

Gemines[®]
CONSULTORES



LAECO

INFORME GEMINES N°534

MARZO 2025

COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

ÍNDICE

ÍNDICE	2
DESTACAMOS	3
1.- PANORAMA GENERAL: UN ESCENARIO DIFÍCIL DE ANTICIPAR	5
2.- TEMA ESPECIAL: UN MANIFIESTO POR EL CRECIMIENTO	8
3.- COYUNTURA NACIONAL	12
3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: AL COMPÁS DE ESTADOS UNIDOS ..	12
3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: RECUPERACIÓN, PERO NO TANTO	13
3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: SEÑALES POSITIVAS	15
3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: CAMBIO EN EL DISCURSO	17

INFORME GEMINES

Nº534

DESTACAMOS

Panorama General

- Es completamente impredecible el accionar futuro de Donald Trump, ya sea en el ámbito geopolítico o en el económico. Ello ha incrementado enormemente los niveles de incertidumbre sobre el devenir de la economía mundial. (Pág. N°6).
- Hasta ahora estaría, con su particular estilo, logrando algunos éxitos en lo geopolítico, en la medida que logre terminar con las guerras de medio oriente y Ucrania. Sin embargo, lo lograría dejando seriamente dañados el rol y relevancia de organismos multilaterales como Naciones Unidas, (Pág. N°5).
- El impacto evidente de la mantención de medidas proteccionistas como las observadas, además de fuertes correcciones de precios relativos, es sobre la actividad global y, particularmente, sobre la de la propia Estados Unidos. (Pág. N°6).
- Medidas proteccionistas que afecten directamente a Chile, aunque no descartables, tienen relativamente baja probabilidad de ocurrencia, (Pág. N°6).

Tema Especial

- Cuando existe un problema, es esencial reconocer su existencia antes que sea posible resolverlo. Afortunadamente hoy se reconoce de manera generalizada que Chile tiene un problema grave de falta de crecimiento. Es el primer paso para iniciar el proceso de tomar medidas para revertirlo. El acuerdo logrado en el ámbito previsional es una buena señal que permite tener alguna confianza en que será posible lograr acuerdos que permitan acelerar el crecimiento tendencial. Chile, en todo caso, no es el único país que enfrenta el desafío de acelerar el crecimiento, el que se extiende a toda Europa, tal vez con algunas modestas excepciones y, en particular a España, país con el que existen muchas diferencias, sin duda, pero también algunas similitudes, (Pág. N°8).
- España está inmersa en un colapso demográfico sin precedentes (algo parecido en Chile) que amenaza los fundamentos de nuestro estado del bienestar y prosperidad económica. Aunque la inmigración puede ofrecer un alivio temporal, no es una solución sostenible y presenta sus propios desafíos socioeconómicos y fiscales, dado que los inmigrantes con baja cualificación relativa cuestan al Estado, a lo largo de su vida, mucho más de lo que aportan a las arcas públicas. En Chile la inmigración no presenta los mismos problemas que en España pero, en el largo plazo, parece difícil que sea parte relevante de la solución. La única vía realista hacia la prosperidad sostenible es un aumento radical de la productividad, impulsado por la adopción y generación de tecnologías punteras, (Pág. N°8).

- Nuestra propuesta es radical por su sencillez: una política económica basada en el crecimiento y el dinamismo tecnológico. Esta política debe apoyarse en mecanismos de mercado que fomenten el mérito y la iniciativa. Tanto España como la Unión Europea (y, desde luego Chile) necesitan una agenda que elimine trabas administrativas (permisología), facilite la acumulación de capital, potencie la creación de empresas, promueva su crecimiento y fomente la movilidad laboral. Esto requiere un cambio de mentalidad y la creación de marcos legales que incentiven el progreso. Difícilmente podría resumirse en otros términos para el caso chileno, (Pág. N°9).

Coyuntura Nacional

- Los movimientos del dólar en el mercado local, desde el cuarto trimestre del año pasado, han tenido una alta correlación con el valor de la divisa a nivel global. El escenario esperado para el crecimiento global este año, que conlleva un alto precio del cobre, además de expectativas de cambios políticos internos, podría llevar al dólar a niveles cercanos a los 900 pesos en las próximas semanas, (Pág. N°12).
- Considerando todo lo anterior, así como el débil crecimiento potencial de nuestra economía, parece difícil que se repita o supere la expansión de 2,5% del año pasado. En el mejor de los casos se ubicará algo por debajo de esta cifra, en el peor, algo por debajo del 2%, escenario que puede extenderse a 2026, (Pág. N°14).
- La economía chilena se ha estado recuperando de los excesos de 2021 pero, como el gráfico adjunto muestra, respecto de noviembre de ese año el crecimiento acumulado en poco más de tres años apenas llega a 1,9%. No es como para celebrar, (Pág. N°14).
- Se percibe una leve recuperación en las cifras del mercado laboral, con ocupación que sigue creciendo; mayor tasa de participación en el mercado; caída en el desempleo y repunte en las remuneraciones reales, (Pág. N°15)
- El instituto emisor es responsable de la detención en el proceso de reducción de la inflación y en el desanclaje de expectativas que se ha producido en el último tiempo. Esto porque su política agresiva de reducción de la TPM en 2024 y su mensaje de que ésta podría llegar a su nivel neutral durante el primer semestre de este año hicieron mucho daño. Ignoró totalmente el escenario internacional y las decisiones de la Reserva Federal y persistió con temeridad en una política que llevó el nivel real de la TPM a ser uno de los más bajos del mundo, (Pág. N°18).
- El Banco Central puede equivocarse, pero es importante que rectifique cuando ello es evidente. Ello contribuirá a un peso algo más fuerte que en el escenario alternativo y a un mayor control de la inflación durante este año, (Pág. N°19).

1.- PANORAMA GENERAL: UN ESCENARIO DIFÍCIL DE ANTICIPAR.

Poco a poco nos hemos ido acostumbrando a altos grados de incertidumbre, tanto a nivel local como, sobre todo, a nivel internacional. A pesar de ello, es evidente que la llegada de Donald Trump a la presidencia de Estados Unidos supera todo lo conocido.

En pocas semanas desde que asumió, ha logrado centrar toda la atención global en él y sus múltiples iniciativas. En el plano geopolítico, aunque de forma muy heterodoxa, además de la tregua en oriente medio, donde empieza a planificarse un acuerdo más permanente, estaría logrando un alto al fuego en Ucrania, afectando, de paso, profundamente la situación política y económica de Europa.

No se puede desconocer que terminar con estos dos conflictos, altamente costosos en lo humano y económico, significaría un gran logro. Ello sería, al menos en esta oportunidad, una muestra de que su particular estilo negociador, frontal y muchas veces temerario, puede ser efectivo.

Sin embargo, un logro particular no debe ser interpretado necesariamente como una buena noticia, en la medida que se obtiene pasando a llevar parte relevante de la institucionalidad que el mundo occidental construyó para velar por la seguridad global post segunda guerra mundial.

El mundo hoy es más inestable y riesgoso en la medida que se dejan de respetar las instituciones globales, lo que queda en evidencia, entre otros ejemplos, con el absurdo de lo observado en la Asamblea General de Naciones Unidas, con Estados Unidos votando, por primera vez desde que comenzó la guerra en Ucrania, junto con Corea del Norte, Nicaragua y otros regímenes autoritarios, rechazando una condena a Rusia por la invasión de Ucrania.

En el intertanto, los europeos finalmente están tomando plena conciencia respecto a que el rol protector de Estados Unidos hacia el mundo occidental está en retirada, y que serán ellos mismos los que tendrán que hacerse cargo de su defensa. Esto último ha llevado a la aprobación, en primera instancia, de un mega plan de gasto en defensa, del orden de 500.000 millones de euros, que tendría variados impactos. Por un lado, exigiría incrementar aún más los altos déficits fiscales europeos, incluida esta vez Alemania, y abultar severamente los ya muy altos niveles de deuda pública. De hecho, esto ya fue recogido por los mercados, con una fuerte alza en los bonos soberanos de la eurozona.

- Jugando a la Guerra Comercial

Nadie sabe cómo, cuando, ni con qué intensidad y duración, el presidente Trump anunciará una nueva medida proteccionista, usando resquicios legales referidos a un supuesto riesgo a la seguridad nacional de Estados Unidos. La situación hace pensar en un elefante en una cristalería, que ya no sólo se enfrenta a China, su principal adversario económico global, sino que afecta también a sus más importantes y cercanos socios comerciales como Canadá y México.

El impacto económico ha sido mayúsculo, con fuertes caídas en los mercados bursátiles, correcciones en precios relativos, tanto en la valoración de empresas e industrias, como en el caso de las monedas. La tasa de interés de largo plazo ha registrado una baja relevante, el valor del dólar, a nivel global, ha caído en forma acentuada, y aparecen pronósticos recesivos para la actividad, además de riesgos inflacionarios.

Es muy difícil predecir lo que sigue, porque no sabemos si Trump perseverará en esta línea de acción, la intensificará o, por el contrario, retrocederá reduciendo su impacto. Con todo, en la medida que lo que se instale sean altos aranceles a productos del resto de Norteamérica (Canadá y México), China y Europa, podemos prever que ello, al menos en el corto plazo, se traducirá en efectos recesivos para la actividad en Estados Unidos.

Las empresas afectadas, tendrán que reorganizar sus estructuras productivas, cambiar proveedores y, eventualmente, realizar nuevas inversiones para suplir el abastecimiento que recibían desde las economías afectadas por las sobretasas. El costo de producción de incrementará, y ello debería reflejarse en menores márgenes y/o mayores precios de venta.

Peor aún, el eventual incentivo a generar mayor inversión productiva dentro de Estados Unidos, uno de los objetivos supuestamente buscados de las medidas, no es claro, toda vez que las compañías afectadas no tendrán ninguna certeza de la duración de las medidas proteccionistas en el tiempo.

- Impactos Sobre Chile

No sabemos cómo se decantarán los acontecimientos globales, por lo que es difícil anticipar los efectos más permanentes sobre nuestra economía. Con todo, hay efectos seguros. En la medida que avanza la desglobalización y el proteccionismo, el potencial de crecimiento global será afectado. En muchos casos se dejará de producir bienes y servicios donde es más barato y eficiente hacerlo, lo que tendrá un impacto sobre el dinamismo económico global. Economías como la nuestra, muy pequeñas, abiertas al comercio internacional, y con un porcentaje alto de su actividad ligado al comercio exterior, sufrirán un impacto negativo. Además, en la medida que el nuevo orden económico global termine afectando seriamente a nuestro principal socio comercial, China, el impacto será aún más severo.

Hasta ahora, China se está preparando, con planes fiscales y monetarios que estimulan la demanda interna, mientras Europa hace algo parecido, cambiando la entrada en vigencia de medidas anticontaminantes que afectaban a su industria automotriz; generando mayores incentivos a la compra de vehículos eléctricos, y planificando una mega inversión en defensa, lo que involucra mucho gasto y un efecto expansivo en la actividad para los próximos años.

En relación con medidas que nos afecten directamente, como aranceles más altos para nuestras exportaciones de cobre, fruta, salmones u otros productos a Estados Unidos, si bien no se puede descartar, pensamos que no tiene una probabilidad muy alta. Por un lado, la economía chilena es pequeña, por lo que no pesa en forma relevante en el comercio con Estados Unidos. Se agrega que tenemos déficit comercial con dicho país, es decir les compramos más que lo que les vendemos. En el caso del cobre, ellos requieren de nuestro concentrado y, de ponerle gravámenes, afectarían a capitales norteamericanos que explotan cobre en Chile.

En el caso de la fruta, estamos en hemisferios distintos, por lo que nuestra fruta no compite directamente con la producción norteamericana, ni tampoco puede ser gravada a partir de consideraciones estratégicas de "seguridad nacional", por lo que les resulta más difícil pasar por alto el tratado comercial vigente con Estados Unidos. Por último, todo lo que termine afectando nuestras relaciones comerciales y económicas con Estados Unidos, puede entenderse como un incentivo para que Chile se alinee más con China, cosa que no debería ser parte de la estrategia norteamericana hacia Sudamérica.

Finalmente, paradójicamente, al menos hasta ahora los efectos más directos para Chile han sido positivos. La mayor debilidad del dólar ha contribuido al ajuste a la baja del tipo de cambio en el mercado local, lo que favorece el control de la inflación, y la caída, no sabemos cuan permanente, en el nivel de la tasa larga en Estados Unidos, se transmitirá a las tasas largas locales, favoreciendo un abaratamiento del apalancamiento largo en nuestro país. Ello, de mantenerse, contribuiría particularmente a acotar el costo del financiamiento hipotecario, tema muy sensible en los últimos años.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.- TEMA ESPECIAL: UN MANIFIESTO POR EL CRECIMIENTO.

Cuando existe un problema, es esencial reconocer su existencia antes que sea posible resolverlo. Afortunadamente hoy se reconoce de manera generalizada que Chile tiene un problema grave de falta de crecimiento. Es el primer paso para iniciar el proceso de tomar medidas para revertirlo. El acuerdo logrado en el ámbito previsional es una buena señal que permite tener alguna confianza en que será posible lograr acuerdos que permitan acelerar el crecimiento tendencial. Chile, en todo caso, no es el único país que enfrenta el desafío de acelerar el crecimiento, el que se extiende a toda Europa, tal vez con algunas modestas excepciones y, en particular a España, país con el que existen muchas diferencias, sin duda, pero también algunas similitudes.

España fue uno de los países a los que llegó más tarde la revolución industrial en Europa a fines del siglo XVIII y comienzos del XIX, lo que lo puso a la cola del desarrollo continental en el siglo XIX y la mayor parte del XX. Sólo a partir de los años 60 del siglo pasado y especialmente, luego de ingresar a la Unión Europea en 1986, se produjo un acortamiento en la brecha existente con Europa, tendencia que se mantuvo hasta 2007-08 y se ha revertido después. Cambiando un poco las fechas es claro que Chile también mantiene un récord económico mediocre salvo el registrado en el período 1985-2012 y un retroceso relativo desde la última fecha respecto del mundo desarrollado.

El artículo que reproducimos a continuación¹ escrito por tres destacados economistas españoles pone el acento en aquellos aspectos urgentes que se requiere abordar para impulsar el crecimiento en España. No debería sorprender que son los mismos que hay que abordar en Chile y apuntan a aumentar significativamente la productividad.

Si el fracaso de la revolución industrial en España marcó el declive relativo del país durante el siglo XIX y definió el turbulento siglo XX, hoy nos enfrentamos a un riesgo aún mayor: quedar al margen de la revolución de la inteligencia artificial. Las consecuencias de este fracaso serían todavía más devastadoras que las sufridas en el siglo XIX.

La urgencia es innegable. España está inmersa en un colapso demográfico sin precedentes (algo parecido en Chile) que amenaza los fundamentos de nuestro estado del bienestar y prosperidad económica. Aunque la inmigración puede ofrecer un alivio temporal, no es una solución sostenible y presenta sus propios desafíos socioeconómicos y fiscales, dado que los inmigrantes con baja cualificación relativa cuestan al Estado, a lo largo de su vida, mucho más de lo que aportan a las arcas públicas. En Chile la inmigración no presenta los mismos problemas que en España pero, en el largo plazo, parece difícil que sea parte relevante de la solución. La única vía realista hacia la prosperidad sostenible es un aumento radical de la productividad, impulsado por la adopción y generación de tecnologías punteras.

¹ “Un Manifiesto por el crecimiento” de Jesús Fernández-Villaverde, Luis Garicano y Tano Santos, El Confidencial, 12 de diciembre de 2024.

¿Está España preparada para este reto? Por desgracia, no y Chile aún menos. España carece de una estrategia a largo plazo que movilice nuestros recursos nacionales para abordar lo que debería considerarse una emergencia nacional. Esta inacción refleja un problema más profundo: las instituciones y políticas están paralizadas por la magnitud de los desafíos, atrapadas en la gestión del cortísimo plazo y desatendiendo los problemas estructurales. Algo parecido ocurre en Chile. España acumula ya más de dos décadas sin un liderazgo político y económico real: primero adormecida por una burbuja inmobiliaria que ofreció una prosperidad ilusoria y, después, paralizada por la gestión de las crisis sucesivas y por los conflictos distributivos e identitarios entre españoles. En Chile, por razones parecidas, la ausencia de liderazgo se prolonga ya por más de una década.

Nuestra propuesta es radical por su sencillez: una política económica basada en el crecimiento y el dinamismo tecnológico. Esta política debe apoyarse en mecanismos de mercado que fomenten el mérito y la iniciativa. Tanto España como la Unión Europea (y, desde luego Chile) necesitan una agenda que elimine trabas administrativas (permisología), facilite la acumulación de capital, potencie la creación de empresas, promueva su crecimiento y fomente la movilidad laboral. Esto requiere un cambio de mentalidad y la creación de marcos legales que incentiven el progreso. Difícilmente podría resumirse en otros términos para el caso chileno.

Además, es esencial resistir la tendencia hacia políticas industriales amplias, tan populares en 2024. Las administraciones públicas españolas no están preparadas para liderar estrategias de crecimiento, seleccionar sectores ganadores o gestionar recursos de manera eficiente. Si no dominan tecnologías básicas —como quedó patente en la reciente gestión de la DANA (en Chile podríamos mencionar los incendios de Valparaíso)—, ¿cómo podrían liderar la revolución de la inteligencia artificial?

El primer paso debe ser la adopción masiva de tecnologías existentes, seguido de la generación de nuestras propias innovaciones. Sin duda, un obstáculo para esta adopción es el marco regulador de la Unión Europea, marcado por un excesivo garantismo. Como señala Anu Bradford en *Digital Empires*, el modelo de regulación europeo se centra en una regulación preventiva que limita la experimentación, en comparación con el modelo de Estados Unidos, más abierto a las nuevas ideas y la regulación a posteriori. Europa, también, necesita un impulso reformista que España debe liderar. Por las distintas etapas de desarrollo, probablemente, esta propuesta no estaría en primer lugar en Chile, sino la del aprovechamiento integral de los recursos primarios existentes, aunque no puede quedar demasiado abajo.

En España, esta situación se ve agravada por la fragmentación del mercado nacional en 17 realidades distintas y una regulación laboral arcaica que, en esencia, sigue anclada en principios franquistas. El tamaño reducido de nuestras empresas dificulta la inversión en tecnología. Muchas optan por no asumir los costes fijos necesarios porque su volumen de negocio no les permite rentabilizar estas inversiones. Sin embargo, la adopción tecnológica —como la migración tecnológica a la “nube”— es clave para reducir costes y mantenerse competitivas en un mercado global. En Chile el mercado es pequeño no obstante el carácter unitario del país, pero la excesiva rigidez de la legislación laboral es compartida.

La falta de adopción tecnológica será un problema crítico en un mundo donde surgirán competidores digitales de la noche a la mañana. Sectores como la sanidad, la educación o las finanzas, históricamente protegidos por barreras locales, serán especialmente vulnerables. El único nicho que quedará para muchas empresas españolas será el que requiera un componente local tangible, como la restauración o la hostelería. Pero estos sectores no liderarán la creación de valor agregado ni la innovación.

¿Qué ocurre con la innovación tecnológica? A menudo, la adopción y la innovación se presentan como tareas separadas, pero en la economía de 2024 están profundamente conectadas. España no carece de talento ni de ideas originales, pero sí de continuidad. Ejemplos históricos como la máquina de vapor de Jerónimo de Ayanz o el submarino de Isaac Peral muestran que el problema de España no es la falta de "primeros", sino la ausencia de "segundos" y "terceros". Es necesario permitir que las empresas fallen, aprendan y lo intenten de nuevo.

En este sentido, es crucial reducir los costes de reestructuración para las empresas en dificultades. Todas las compañías, ya sean jóvenes o maduras, atraviesan momentos críticos y necesitan flexibilidad para reestructurarse, incluso dentro de procesos concursales. En España, estos procedimientos son los más lentos de nuestro entorno, y mecanismos como los acuerdos extrajudiciales de pagos o la segunda oportunidad, introducidos en la reforma legal de 2014, están infrautilizados, especialmente por pequeñas empresas. Esto dificulta la asunción de riesgos, que es fundamental en una economía de mercado. De nuevo, aquí un obstáculo clave son las obsoletas regulaciones laborales, que hacen que la reestructuración sea tan cara que el fracaso absoluto es, a menudo, inevitable, cuando un fracaso solo parcial (y una reestructuración) debería haber sido posible.

Sin embargo, no todo son desafíos. España cuenta con una ventaja competitiva extraordinaria en el ámbito energético, un factor crucial para la revolución tecnológica. Es también el caso de Chile. España dispone de uno de los mayores potenciales de Europa en energías renovables, con espacios abundantes para instalaciones solares y eólicas, y una irradiación solar excepcional. Combinando estas energías renovables con una flota nuclear mantenida y modernizada, España podría ofrecer a las empresas tecnológicas algo que escasea en Europa: energía abundante, estable y a precios competitivos. Esta ventaja energética bien aprovechada, podría convertir a España en un centro tecnológico natural para Europa, atrayendo centros de datos, instalaciones de computación de alta potencia y empresas intensivas en consumo energético. Chile podría hacer lo mismo, especialmente en el extremo austral, donde el clima frío puede ser una ventaja adicional. La clave está en desarrollar una política energética racional que aproveche todas nuestras fuentes de energía limpia, sin ideologismos que nos priven de ninguna de ellas. Cerrar las nucleares, repitiendo el error que ahora todos reconocen en Alemania, es una frivolidad imperdonable.

El resumen es sencillo: la asunción de riesgos, el crecimiento, la reorganización y el dinamismo empresarial deben ser el centro de nuestra política económica. Crear mercados de capital y trabajo flexibles es una prioridad nacional. España necesita crecer porque no tiene otra opción. Pero el tiempo se agota. Aunque la revolución de la inteligencia artificial está aún en sus comienzos, es vital crear un entorno que permita que las reformas maduren y den fruto. El coste de la inacción no será simplemente económico, sino que amenazará la cohesión social y el futuro de las próximas generaciones. No debemos esperar a que un historiador futuro escriba: *El fracaso de la revolución de la inteligencia artificial en España, 2012-2111*².

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

² Hace referencia a *El fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913*, publicado en 1975 por Jordi Nadal, que es un clásico de la historiografía española. Equivale, en el caso de Chile a “Un caso de desarrollo frustrado” de Anibal Pinto Santa Cruz, publicado en 1959.

3.- COYUNTURA NACIONAL

3.1.- CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: AL COMPÁS DE ESTADOS UNIDOS

Ciertamente las políticas arancelarias altamente disruptivas implementadas por la administración Trump están derivando en importantes correcciones de precios relativos en los distintos mercados. El valor del dólar a nivel global, anticipando un efecto contractivo sobre la economía de Estados Unidos producto de las medidas anunciadas, ha corregido fuertemente a la baja a lo largo de las últimas semanas, lo que se refleja con nitidez en el indicador dólar Índice, que luego de alcanzar máximos superiores al nivel 108 del índice, ha retrocedido a algo por sobre 103 (al momento de redactar estas líneas).

GRAFICO N° 3.1
TRAYECTORIA RECIENTE DEL DÓLAR ÍNDEX



Fuente: Trading View

La mayor parte del ajuste de nivel que ha registrado nuestra moneda respecto al dólar, desde el cuarto trimestre del año pasado, primero al alza y ahora último a la baja, obedece a movimientos globales de la moneda americana. En el evento que el dólar siga depreciándose a nivel global, habría espacio también para un fortalecimiento adicional de nuestra moneda. Ayuda también, para entender la caída del tipo de cambio de las últimas semanas, el buen comportamiento registrado por el precio del cobre, nuestro principal producto de exportación.

En nuestro escenario base, en que la economía mundial se impacta en forma acotada en materia de crecimiento a lo largo del presente año, con China y Europa logrando estimular sus economías a partir de políticas monetaria y fiscal expansivas, el precio del cobre se sostendría en muy buenos niveles, lo que ayudaría a consolidar la apreciación de nuestra moneda. El escenario político interno, en la medida que el mercado comience a anticipar un triunfo de la centro derecha en las presidenciales y parlamentarias de fin de año, también favorecería una apreciación adicional de nuestra moneda.

En suma, el que el tipo de cambio caiga adicionalmente acercándose a los 900 pesos en las próximas semanas, es algo factible, en la medida que se cumpla el escenario antes reseñado.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: RECUPERACIÓN, PERO NO TANTO.

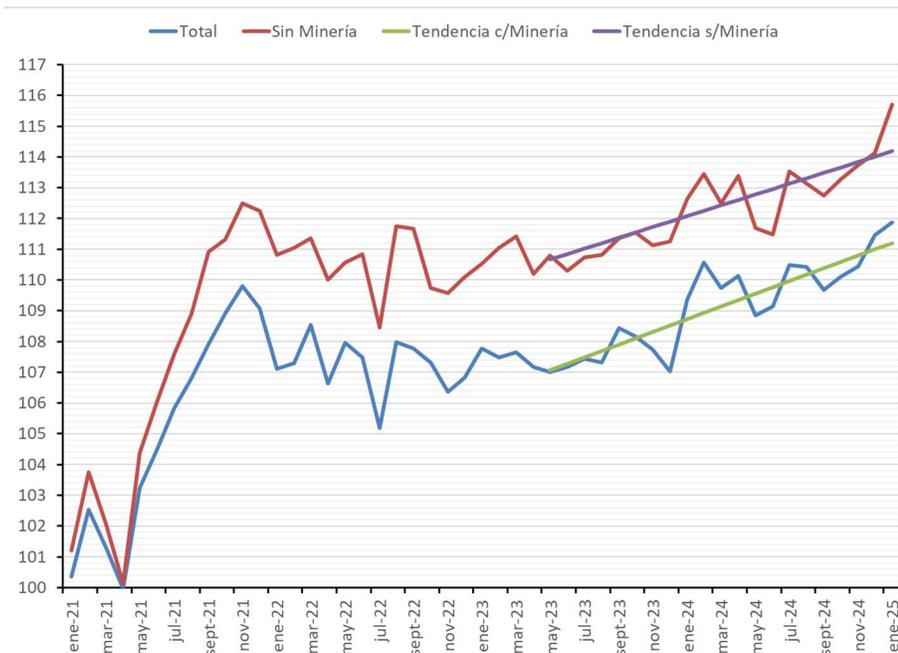
Luego del excelente IMACEC de diciembre, en que la sorpresa fue el robusto crecimiento de la minería, tuvimos un buen resultado en enero, explicado por las exportaciones y el turismo argentino. Ninguno de estos factores puede esperarse que sean recurrentes. Más aún, el escenario externo ya no solo está caracterizado por incertidumbre sino por la creciente percepción de que la economía mundial puede experimentar una desaceleración respecto de lo que se pensaba a fines del año pasado. Por supuesto, la explicación para esta perspectiva que se ha ido asentando en los mercados e indicadores relevantes tiene que ver no con un shock exógeno e inesperado, sino con la infinita estupidez de la política comercial de Estados Unidos que, además, se ha encargado de meterle incertidumbre al sistema anunciando barreras un día y retrocediendo en los siguientes. En la medida que pasa el tiempo, son más los aranceles que se quedan arriba y se suman las represalias de los países afectados.

En este escenario, la sorprendente subida del precio del cobre no debería tener mucha persistencia. Lo ayuda el debilitamiento del dólar y la aparente demanda especulativa ante la amenaza de gravarlo también con aranceles, pero si la desaceleración de la actividad global se produce, el precio volverá a bajar.

Considerando todo lo anterior, así como el débil crecimiento potencial de nuestra economía, parece difícil que se repita o supere la expansión de 2,5% del año pasado. En el mejor de los casos se ubicará algo por debajo de esta cifra, en el peor, algo por debajo del 2%, escenario que puede extenderse a 2026.

La economía chilena se ha estado recuperando de los excesos de 2021 pero, como el gráfico adjunto muestra, respecto de noviembre de ese año el crecimiento acumulado en poco más de tres años apenas llega a 1,9%. No es como para celebrar.

GRÁFICO N°3.2
IMACEC DESESTACIONALIZADO 2021-2025
(Base 2018=100)



Fuente: Banco Central y Gemines.

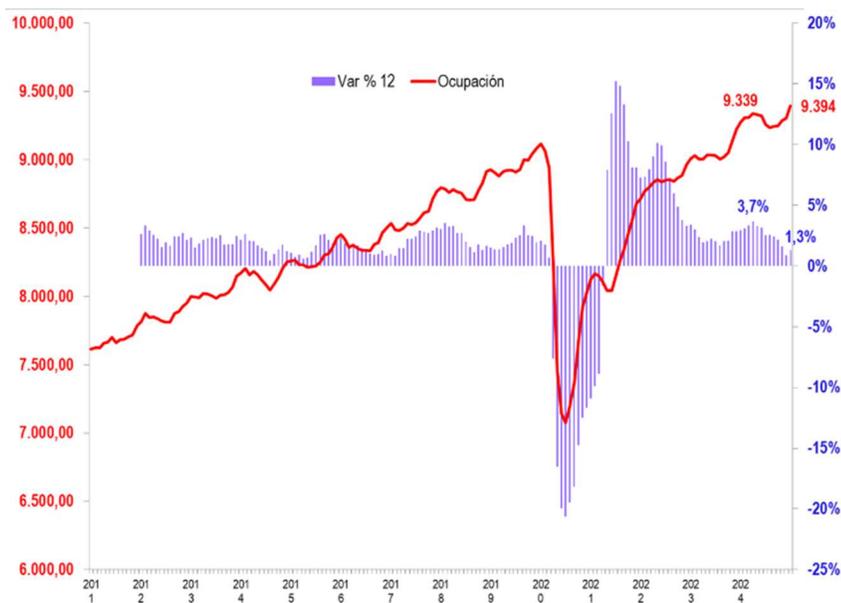
Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: SEÑALES POSITIVAS.

Los últimos datos conocidos del mercado laboral registran un cambio de tendencia favorable. La ocupación mantiene su crecimiento; se incrementa la participación en el mercado laboral y la tasa de desocupación, medida en forma desestacionalizada, anota una caída.

No podemos asegurar que dicha tendencia se sostenga en el tiempo, pero de mantenerse el mejor desempeño mostrado por la actividad interna los últimos dos meses conocidos, es factible que así sea.

**GRAFICO N°3.3
CRECIMIENTO DEL EMPLEO**



Fuente: Elaborado con cifras del INE.

Como se observa en el gráfico siguiente, medida en forma desestacionalizada, la tasa de desempleo bajó de 8,7 a 8,3 %, entre los trimestres móviles terminados en octubre del año pasado y enero del presente.

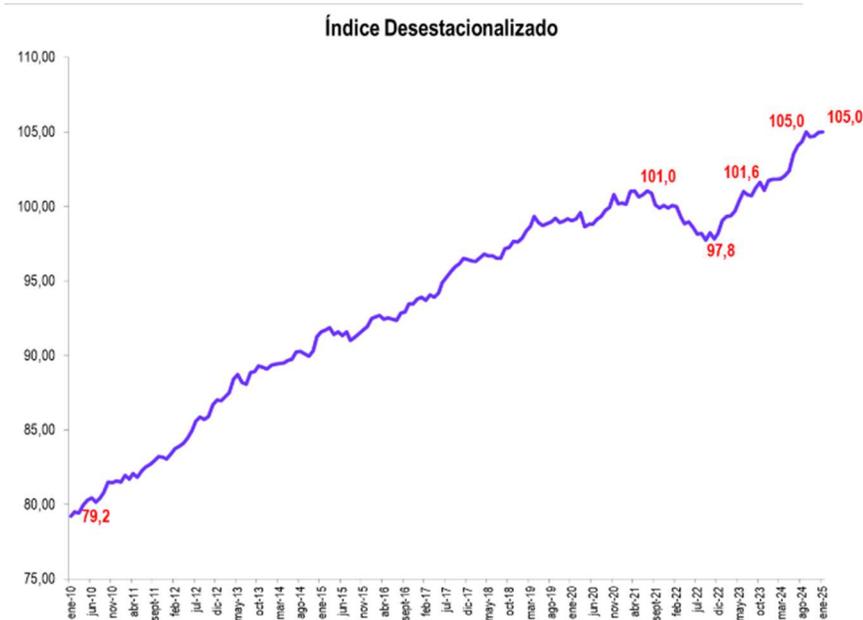
GRAFICO N°3.4
TASA DE DESEMPLEO
 (% Serie Desestacionalizada)



Fuente: Elaborado con cifras del INE.

Por su parte, aunque en forma moderada, las remuneraciones reales, también medidas en forma desestacionalizada, luego de una recaída, retoman la tendencia de crecimiento, igualando el máximo alcanzado en octubre del año pasado.

GRAFICO N°3.5
REMUNERACIONES REALES
 (índice en Serie Desestacionalizada)



Fuente: Elaborado con cifras del INE.

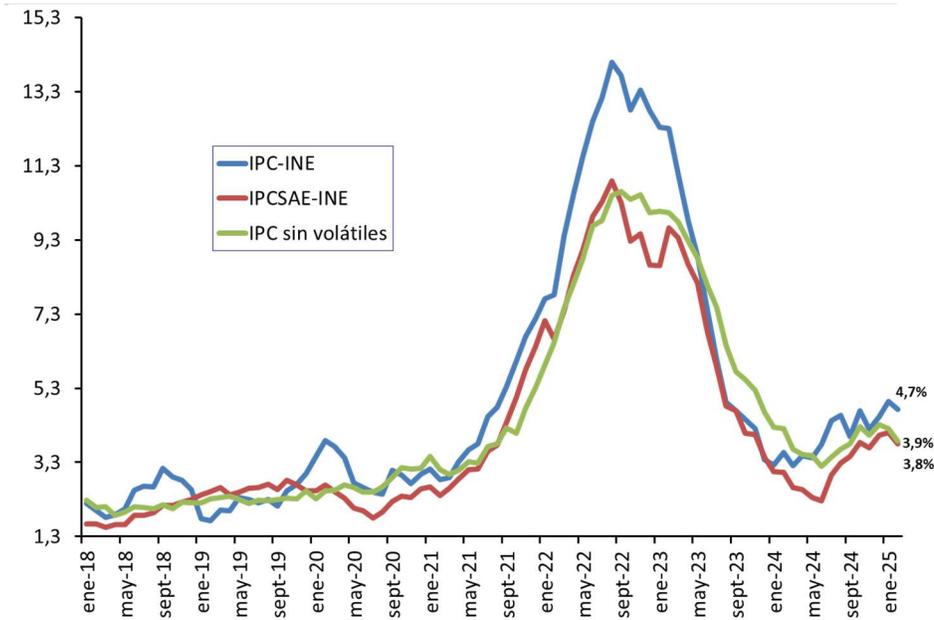
Para sostener mejores expectativas de crecimiento el presente año, será clave que esta incipiente recuperación del mercado laboral se sostenga a lo largo de los próximos trimestres, generando mayores ingresos que permitan una recuperación del consumo de los hogares, el elemento más significativo de la demanda agregada de la economía.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: CAMBIO EN EL DISCURSO

La inflación de febrero se ubicó en torno a lo esperado por el mercado (0,4%) y su variación anual se redujo a 4,7% (ver Gráfico N°3.6). Los indicadores subyacentes también mostraron algún avance y se situaron en 3,8% (IPCSAE) y 3,9% (sin volátiles). El escenario claramente mejoró, aunque sea superficialmente, a lo que se agrega el fortalecimiento del peso por factores externos y, como explicaremos luego, por el cambio de discurso del Banco Central. Estos avances en el control de la inflación, sin embargo, es probable que sean transitorios ya que las presiones inflacionarias siguen presentes. Por una parte, como reporta el Informe de Percepción de Negocios (IPN) las presiones de costos son relevantes y se han traducido en compresión de márgenes, algo que puede revertirse en cuanto la demanda se recupere algo. Adicionalmente, nada puede condicionarse a la evolución del tipo de cambio que, así como ha bajado puede volver a subir en los próximos meses. Finalmente, si bien los combustibles probablemente jugarán a favor del control de la inflación, los precios internacionales de los alimentos están subiendo más rápido, lo que se reflejará en la inflación interna en algún momento.

GRÁFICO N°3.6
INFLACION TOTAL Y SUBYACENTE 2018-2025
(Variación 12 Meses)



Fuente: INE y Gemines.

Ninguno de los factores mencionados es controlable, pero lo que sí es controlable es el manejo de la TPM y el mensaje que entregue el Banco Central. El instituto emisor es responsable de la detención en el proceso de reducción de la inflación y en el desanclaje de expectativas que se ha producido en el último tiempo. Esto porque su política agresiva de reducción de la TPM en 2024 y su mensaje de que ésta podría llegar a su nivel neutral durante el primer semestre de este año hicieron mucho daño. Ignoró totalmente el escenario internacional y las decisiones de la Reserva Federal y persistió con temeridad en una política que llevó el nivel real de la TPM a ser uno de los más bajos del mundo.

Afortunadamente esto cambió. La minuta de la RPM de enero marca un cambio radical en la dirección de la política monetaria. En particular, el siguiente párrafo es clarísimo:

“Varios Consejeros resaltaron que era necesario enfatizar la preocupación del Consejo por la evolución de las expectativas de inflación a dos años plazo, reafirmando que el Banco estaba dispuesto a hacer lo necesario en caso de evaluar que estaba en riesgo el logro de la meta de inflación. Un Consejero agregó que se debía dejar claro que la Institución actuaría con la severidad adecuada, lo que implicaba estar dispuesta a cambiar la dirección de la política monetaria y mover las tasas hacia arriba, si ello era necesario.”

Este mensaje, esperamos, será ratificado en la RPM del 21 de marzo y, sobre todo, en el IPOM del 24 de marzo. El Banco Central puede equivocarse, pero es importante que rectifique cuando ello es evidente. Ello contribuirá a un peso algo más fuerte que en el escenario alternativo y a un mayor control de la inflación durante este año.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031