

Esto fue claramente evidente en España, donde fue imposible formar gobierno por un largo período por la reducción en el apoyo a los dos partidos principales; en Gran Bretaña, donde el gobierno asumió posturas populistas y nacionalistas después del Brexit, no obstante la marginalización de la oposición; el crecimiento de partidos nacionalistas en Alemania, la virtual destrucción del partido socialista en Francia y el impacto de Bernie Sanders y Donald Trump en los dos partidos principales de Estados Unidos.

Para el presente año, el informe señala que hay que vigilar los acontecimientos en República Checa (ya mencionado), Dinamarca, que está evaluando agregar restricciones a los derechos de los inmigrantes y refugiados, Ecuador (que superó limpiamente la valla de su elección presidencial recientemente), Irak, que está completando la recuperación de su territorio, Kirguistán, que debería tener elecciones a fin de año, Filipinas, donde es probable que el presidente Duterte continúe con sus políticas de guerra ilegal contra la droga, Sudáfrica, que debe elegir un nuevo liderazgo del CNA, Tanzania, donde se aprobarían nuevas leyes represivas contra la prensa, Estados Unidos, por el efecto del nuevo gobierno sobre las libertades civiles y Zimbabue, donde la lucha por la sucesión de Robert Mugabe puede complicarse.

Por regiones, en el África Subsahariana, de 49 países, solo el 18,0% es libre, conteniendo al 12,0% de su población, mientras el 41,0% de los países es parcialmente libre (49,0% de la población) y el 41,0% no es libre (39,0% de la población).

En Asia-Pacífico son 39 países, de los que el 44,0% son libres (38,0% de la población), 36,0% son parcialmente libres (22,0% de la población) y 20,0% no son libres (40,0% de la población).

En las Américas, de 35 países, 66,0% es libre (69,0% de la población), 28,0% es parcialmente libre (27,0% de la población) y 6,0% no es libre (4,0% de la población), mientras que en el Medio Oriente y el Norte de África, de 18 países sólo el 11,0% es libre (5,0% de la población), 67,0% es parcialmente libre (83,0% de la población) y 22,0% no es libre (12,0% de la población).

En Eurasia, por su parte, de 12 países el 58,0% es parcialmente libre (79,0% de la población) y 42,0% no es libre (21,0% de la población). No hay países libres en esta región del mundo. Finalmente, en Europa, de 42 países, el 86,0% es libre (85,0% de la población) y 14,0% parcialmente libre (15,0% de la población).

En consecuencia, en el mundo de 195 países, 87 son considerados libres, 59 parcialmente libres y 49 no libres. El estudio también incorpora 14 territorios, de los cuales solo uno es libre y cinco parcialmente libres, dejando a los otros 8 como no libres.

Chile, en particular, es considerado libre, con la máxima calificación en derechos políticos y libertades civiles desde 2004 y se ubica en el lugar 25 entre los 195 países considerados, con un puntaje de 94 sobre un máximo de 100, que solo obtienen Finlandia, Noruega y Suecia. Con la misma puntuación de Chile están Chipre, República Checa, Estonia, España y Tuvalu.

Chile alcanza el máximo puntaje en tres de las siete categorías de variables que conforman el indicador de libertad: proceso electoral, libertad de expresión y de conciencia y derechos de asociación y organización.

También obtiene 15 sobre 16 puntos en pluralismo político y participación y derechos individuales y autonomía personal, mientras que obtiene dos puntos menos que el máximo en funcionamiento del gobierno (10/12) y en imperio de la ley (14/16).

Complementariamente con lo anterior, Mukand y Rodrik<sup>1</sup> utilizando la base de datos de Freedom House para 2015 construyen un modelo en el que, a partir de tres tipos de libertades, de propiedad, políticas y civiles, generan una taxonomía de regímenes políticos.

Los autores señalan que, desde la caída del muro de Berlín en 1989, la mayoría de los países del mundo son democracias, sin embargo, la mayoría de las democracias son electorales más que liberales, es decir, son países donde hay (cierta) competencia política y se producen elecciones bastante libres, pero donde los derechos civiles de las minorías y los grupos que no están en el poder son violados masivamente.

Esta categoría incluye a países como México, Ecuador, Hungría, Turquía y Pakistán. Estas serían democracias liberales.

El cuadro, a continuación, resume la taxonomía de los siete regímenes posibles combinando los tres tipos de libertades descritas.

**CUADRO N°2.1  
UNA TAXONOMÍA DE REGÍMENES POLÍTICOS**

		DERECHOS DE PROPIEDAD			
		NO		SI	
DERECHOS CIVILES		DERECHOS POLÍTICOS		DERECHOS POLÍTICOS	
		NO	SI	NO	SI
	NO	(1) Dictadura Personalista o Anarquía	(2) Dictadura del proletariado	(5) Autocracia de Derecha	(6) Democracia electoral/iliberal
SI	(3) N.D.	(4) Comunismo Democrático	(7) Autocracia Liberal	(8) Democracia Liberal	

Fuente: Mukand y Rodrik (2016).

Utilizando la información de Freedom House Mukand y Rodrik ubican a 45 países como democracias electorales, entre los que se incluyen Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, República Dominicana, Grecia, India, Israel, Italia, Panamá, Perú, Polonia, Paraguay, El Salvador, Turquía y Sudáfrica.

Por otro lado, 46 países son clasificados como democracias liberales, entre los que están Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Suiza, Chile, Costa Rica, República Checa, Alemania, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Reino Unido, Irlanda, Japón, Corea, Holanda, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, Suecia, Uruguay y Estados Unidos.

En el paper no se explicita, pero más de 100 países deberían estar clasificados en las otras cinco categorías definidas, pero que no se detallan porque el interés del paper es definir las condiciones bajo las cuales se generan democracias liberales.

Al margen de las clasificaciones específicas y los rankings, lo importante es que nuestro país ha sido capaz de construir una democracia que defiende las libertades básicas de los individuos. No obstante, el desprestigio de los políticos y la política, este es un logro del que hay que estar orgullosos, ya que se ha conseguido en un lapso de tiempo relativamente corto de tiempo.

No obstante lo anterior, el malestar existente ha fortalecido opciones que buscan realizar cambios radicales o, al menos, significativos en nuestra institucionalidad que, de concretarse, probablemente, van

<sup>1</sup> Sharund Mukand y Dani Rodrik (2016), "The Political Economy of Liberal Democracy", june.

a redundar en un deterioro de alguno o todos los tipos de libertades definidas por Mukand y Rodrik. En la vorágine de cambios y malestar que predominan en nuestra sociedad y la liviandad con que se procesan los temas, es probable que esta (y otras) advertencia pase inadvertida pero, al menos queda hecha.

**Alejandro Fernández Beroš**

## **2.2. Cuentas Externas y Tipo de Cambio: ¿Dónde Está el Equilibrio?**

No es fácil estimar la evolución del tipo de cambio en Chile, nunca lo ha sido. El mercado esperaba que con el correr del año se impusieran los “fundamentos” de manera que el tipo de cambio fuera ajustándose al alza. De hecho algunos auguraban que retomaría niveles por sobre los 700 pesos.

¿Razones? Nuestro Banco Central bajando la Tasa de Política Monetaria (TPM), con la FED moviéndola en sentido contrario, un esperado retroceso en el precio del cobre, malos números de actividad interna, baja en nuestra clasificación de riesgo y, muy importante, una necesaria recuperación del tipo de cambio real (TCR) que se ubica por debajo de su equilibrio de largo plazo.

La realidad ha sido distinta. El precio del cobre no ha vuelto a caer y, por el contrario, cada vez más pronósticos lo ven subiendo en un futuro cercano. Si bien las tasas de interés de Chile y Estados Unidos se mueven en sentido contrario, el riesgo de que su brecha aumente más rápidamente de lo esperado se percibe como acotado.

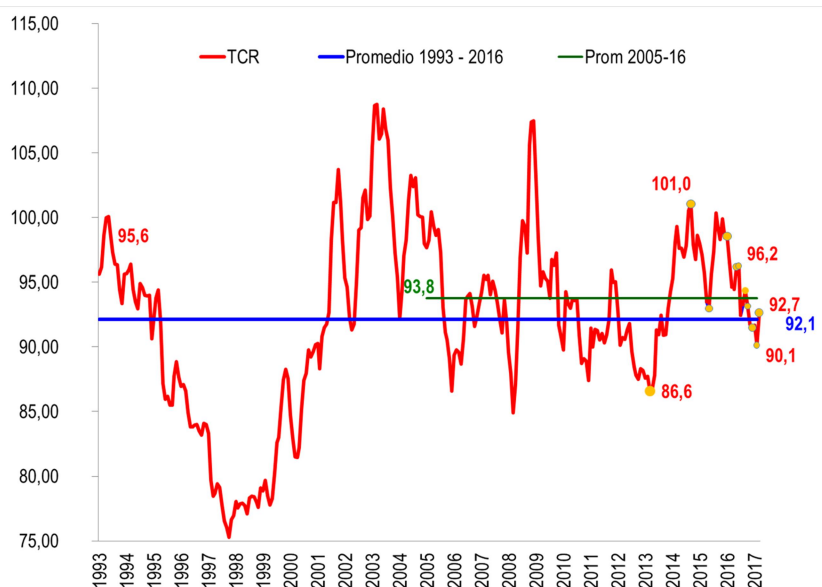
Se ha incrementado el apetito por las economías emergentes, favoreciendo la entrada neta de capitales a ellas, y la economía mundial se percibe algo más robusta, lo que favorecería, un también mayor crecimiento de las emergentes vinculadas a commodities. Todo esto permite entender que el valor de la divisa norteamericana lejos de tender al alza, se aproxime ahora a los 640 pesos.

¿Perspectivas? Un escenario en que, efectivamente, el precio del cobre se acerque o supere los 3 dólares la libra en los próximos meses, puede validar incluso una caída adicional en el valor del dólar en el mercado local. Recordemos que el mercado todavía se encuentra más bien “largo en Dólares”, por lo que, en la medida que se asienten expectativas bajistas, podrían decantarse altos volúmenes de venta, generando una caída más exacerbada en el precio.

Así, no es descartable que el valor del dólar se vaya por debajo de los 640 pesos en las próximas semanas, proceso que puede ir incluso más allá, con bajas adicionales, en la medida que elementos favorables a esta tendencia se vayan materializando.

Además de una eventual alza adicional en el precio del cobre, podemos pensar algunos otros. Un aumento en la probabilidad de triunfo de la centro-derecha en las elecciones presidenciales de este año apunta en esa línea.

**GRÁFICO N°2.1  
TIPO DE CAMBIO REAL**



Fuente: Banco Central y Estimación Gemines.

El que no se rebaje la clasificación de riesgo país también ayudaría, lo mismo que señales más favorables en materia de crecimiento económico en los próximos meses, que pudieran acotar los recortes de la TPM por parte del Banco Central.

Con todo, el rango de confort para el tipo de cambio debemos revisarlo algo a la baja, desde niveles de 660-680, hasta hace poco tiempo, hacia niveles de entre 635 y 655, para los próximos meses. Sin embargo, como sucede en el panorama político interno, los fundamentos del mercado cambiario están "muy líquidos", lo que puede llevar a una corrección en su trayectoria en el evento que cambie el comportamiento de alguno de los fundamentos antes citados.

**Tomás Izquierdo Silva**

### 2.3. Actividad y Gasto: Sin Señales de Repunte.

Superando los peores pronósticos, la economía chilena anotará un crecimiento nulo o levemente negativo en el primer cuarto del año. El grueso de la explicación recae en la huelga de Minera Escondida, que explica el 20,0% de la producción de cobre del país, que afectó severamente la producción del metal en los meses de febrero y marzo, a lo que se agrega además una desaceleración en el crecimiento de los sectores distintos a recursos naturales.

Este pobre desempeño para el primer trimestre explica en parte la revisión a la baja que en su estimación de crecimiento para el año realizó el Banco Central de Chile en su último informe de política monetaria (IPOM).

Aún no se observan indicadores adelantados que permitan proyectar una recuperación en la inversión, luego de tres años consecutivos de caída. Es más, las colocaciones del sistema financiero a las empresas muestran una sostenida desaceleración, mientras el clima de negocios y expectativas no dan señales claras de mejoría.

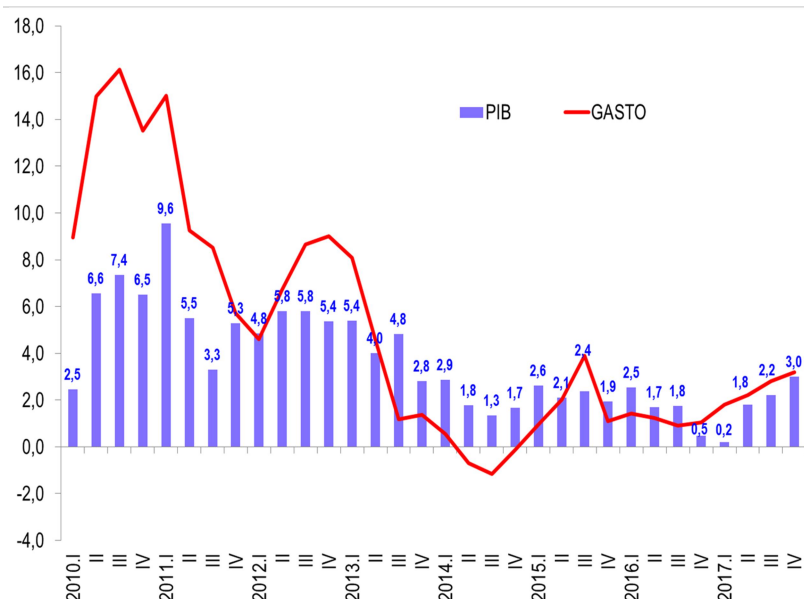
Si agregamos una importante caída en los permisos de edificación y varios meses seguidos de variaciones en doce meses negativas para las importaciones de maquinaria y equipo, configuramos un cuadro poco auspicioso para el desempeño de la inversión el presente año.

En línea con todo lo anterior, en su último IPOM el Banco Central proyecta un crecimiento de sólo 0,2% para la inversión el presente año.

El deterioro en el mercado laboral, por su parte, podría afectar negativamente el consumo de los hogares a lo largo de los próximos trimestres, lo que genera algún grado de incertidumbre sobre el desempeño de la demanda agregada para lo que resta del año.

Elo, además, en un contexto de endurecimiento de las políticas de crédito de parte de los bancos, y de expectativas de los hogares que se mantienen en terreno negativo, acotando el potencial de crecimiento del gasto de las familias.

**GRÁFICO N°2.2  
VARIACIÓN PIB Y GASTO**



Fuente: Banco Central y Estimación Gemines.

A pesar de lo anterior, hacia el segundo semestre esperamos se comience a observar una recuperación en las tasas de crecimiento del producto. Ello tanto por elementos puramente estadísticos, como por otros reales.

Entre los primeros, cabe destacar que la trayectoria del crecimiento económico el año pasado fue de más a menos entre el primero y el último trimestre, terminándose con un crecimiento de sólo 0,5% en el último cuarto del año.

Entre los segundos, el mercado bursátil registra una importante alza a lo largo de los últimos meses, lo que es un anticipo de un eventual efecto positivo sobre la inversión y el crecimiento futuro, asociado a un cambio de gobierno a partir del próximo año.

A ello se suma una economía mundial que muestra un dinamismo mayor al esperado, y un alza significativa en nuestros términos de intercambio, gatillada principalmente por el fuerte repunte que anota el precio del cobre en los últimos meses.

Con todo, y dado el bajo desempeño del comienzo de este año, es probable que el crecimiento para el año en su conjunto no supere en forma relevante al 1,6% anotado el año pasado.

**Tomás Izquierdo Silva**

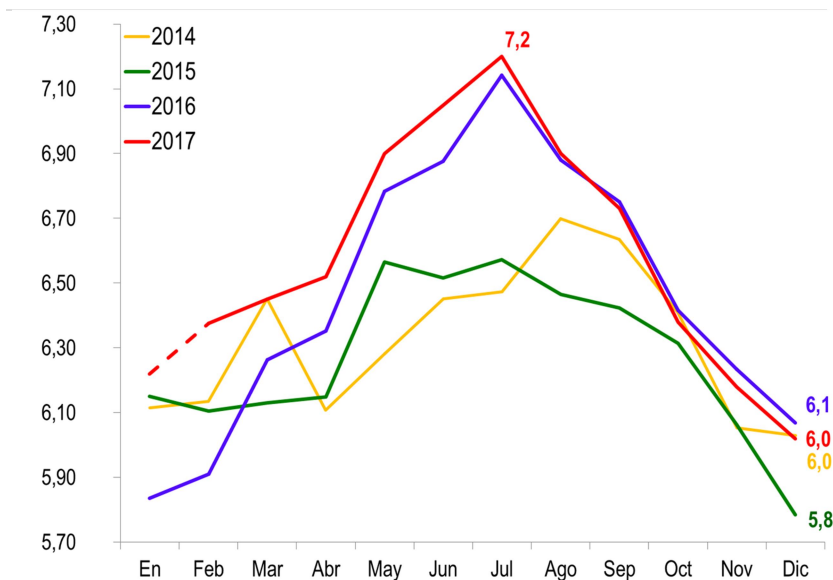
#### 2.4. Empleo y Remuneraciones: Más Evidencia de Deterioro en Mercado Laboral.

La evolución mostrada por el mercado laboral ha sido incluso algo peor de lo que esperaba el mercado. La tasa de desocupación a nivel nacional se empina ahora, en el trimestre móvil diciembre 2016 febrero 2017, a 6,4%, cinco décimas superior a la de igual lapso del año anterior.

La tendencia de incremento en el desempleo probablemente se acentuará en los próximos meses, toda vez que a las razones estacionales, que incrementan la tasa de desocupación hacia los meses de otoño-invierno, se agrega una importante baja en el dinamismo de la generación de puestos de trabajo.

Efectivamente, en doce meses la ocupación crece sólo 0,7%, bastante por debajo del 1,2% que anota la fuerza de trabajo, tendencia que de mantenerse, llevará a superar los peak de tasa de desempleo del año pasado, tal cual, lo muestra la proyección del gráfico a continuación.

**GRÁFICO N°2.3**  
**TASA DE DESOCUPACIÓN A NIVEL NACIONAL**



Fuente: INE y proyección Gemines.

Se debe agregar que la calidad del empleo sigue deteriorándose. El empleo asalariado lleva ya tres meses consecutivos registrando caídas en relación a igual período del año pasado, con una variación de -2,1% en doce meses a febrero, lo que significa una pérdida de 120 mil puestos de trabajo en esta categoría.

Lo que permite la mantención del crecimiento en la ocupación total es el empleo por cuenta propia, que ahora crece a un ritmo de 8,1% en doce meses, lo que significa más de 130 mil empleos adicionales.

Como lo hemos señalado en otras oportunidades, la mayor parte de las veces el empleo por cuenta propia se vincula a trabajo de menor calidad, muchas veces de comercio ambulante, sin cotizaciones y altamente inestable en términos de ingreso.

Por sectores productivos, entre los más importantes en participación del empleo total, contrasta el buen desempeño del comercio, que crece 2,9% en doce meses, generando 45 mil empleos adicionales (Mucho Comercio Ambulante), con la situación de la Construcción, que tiene una contracción de 2,5% en su ocupación, lo que significa una pérdida de 18 mil empleos en doce meses.

La industria, el segundo sector en número de ocupados, registra recuperación, con una expansión de 3,2% en doce meses, mientras la minería mantiene sus caídas, con una variación negativa de 3,7%, también en doce meses.

El deterioro que registran las cifras de empleo, junto con un alto dinamismo de la fuerza de trabajo, es consistente con la desaceleración que sostienen las remuneraciones nominales, las que ahora crecen sólo 4,2%, la menor variación de los últimos seis años.

Más aún, aunque la masa salarial total sigue creciendo en términos reales, la que se refiere sólo al empleo asalariado, registra una caída real en doce meses, toda vez que la ya citada caída en la ocupación asalariada, no alcanza a ser compensada por el aumento de las remuneraciones reales.

**Tomás Izquierdo Silva**

## **2.5. Inflación y Política Monetaria: Aprovechando las Holguras.**

El mercado tiene internalizado que la autoridad monetaria realizará dos recortes adicionales en la TPM, para llevarla a un nivel de 2,5% hacia el tercer trimestre del año. Ello en la medida que la inflación ha anotado una rápida caída en su nivel y que las proyecciones a 12 y 24 meses se encuentran alineadas en torno al 3,0%, centro del rango meta del Banco Central.

Sólo una reversión en el tipo de cambio, con claras presiones al alza, podría cambiar dicha trayectoria en la tasa de política monetaria, en la medida que entorpecería la citada tendencia esperada para la inflación.

Entre los elementos que podrían provocar un ajuste al alza en el valor del dólar en el mercado local cabe destacar una caída relevante en el precio del cobre y/o un alza más rápida en la tasa de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos.

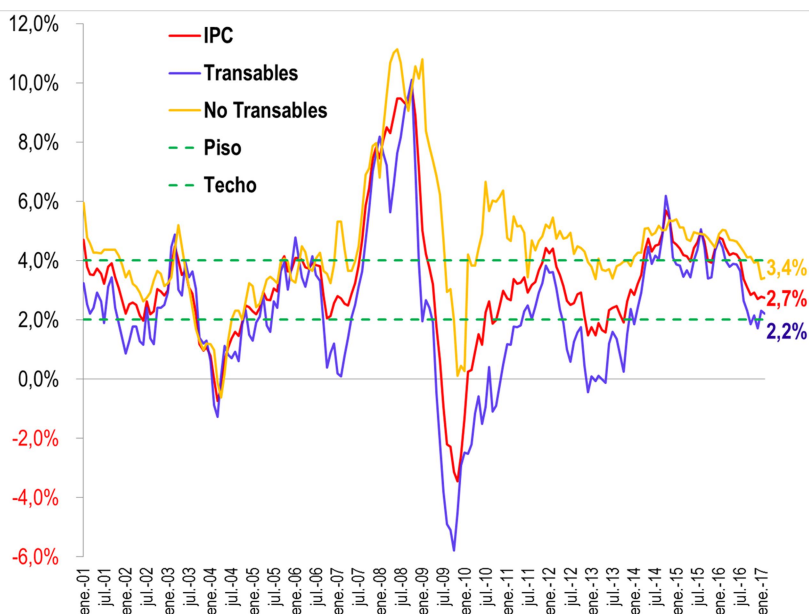
En el escenario base el valor del dólar en los próximos meses debería situarse en un rango de entre 635 y 655 pesos, sin descartarse niveles por debajo de dicho rango en la medida que se observe un alza adicional en el precio del cobre en la segunda mitad del año.

El desempeño de la economía o el grado de incertidumbre asociado al proceso electoral, son también factores relevantes en su impacto sobre la trayectoria futura del tipo de cambio.

Una eventual revisión a la baja en la clasificación de riesgo para el país hacia mediados de año, que de hecho no se encuentra plenamente internalizada por el mercado, es otro elemento que podría tener un efecto de depreciación sobre nuestra moneda, llevando el valor de la divisa a niveles por sobre el rango sugerido en dicho escenario base.

En definitiva, es importante tener presente que los escenarios de riesgo que pudieran restringir las holguras con que cuenta la autoridad monetaria para seguir rebajando la TPM tienen probabilidades relevantes de materializarse.

**GRÁFICO N°2.4**  
**INFLACIÓN TOTAL, TRANSABLE Y NO TRANSABLE**



Fuente: INE.

La inflación no transable, por su parte, vinculada a las brechas de capacidad, ha anotado una brusca caída en su variación en doce meses, como reflejo de una demanda interna y una actividad que se sitúan todavía bastante por debajo del crecimiento potencial.

Asociado a ello, el mercado laboral sigue mostrando debilidad, con un incremento en la tasa de desempleo por sobre los niveles anotados el año pasado. Esto en parte está siendo recogido por las remuneraciones, las que siguen desacelerándose en su variación nominal en doce meses, ubicándose ahora en sólo 4,8% en doce meses a febrero.

Con todo, una inflación contenida, con proyecciones ancladas en torno al rango meta a 12 y 18 meses, junto con bajo dinamismo de la actividad, mercado laboral con holguras y tipo de cambio estable, constituyen el escenario base que permitiría hasta dos recortes adicionales en la TPM en lo que resta del año.

Esto no debe, sin embargo, alimentar expectativas de un impacto relevante sobre el crecimiento futuro. Como lo hemos dicho, las tasas de mercado, tanto de corto como de largo plazo, se ubican en niveles históricamente bajos.

Sabemos que la caída en la inversión, el deterioro en el mercado laboral y el bajo crecimiento económico de los últimos años, tienen como causas explicativas factores que difícilmente se revierten con un mayor estímulo, por lo demás marginal, en el nivel de la tasa de referencia que fija la autoridad monetaria.

**Tomás Izquierdo Silva**

### 3. COMENTARIO POLÍTICO

#### 3.1. Un Punto de Inflexión.

Si bien es normal que candidatos o precandidatos se suban o bajen al carro electoral, lo ocurrido con el ex Presidente Ricardo Lagos tiene implicancias no comunes. Para comenzar, uno se pregunta por qué el ex Presidente se embarcó en esta lucha sin cuartel como es lograr una nominación, en un escenario de primarias al que no estaba –ni él ni su equipo– acostumbrado.

Luego cabe preguntarse, cómo es posible –por una parte– conformar un grupo técnico de excelencia (efectivamente lo hizo) con propuestas claras y modernas, quizás las únicas que hemos visto hasta ahora, pero al mismo tiempo, estar tan lejos del olfato político necesario para leer que en lo electoral sus opciones eran casi nulas.

Quizá hubo un voluntarismo carismático, quizás nadie se atrevió a decirle lo que se venía: o tal vez, decidió dar una batalla por sus ideas sabiendo que podía ir al sacrificio. Pero lo irónico es que, una vez fuera de la carrera, la Nueva Mayoría está aún más dispersa, más perdida y lo llora sino abiertamente, si lo hace en las sedes partidarias y oficinas parlamentarias.

Pero, sin duda hay una gran brecha, con componentes generacionales y de otro tipo que impide la comunicación entre Lagos y las audiencias masivas. Los anticuerpos que genera –razonables o no– ya no son posibles de superar.

#### 3.2. Las Primarias.

Resulta tragicómico que después de tanto discurso pro democratización de la política, donde se hablaba que ya NO era posible en el “Chile de hoy” que existiesen candidatos sin someterse a una elección primaria que lo validara, hoy éstas se ven en duda en los dos sectores o conglomerados tradicionales y más posibles en el nuevo Frente Amplio.

En los pasillos del poder siempre es mejor quedarse en la zona de confort, especialmente, cuando hay tanto cargo que depende de los resultados de una elección. La calculadora electoral corre a toda máquina, recordemos, no sólo para la Presidencial sino también para las Parlamentarias.

#### 3.3. Perfilamiento de Candidaturas.

Hay un solo tren que corre derecho y no le interesa ningún cambio en cómo van las cosas, es el de Sebastián Piñera, que si pudiera pedir que las elecciones fueran este Domingo, lo haría gustoso y con la banda presidencial prácticamente puesta.

Pero el tiempo es inmutable, y aunque en política pueden pasar muchas cosas, pareciera que sólo basta con no cometer errores no forzados para sea electo por segunda vez como Presidente de Chile, sorteando casi sin despeinarse los escándalos y temas financieros dudosos que se le adjudican.

Congelar el tiempo hasta Noviembre y luego Diciembre sería el mejor regalo para su candidatura. Aquí el olor al poder borra las diferencias y excepto fímidas “disidencias” como los Kast y Ossandón, las vías están despejadas.

La Nueva Mayoría o lo que quede de ella, en cambio, se desangra en peleas internas y agravios van y vienen: Guillier fue nominado por el PS, ganándole a Lagos (algo impensado hace sólo 4 años, cuando fue electo Senador por Antofagasta), pero después de este hito, parece sumar sólo problemas, sin lograr subir a sus compañeros de la coalición a su campaña (convengamos que Ricardo Lagos no le felicitó por su triunfo, como se estilaba).

La DC se encuentra en un zapato chino, con la lista parlamentaria en juego y sectores que abiertamente prefieren a Piñera. No está fácil. Sólo un pequeño, tradicional y casi olvidado partido ha ganado: el viejo Partido Radical, de cuyo tronco proviene, curiosamente, el mismo Lagos.

En el aún líquido Frente Amplio (que se afirma con bastante fragilidad en los diputados Boric y Jackson), suenan nombres de muy distinto perfil, (un académico, Alberto Mayol; una comunicadora, Beatriz Sánchez; un ecologista, Luis Mariano Rendón y un líder social, Luis Mesina). Parecen legítimamente luchando por su espacio en el poder, con mucho convencimiento pero sin todavía una propuesta programática más allá de las buenas intenciones.

Pero claramente, esta es una fuerza con proyecciones, mucho más que otros intentos de unir la izquierda y que parece estar en sintonía con muchas demandas ciudadanas. Será clave como se diferencia de la "vieja política" que tanto critican y logren transformar su discurso de la queja a las propuestas con sentido de Gobierno. Habrá que observar como resuelven las tensiones que se generarán por sus grandes diferencias internas. Lo de "Amplio" siempre es complejo.

**Guido Romo Costamaillère**