



## INFORME GEMINES N°440

MAYO 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: ¿LA LUZ AL FINAL DEL TÚNEL?.....	5
2. COYUNTURA NACIONAL E INTERNACIONAL .....	7
2.1. TEMA ESPECIAL: EL FMI MÁS OPTIMISTA .....	7
2.2. CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: DÓLAR EN NIVELES DE TENDENCIA DE LARGO PLAZO.....	9
2.3. ACTIVIDAD Y GASTO: SIN NOVEDAD EN EL FRENTE.....	11
2.4. EMPLEO Y REMUNERACIONES: SE MANTIENE UN ESCENARIO DIFÍCIL.....	12
2.5. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: AGOTANDO LOS RECURSOS .....	13
3. COMENTARIO POLÍTICO.....	15

# INFORME GEMINES

Nº440

## DESTACAMOS

### Panorama General

- Chile ha cambiado, estamos dejando atrás los tiempos en que el ciclo político permeaba muy poco al económico y hemos retomado una antigua tradición, que de hecho prevalece todavía en el resto de Latinoamérica, según la cual el resultado electoral es una variable crítica al momento de evaluar decisiones de inversión. (Pág. Nº6).

### Coyuntura Internacional y Nacional

- El FMI presenta un panorama más optimista sobre la economía mundial en 2017-18 que en períodos anteriores, no obstante que mantiene una importante cautela, señalando que los riesgos están sesgados a la baja, especialmente en el corto plazo. Comparado con el crecimiento mundial de 3,1%, se proyecta una expansión de 3,5% para este año y una de 3,6% para el próximo. (Pág. Nº7).
- Varias de las preocupaciones especiales que señala el FMI se refieren a los planteamientos de política de Donald Trump en Estados Unidos. En particular, a la política comercial, a la de cooperación internacional y la de desregulación del sistema financiero. Estos son temas que podrían generar una desestabilización de la economía mundial y, en definitiva, un menor crecimiento en el mediano plazo. (Págs. Nº8 y Nº9).
- Todo indica que valores nominales para el dólar en un rango entre 640 y 670 pesos son razonables y consistentes con valores reales acordes con los equilibrios de largo plazo. Esto, a su vez, coincide con la percepción de nuestro Banco Central, que en su último informe de política monetaria señala que el actual nivel del tipo de cambio real es consistente con los equilibrios de largo plazo. (Pág. Nº10).
- Los indicadores de actividad siguieron influidos, en marzo, por los efectos de la huelga de la minera La Escondida, registrándose una muy fuerte caída en la actividad del sector (-22,7% según el IMACEC sectorial), pero el IMACEC total logró evitar repetir la contracción de febrero, creciendo 0,2%, gracias a un repunte en la actividad de servicios y del comercio, que impulsó el componente no minero del indicador en 2,2%. (Pág. Nº11).
- Las declaraciones en medios de prensa de dos de los cinco consejeros del Banco Central, tendientes a acotar las expectativas del mercado respecto a la intensidad con que se bajará la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el presente ciclo, contribuyen a reforzar la imagen de independencia y seriedad técnica de la institución. (Pág. Nº13).
- No se debe perder de vista que el rol asignado al Banco Central, que está en su Ley Orgánica, es la estabilidad de precios y de pagos, y no la actividad o el pleno empleo. (Pág. Nº14).

## Comentario Político

- La lista de candidatos presidenciales prácticamente conformada en estos días, no era probablemente predecible por nadie hace pocos meses, cuando se daba casi por hecho que la disputa en la segunda vuelta sería Lagos – Piñera. (Pág. N°15).
- Hoy la Nueva Mayoría ya no existe y esto pronto se verá reflejado en un cambio de nombre de lo que quede de ella. (Pág. N°15).
- El escenario tiende a configurar una izquierda representada por el Frente Amplio que enfrenta sin complejos a su padre Concertación, un centro de izquierda que aún no decide su vocación, entre Guillier y Goic (ya lo dirán las elecciones) y una derecha que resiste sus distintas miradas sin dividirse con la mirada puesta en su posible retorno a La Moneda. (Pág. N°15).
- Su mirada frente a los conflictos de interés generados por su patrimonio y determinadas inversiones parece ser que simplemente no hay conflicto, lo que no parece realmente sostenible al acercarse las primarias y elecciones. (Pág. N°15).

## 1. PANORAMA GENERAL

### 1.1. Panorama General: ¿La Luz al Final del Túnel?

Cuando hablábamos de perspectivas para la economía chilena, en el transcurso del año pasado, nos aventurábamos a proyectar que el presente año sería claramente mejor. Asumíamos entonces, que el mercado se anticiparía al efecto positivo de un cambio político, lo que se reflejaría en mejores expectativas y clima de negocios y en un des-entramamiento de la inversión.

Lamentablemente, ello no ha sucedido, las expectativas, tanto de empresarios como de familias, no dan muestras de un repunte, mientras los diversos indicadores adelantados sobre la trayectoria futura de la inversión no entregan señales de una pronta recuperación.

Efectivamente, las importaciones de bienes de capital registran cinco meses consecutivos de caída, lo mismo que en nueve de los últimos doce meses. Los permisos de edificación siguen anotando una importante caída, tanto los referidos a la construcción habitacional como también, lo que es más preocupante, los referidos a infraestructura productiva.

Sólo las colocaciones a empresas anotan un leve incremento los dos últimos meses, pero corresponde esperar para ver si se sostiene la tendencia hacia adelante.

¿Qué explica la cautela y el pesimismo? ¿Por qué el mejor entorno económico mundial y regional no se refleja en un cambio similar en nuestra economía? ¿Por qué el mejor precio del cobre no se ha traducido en un resurgimiento de mayor dinamismo en la inversión minera? Sin tener respuestas definitivas, podemos esbozar algunas causas.

Primero, el panorama político lejos de despejarse es ahora más enredoso que nunca. Lejos del escenario de una elección entre Sebastián Piñera y Ricardo Lagos, el cual dejaba muy tranquilo a los mercados, tenemos ahora una importante descomposición en el espectro político, particularmente, en la centro izquierda, donde hay tres candidatos con probabilidades de sacar más de 10,0% cada uno.

La nueva Mayoría se desmembró. La Democracia Cristiana, clave para conseguir electorado de centro, tomó la opción del camino propio, mientras la Izquierda tradicional se ve fuertemente amenazada por "la nueva Izquierda", el llamado Frente Amplio.

Esta nueva agrupación, jugando un rol similar al de Podemos en España, le quitará parte importante del apoyo a los partidos tradicionales de Izquierda. En la Derecha el cuadro se ve más ordenado, aunque no completamente, toda vez que el proceso de primarias se está dando en un clima más bien áspero, de confrontación.

Aun asumiendo que Sebastián Piñera es el candidato electo, es evidente que no la tendrá fácil. En una estrategia que nos parece razonable, no está disfrazando su discurso con tintes más continuistas, como lo hizo en la campaña anterior cuando obtuvo el triunfo, sino, más bien, haciendo una crítica asertiva a lo que ha sido una mala gestión del gobierno saliente.

La duda surge en si dispondrá del apoyo ciudadano y, sobre todo, de la base parlamentaria suficiente para emprender las reformas que plantea. Más aún, el sólo hecho de revisar nuevamente el marco regulatorio en temas clave, como el laboral o tributario, de acuerdo a lo que ha anunciado, genera incertidumbre, sobre todo si no se logran acuerdos amplios que permitan dar una verdadera estabilidad institucional de más largo plazo.

El entramamiento de las expectativas y la inversión, entonces, guarda en parte relación con la prudencia de los empresarios, esperar el nuevo cuadro político y la factibilidad de enmendar las reformas mal hechas, particularmente, la tributaria y la laboral, antes de tomar decisiones de inversión.

Esto no es ideologismo ni mucho menos, como dicen algunas teorías conspirativas, un boicot de los empresarios al gobierno, para dañar su suerte. Esto es simplemente pragmatismo, conocer con mayor precisión el escenario antes de arriesgar inversión.

Basta ver la incertidumbre que genera la reforma laboral en las futuras negociaciones colectivas de la industria minera para “aterrizar” el tema a la realidad. Esto, junto con la incertidumbre regulatoria en el ámbito medio ambiental, son dos factores centrales para entender porque Chile cayó 28 puestos en el Ranking de Atractivo para la Inversión Minera, desde el puesto número 11 el 2014 al 49 en 2017.

A parte del escenario político y regulatorio complejo e incierto, podemos agregar, entre las causas que mantienen deprimidas las expectativas y la inversión, una inercia negativa que trae la economía luego de varios años de bajo crecimiento y caída en la inversión, que se traduce en un deterioro importante en el mercado laboral el presente año.

Esto actúa como un círculo vicioso, deterioro en el empleo significa deterioro en el acceso al crédito y en las expectativas de las familias, impacto negativo sobre el consumo o la compra de viviendas, todo lo cual lleva a las empresas a frenar sus decisiones de inversión, afectando a su vez nuevamente en forma negativa el empleo.

Chile ha cambiado, estamos dejando atrás los tiempos en que el ciclo político permeaba muy poco al económico, y hemos retomado una antigua tradición, que de hecho prevalece todavía en el resto de Latinoamérica, según la cual el resultado electoral es una variable crítica al momento de evaluar decisiones de inversión.

Tanto es así, que el principal tema de interés en el área de asesorías económicas a lo largo de los últimos meses es el tema político y los escenarios más probables para el desenlace electoral de noviembre próximo.

Con todo, aparecen algunas señales positivas. La macroeconomía está sana, contamos con instituciones valiosas para que ello se mantenga en el tiempo, como el Banco Central independiente o la regla fiscal, y todo indica que sea cual sea el resultado electoral, el crecimiento económico volverá a ocupar un lugar prioritario en la agenda del próximo gobierno.

Más aún, no es ingenuo pensar que, privilegiando dicho objetivo, se logre consensuar un apoyo parlamentario suficientemente amplio para realizar las correcciones más urgentes a reformas claves como la laboral y la tributaria.

Este año está jugado, el crecimiento se ubicará en torno al 1,5%, similar al del año pasado, pero para el próximo las expectativas apuntan a un crecimiento mejor, del orden de 2,5%, y sobre 3,0% para el 2019.

En un escenario económico internacional y regional mejor, con un precio del cobre que se sostiene en los niveles actuales, y con un cambio político que apunte a recuperar las confianzas, la inversión y el crecimiento, parece que dichas predicciones tienen ahora sí una real oportunidad de materializarse.

**Tomás Izquierdo Silva**

## 2. COYUNTURA NACIONAL E INTERNACIONAL

### 2.1. Tema Especial: El FMI Más Optimista.

Si bien las proyecciones de crecimiento para 2017-18 se mantuvieron prácticamente inalteradas (ver Cuadro N°2.1), el tono del análisis se vuelve más optimista y transmite una mayor confianza en que, este año al menos, será claramente mejor que el anterior, no obstante, que persisten una serie de riesgos a la baja (especialmente a mediano plazo) y que tienden a predominar respecto de aquellos factores que podrían impulsar el crecimiento por sobre el estimado en el escenario base.

**CUADRO N°2.1**  
**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO FMI 2017-18**

	Histórico		Proyecciones		Diferencia respecto de Enero	
	2015	2016	2017	2018	2017	2018
<b>PIB Mundial</b>	3,2	3,1	3,5	3,6	0,1	0,0
<b>Economías Avanzadas</b>	2,1	1,7	2,0	2,0	0,1	0,0
Estados Unidos	2,6	1,6	2,3	2,5	0,0	0,0
Eurozona	2,0	1,7	1,7	1,6	0,1	0,0
Alemania	1,5	1,8	1,6	1,5	0,1	0,0
Francia	1,3	1,2	1,4	1,6	0,1	0,0
Italia	0,7	0,9	0,8	0,8	0,1	0,0
España	3,2	3,2	2,6	2,1	0,3	0,0
Japón	1,2	1,0	1,2	0,6	0,4	0,1
Reino Unido	2,2	1,8	2,0	1,5	0,5	0,1
Canadá	0,9	1,4	1,9	2,0	0,0	0,0
Otras Economías Avanzadas	2,0	2,2	2,3	2,4	0,1	0,0
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	4,1	4,1	4,5	4,8	0,0	0,0
Europa Emergente y en Desarrollo	3,7	3,0	3,0	3,3	-0,1	0,1
Comunidad de Estados Independientes	-2,8	0,3	1,7	2,1	0,2	0,3
Rusia	-3,7	-0,2	1,4	1,4	0,3	0,2
Asia en Desarrollo	6,7	6,4	6,4	6,4	0,0	0,1
China	6,9	6,7	6,6	6,2	0,1	0,2
India	7,6	6,8	7,2	7,7	0,0	0,0
Medio Oriente y Norte de África	2,5	3,9	2,6	3,4	-0,5	-0,1
África Subsahariana	3,4	1,4	2,6	3,5	-0,2	-0,2
<b>América Latina y el Caribe</b>	0,1	-1,0	1,1	2,0	-0,1	-0,1
Brasil	-3,8	-3,6	0,2	1,7	0,0	0,2
México	2,6	2,3	1,7	2,0	0,0	0,0

Fuente: FMI, World Economic Outlook, Abril 2017.

De acuerdo al análisis del FMI, lo más destacable de la coyuntura actual es que el crecimiento está recuperándose, acompañado de una mayor actividad cíclica en la inversión, la manufactura y el comercio internacional, que se habían mantenido deprimidas.

Junto al mayor dinamismo de la demanda se ha producido una recuperación de los precios de las materias primas, que ha contribuido a mejorar las perspectivas de las economías emergentes y a reducir las presiones deflacionarias.

Los riesgos y los desafíos siguen siendo los mismos que se han planteado en informes anteriores. Entre los primeros el bajo crecimiento de la productividad y la desigualdad, a lo que se ha sumado la amenaza de políticas proteccionistas y una menor integración y cooperación global.

También se ve con preocupación el desafío que enfrenta China de reducir su elevada deuda y su dependencia del crédito para crecer, así como una excesiva flexibilización en la regulación bancaria que puede perturbar la estabilidad financiera global a mediano plazo.

Esta última mención, así como la del proteccionismo, aluden directamente a las políticas enunciadas por Donald Trump durante su campaña presidencial. Los riesgos geopolíticos, especialmente, en el medio oriente y el norte de África también son mencionados por el FMI.

Entre los desafíos que enfrentan muchos países está el de las reformas estructurales para incrementar la productividad, realizar gasto en infraestructura bien focalizado, en general, políticas fiscales con impacto positivo en la oferta agregada y otras destinadas a aliviar los efectos de desplazamiento por la globalización y los cambios tecnológicos.

En varios países son necesarias estrategias creíbles para poner la trayectoria de la deuda en una senda sostenible y ajustarse a una realidad de precios de materias primas menos favorable. La evidencia muestra una clara recuperación a partir del segundo semestre del año pasado, a lo que se sumó una recuperación en los precios de las materias primas, registrándose un alza de 15,0% en el índice de precios de materias primas entre agosto de 2016 y febrero de este año.

En el mismo período, los precios del petróleo subieron 20,0%, lo mismo que los del carbón, mientras el gas natural subió 19,0% en el mismo lapso. Los precios de los metales, por su parte, subieron 23,6% y los de los productos agropecuarios 4,3%.

Esto ha contribuido a un repunte en la inflación, aunque la subyacente se mantiene muy deprimida, lo mismo que las expectativas de precios para este año, las que solo muy recientemente han dejado de caer.

Por otro lado, las expectativas que ha generado el nuevo gobierno en Estados Unidos, de una desregulación financiera, baja de impuestos y más gasto en infraestructura (aunque improbable que se materialice de manera significativa en nuestra opinión), ha generado más optimismo, contribuyendo a la recuperación, lo que se ha reflejado en tasas de interés de largo plazo más elevadas en Estados Unidos y, más moderadamente, también en la Eurozona, al tiempo que el dólar se ha fortalecido (lo contrario en el período más reciente).

Un tema que adquiere especial relevancia es el de la productividad, clave para poder mantener tasas elevadas de crecimiento sin generar presiones inflacionarias. De acuerdo al FMI, el bajo crecimiento de la productividad y su modesta recuperación reflejan secuelas de la crisis financiera, ya que los elevados niveles de endeudamiento y las condiciones restrictivas del crédito han generado una situación de baja inversión en bienes de capital y activos intangibles, reduciendo la velocidad de crecimiento del cambio tecnológico incorporado en los bienes de capital.

Sin embargo, los inicios del proceso de desaceleración en el crecimiento de la productividad se encuentran en el período previo a la crisis financiera y pueden atribuirse a un conjunto de factores, entre los que se cuentan: el envejecimiento de la población, la desaceleración en la integración del comercio global, una menor acumulación de capital humano y a las políticas tributarias.

En cuanto a las perspectivas, se espera que la política fiscal sea suavemente expansiva en 2017, pero en un contexto de realidades variadas entre los países desarrollados, anticipándose que sea expansiva en Canadá, Francia y Alemania y contractiva en Australia, Corea y el Reino Unido, quedando Estados Unidos y Japón con una situación neutral.

Para 2018-19, sin embargo, se prevé una política fiscal claramente expansiva en Estados Unidos, mientras que, en términos netos, sería ligeramente contractiva en los países emergentes, aunque con realidades muy diferentes entre ellos.

En este escenario, la política monetaria sería menos expansiva que en los años recientes, anticipándose un alza de 75 puntos base en Estados Unidos este año y 125 puntos base adicionales en 2018, previéndose que alcanzaría su nivel neutral (en torno a 3,0%) en 2019. En el caso de los países europeos y Japón, la política monetaria se mantendría estable hasta 2018 ó 2019.

Se espera, por otro lado, que los precios del petróleo y otras materias primas suban moderadamente en 2017-18. En particular, el petróleo se ubicaría en torno a US\$55 el barril en 2017-18 versus US\$43 el barril en 2016. Las perspectivas de mediano plazo, de 2018 en adelante, son de un crecimiento esencialmente estable en torno al nivel de 2018, acelerándose hasta 3,8% en 2022, lo que se explicaría, exclusivamente, por la evolución de las economías emergentes y en desarrollo.

En el caso de la inflación, la perspectiva es de un gradual incremento en los próximos años, esperándose que, para las economías avanzadas, pase de 0,8% en 2016 a 2,0% este año y se mantenga en torno a ese nivel en los siguientes. En el caso de los países emergentes, pasaría de 4,4% a 4,7% entre 2016 y 2017. En ambos casos se excluye del cálculo a Argentina y Venezuela.

Los riesgos, por otro lado, se mantienen sesgados a la baja, especialmente, en el mediano plazo, mientras que en el corto plazo hay un espacio de mayor crecimiento asociado al momentum generado por las mejores expectativas de los consumidores.

Los riesgos se pueden clasificar en cinco categorías básicas: por una parte, aquellos asociados a las perturbaciones que podrían ocurrir en el comercio internacional global, los movimientos de capital y las migraciones. Una segunda fuente de riesgo se origina en los anuncios de política en Estados Unidos del nuevo gobierno que, como mínimo producen incertidumbre.

Luego están las perspectivas de desregulación financiera, también a partir de anuncios en Estados Unidos, que podrían incrementar la posibilidad de una repetición de la crisis financiera de la década pasada. Adicionalmente, está el riesgo de un deterioro en las condiciones económicas y financieras en las economías emergentes y, por último, factores no económicos, como pueden ser los de tipo geopolítico, particularmente radicados en el medio oriente y África.

Los riesgos de una recesión y de deflación durante el presente año, además, se han reducido respecto a los estimados para el año pasado, mientras que las prioridades de política siguen siendo las mismas enunciadas en los años anteriores: dependiendo del caso, apoyo a la demanda o un énfasis en las reformas estructurales debería tener prioridad. Un esfuerzo especial debería hacerse por mantener la integración económica global y los esfuerzos de cooperación económica entre los países.

**Alejandro Fernández Beroš**

## **2.2. Cuentas Externas y Tipo de Cambio: Dólar en Niveles de Tendencia de Largo Plazo.**

El tipo de cambio ha registrado importante volatilidad en las últimas jornadas. Se discute en relación a cuál sería su nivel de equilibrio de largo plazo. Aunque sabemos que, como se ha visto en nuestra historia económica, el valor del dólar puede mantenerse "desalineado" de sus fundamentos por largos períodos de tiempo, vale la pena chequear si su nivel actual está en un rango razonable.

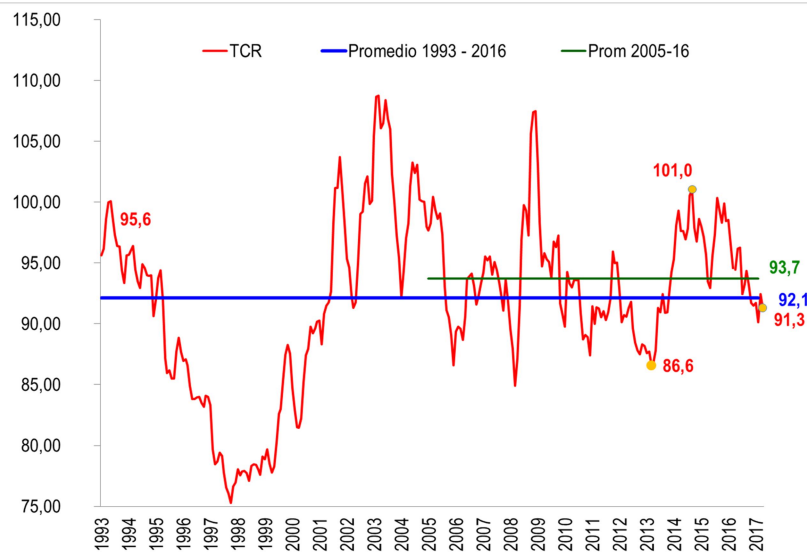
Sí analizamos nuestras Cuentas Externas, el Saldo positivo de la Balanza Comercial muestra una tendencia creciente a lo largo de los últimos meses, recogiendo lo que ha sido un importante repunte en

el precio del cobre y el de otros también relevantes, como el Salmón, lo que ha más que compensado el repunte que experimentan las importaciones.

Respecto al Resultado de la Cuenta Corriente, donde se agrega a exportaciones e importaciones los flujos de intereses y utilidades netos, además de transferencias, se proyecta un Déficit acotado, algo inferior al 1,0% del PIB para este año, bastante por debajo de los promedios históricos de largo plazo.

Según estos dos parámetros, entonces, Balanza Comercial y Cuenta Corriente, no hay señales que amenacen con un desequilibrio creciente en el tiempo.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Otro criterio es revisar la evolución del Tipo de Cambio Real, es decir, descontando la inflación interna y la que conlleva una canasta amplia de monedas de los países con los que Chile comercia. El actual nivel del Tipo de Cambio Real que publica el Banco Central estimamos que en abril se ubicaría en torno a 2,5% por debajo del promedio de los últimos 10 años, nivel que parece razonable.

Elo, porque los términos de intercambio, relación de precios de exportación e importación, se ubican en el primer trimestre, también según nuestras estimaciones, del orden de 3,0% sobre el promedio de los últimos 10 años.

Así, en la medida que tipo de cambio real y términos de intercambio deberían moverse en sentido opuesto, el nivel actual de ambas variables parece razonable. Mejores términos de intercambio validan un peso más apreciado, o un tipo de cambio real más bajo, mientras peores términos de intercambio, que en la práctica significa un deterioro en el ingreso de la economía, son consistentes con un peso más depreciado o, lo que es lo mismo, con un tipo de cambio real más alto.

En definitiva, todo indica que valores nominales para el dólar en un rango entre 640 y 670 pesos son razonables y consistentes con valores reales acordes con los equilibrios de largo plazo. Esto, a su vez, coincide con la percepción de nuestro Banco Central, que en su último informe de política monetaria señala que el actual nivel del tipo de cambio real es consistente con los equilibrios de largo plazo.

**Tomás Izquierdo Silva**

### 2.3. Actividad y Gasto: Sin Novedad en el Frente.

Los indicadores sectoriales de marzo no presentaron mayores sorpresas. La producción minera se redujo 21,4% en doce meses, reflejando el efecto del segundo mes de huelga en La Escondida, efecto que se reducirá significativamente, pero no desaparecerá en abril.

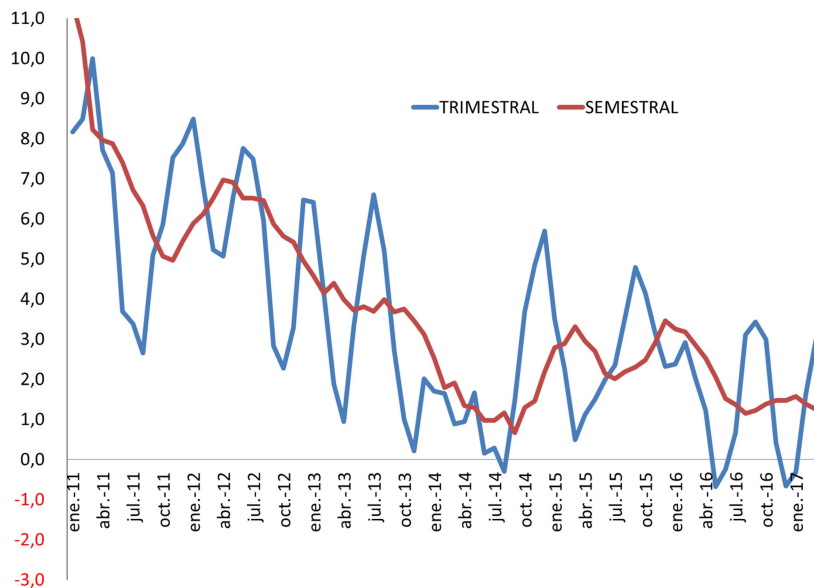
La producción manufacturera, por su parte, registró un alza de 1,9% cifra que, aunque exigua, es mejor a lo previsto, especialmente considerando que la SOFOFA había anticipado un resultado negativo con su propio indicador unos días antes. Electricidad, Gas y Agua (EGA), por otro lado, se contrajo 1,2%, por segundo mes consecutivo, reflejando la menor disponibilidad de agua para generar electricidad respecto del año pasado, cuando fue muy abundante.

Las ventas del comercio minorista en el Gran Santiago, por último, que la Cámara Nacional de Comercio había anticipado con un alza de 4,4% y una tendencia de recuperación clara, se transformó, a nivel nacional, en una variación de 4,8% de acuerdo a la información del INE, revirtiendo una baja de 2,3% en los doce meses a febrero.

Por otro lado, el IMACEC, que en esencia resume y condensa los indicadores anteriores (y otros), preliminarmente fue estimado por el Banco Central con una variación de 0,2% en los doce meses a marzo, cifra que resulta un tanto sorpresiva, ya que la mayoría, si no todas las estimaciones privadas apuntaban a una variación levemente negativa, la que sí se dio en términos desestacionalizados (-0,4%) al corregir por el día hábil extra del mes.

El crecimiento promedio del primer trimestre, en definitiva, es de 0,2% en doce meses, con idéntico valor para el resultado del trimestre desestacionalizado, evitándose así una recesión "técnica". El resultado se explica porque el componente no minero tuvo una recuperación respecto de los malos resultados previos, creciendo 2,2%, pero no puede plantearse que estamos en presencia de un cambio de tendencia, toda vez que ésta sigue mostrando una trayectoria débil y deficiente (ver Gráfico N°2.2).

**GRÁFICO N°2.2**  
**IMACEN NO MINERO: CRECIMIENTO MÓVIL ANUALIZADO**  
**DESESTACIONALIZADO 2011-17**



Fuente: Banco Central de Chile y elaboración Gemines.

Este gráfico muestra que, aunque el crecimiento trimestral se recupera en marzo, ello no es raro dada la fuerte volatilidad que exhibe la serie. Su comportamiento semestral, en cambio, que es más suave, indica que hay una desaceleración adicional y que el indicador se ha mantenido fluctuando por debajo del 2,0% desde hace casi un año.

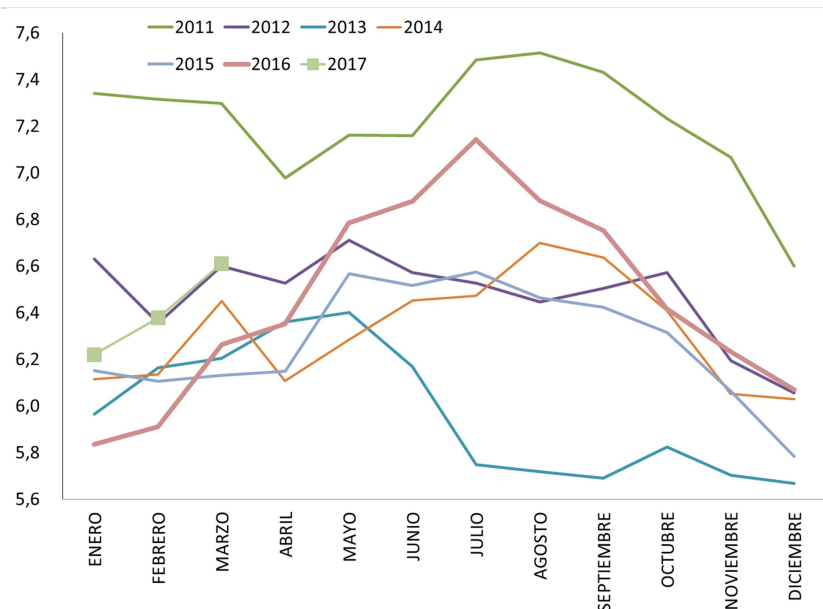
Algo similar se aprecia en la serie de variaciones en doce meses, no obstante el repunte de marzo, que no hay razones para suponer que anticipa un cambio de tendencia en el crecimiento, no obstante que, evidentemente, al desaparecer el efecto de la huelga de La Escondida y generarse bases de comparación más bajas, las cifras mejorarán casi inevitablemente, aunque esto es algo que se ha dicho varias veces en los años anteriores y no se ha concretado.

**Alejandro Fernández Beroš**

#### 2.4. Empleo y Remuneraciones: Se Mantiene un Escenario Difícil.

El incremento en la tasa de desempleo en el trimestre móvil enero-marzo estuvo dentro de lo esperado, manteniendo un diferencial de 3 ó 4 décimas con los mismos meses del año pasado. Así, el 6,6% entregado por el INE como cifra agregada para todo el país, se instala como una tendencia similar a la observada en 2016 (ver Gráfico N°2.3), pero a un nivel más alto, y con antecedentes complementarios del mercado del trabajo que son definitivamente más negativos.

**GRÁFICO N°2.3**  
**TASA DE DESEMPLEO MENSUAL 2011-17**



Fuente: INE.

Efectivamente, el mercado laboral muestra una precarización, con un comportamiento muy distinto entre empleo asalariado y por cuenta propia. Los primeros volvieron a reducirse en el trimestre terminado en marzo, aunque menos que en los dos meses previos (24.860 personas, -0,4%), mientras que los segundos más que compensaron la reducción en los asalariados (109.000 personas, 6,6%).

De esta manera, el porcentaje de empleados por cuenta propia alcanzó a 21,4% del total de ocupados, cifra que aunque está por debajo del máximo de octubre pasado (21,9%), exhibe una tendencia claramente alcista, situándose el promedio de doce meses también en 21,4%, que es el más alto de la serie iniciada en 2010.

Por otro lado, las horas trabajadas, si bien muestran una volatilidad importante, exhiben una tendencia claramente a la baja que, en el caso en que se excluyen los ocupados sin horas de trabajo, también alcanza un mínimo desde que se inició la serie en 2010, aunque hay que reconocer que la tendencia ha sido a la baja de manera sostenida.

Algo similar se observa en el caso de las tasas de participación que, en el caso de los hombres ha declinado sistemáticamente desde 2011 y, en el de las mujeres, desde 2015, lo que sí podría estar vinculado a la debilidad de la economía y el mercado del trabajo en general.

En el caso de las remuneraciones, en marzo se produjo una recuperación marginal en su variación nominal en doce meses, que subió de 4,2% a 4,3% respecto de febrero. En el mes, la variación de las remuneraciones nominales fue de 0,8%.

Esto permitió un incremento real de 0,4% en el mes y una aceleración, también modesta de su crecimiento real desde 1,4% a 1,5% entre febrero y marzo. Dado lo anterior y la aceleración en el crecimiento del empleo de 0,7% a 1,4% en doce meses, la masa salarial total aceleró su expansión de 2,2% en doce meses a 3,0% entre febrero y marzo, fenómeno que no parece muy sostenible, en la medida que el empleo probablemente se debilite un tanto y que las remuneraciones reales se ajusten algo a la baja en la medida que el efecto de la desaceleración en la inflación desaparezca sobre el cálculo de los reajustes de remuneraciones nominales.

**Alejandro Fernández Beroš**

## **2.5. Inflación y Política Monetaria: Agotando los Recursos.**

Finalmente el Banco Central comienza a entregar señales sensatas respecto a la trayectoria futura de la política monetaria. Las declaraciones en medios de prensa de dos de los cinco consejeros del Banco Central, tendientes a acotar las expectativas del mercado respecto a la intensidad con que se bajará la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el presente ciclo, contribuyen a reforzar la imagen de independencia y seriedad técnica de la institución.

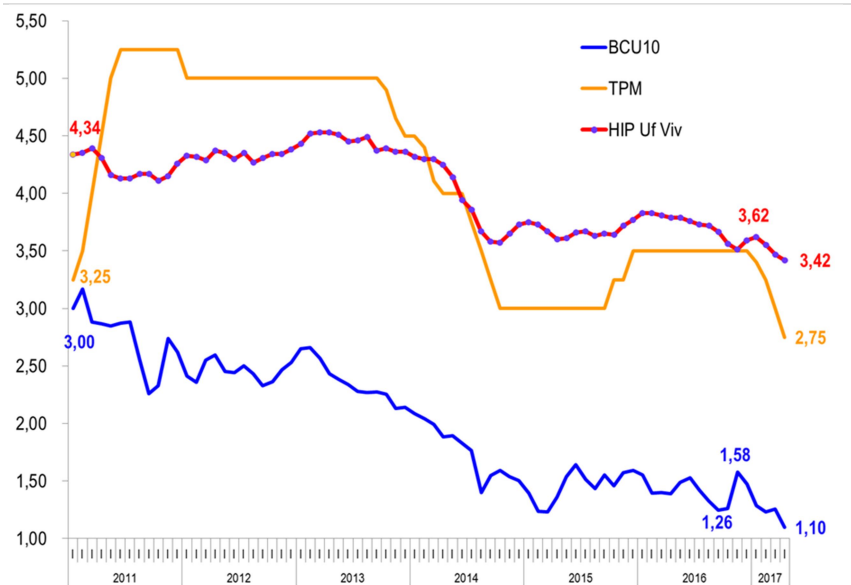
Como lo hemos dicho tantas veces en esta publicación, las causas del bajo crecimiento y la caída en la inversión no guardan relación con el costo del crédito, el que, por lo demás, se ubica en niveles históricamente bajos, sino con otras causas más de fondo y difíciles de resolver (Ver Panorama General).

Dejar atrás un cierto activismo que dejó ver parte del consejo a lo largo de los últimos meses parece sano, además de ajustado a la realidad. No se debe perder de vista que el rol asignado al Banco Central, que está en su Ley Orgánica, es la estabilidad de precios y de pagos, y no la actividad o el pleno empleo.

Por lo demás, aunque éstos objetivos estuvieran dentro de su mandato, es evidente que es poco lo que pudiera hacer con su instrumento para alcanzarlos. Con suerte la política monetaria puede hacer una pequeña contribución en atenuar el ciclo, cuestión por lo demás discutible a nivel académico, nada puede hacer para subsanar las verdaderas causas del pobre desempeño económico de los últimos años.

Con todo, el mercado tiene ahora internalizado que el piso para la TPM está en 2,5% en el actual ciclo de baja, según muestra la encuesta de expectativas económicas que recoge la propia autoridad monetaria. Dicho nivel, por lo demás, proyectando una inflación a doce meses en el centro del rango meta de 3,0%, significa una tasa real negativa.

**GRÁFICO N°2.4  
TASAS DE INTERÉS**



Fuente: Banco Central de Chile.

Como se observa en el gráfico, la tasa de largo plazo libre de riesgo, tomando como referencia el BCU a 10 años, se ubica en niveles históricamente bajos, lo mismo que el costo promedio para el financiamiento hipotecario. De hecho, a pesar de expectativas de una baja adicional en la TPM, no se espera que las tasas de largo plazo tengan espacio adicional para bajar.

Por lo demás, el Banco Central maneja sólo la tasa de corto plazo, a través de la cual tiene un impacto muy acotado sobre la de largo plazo. Ésta última está más afectada por la oferta y demanda de fondos a largo plazo, lo que guarda más relación con las necesidades de financiamiento público y privado a dichos plazos y, en forma muy importante, por la demanda neta de instrumentos por parte de los inversionistas externos.

Teniendo todo ello en cuenta, y las expectativas sobre movimientos futuros de las tasas libres de riesgo de largo plazo fuera de Chile, es razonable pensar que las tasas de largo plazo local tienen mucho más espacio para subir respecto de sus niveles actuales, que para bajar adicionalmente.

Por último, no se observa una gran holgura en la trayectoria de la inflación en el horizonte meta de la autoridad. Las expectativas a 12 y 24 meses están levemente por debajo del centro del rango meta, por lo que, el riesgo de una caída en los niveles de inflación hacia la parte baja de dicho rango, es hoy más acotado, un elemento más para reforzar la idea de que el instrumento monetario está cercano a su límite.

**Tomás Izquierdo Silva**

### 3. COMENTARIO POLÍTICO

La lista de candidatos presidenciales prácticamente conformada en estos días, no era probablemente predecible por nadie hace pocos meses, cuando se daba casi por hecho que la disputa en la segunda vuelta sería Lagos – Piñera, con el beneplácito de los mercados que veían en ello la continuidad de políticas sin demasiado cambio en los lineamientos económico de los últimos años y la mantención ordenada de la conducción del duopolio dominante, desviaciones más desviaciones menos.

Pero todo se desordenó cuando el PS no apoya a Ricardo Lagos y queda como candidato del sector más izquierdista de la Nueva Mayoría el Senador Guillier, lo que desencadena el camino propio de la DC con Carolina Goic, lo que permitirá ver cuánto pesan estas dos almas del sector.

Hoy la Nueva Mayoría ya no existe y esto pronto se verá reflejado en un cambio de nombre de lo que quede de ella. Por otra parte, el Frente Amplio parece haberse puesto pantalones largos y va a primarias legales, con dos candidatos sacados fuera del mundo político, como son Alberto Mayol y Beatriz Sánchez, con lo cual han logrado comenzar –casi por obligación– a ser invitados tímidamente a los programas políticos, donde sólo se representaba el Chile de las dos grandes coaliciones.

El escenario tiende a configurar una izquierda representada por el Frente Amplio que enfrenta sin complejos a su padre Concertación, un centro de izquierda que aún no decide su vocación, entre Guillier y Goic (ya lo dirán las elecciones) y una derecha que resiste sus distintas miradas sin dividirse con la mirada puesta en su posible retorno a La Moneda.

Falta un desafío de sus generaciones más jóvenes con una mirada más moderna, que será probablemente liderado por Felipe Kast y Jaime Bellolio. Pero cómo se configurará el centro, es quizás lo que vaya perfilando hacia dónde se orientará Chile.

En Chile Vamos, si bien hay poca incertidumbre sobre que será el ex Presidente Piñera su representante, sus últimas actuaciones han generado ataques desde el frente interno, especialmente de Manuel José Ossandón frente a quien no parece tener interés alguno en medirse en debates para las primarias.

Su mirada frente a los conflictos de interés generados por su patrimonio y determinadas inversiones parece ser que simplemente no hay conflicto, lo que no parece realmente sostenible al acercarse las primarias y elecciones. Los disparos por ese flanco no cesarán.

**Guido Romo Costamailère**