

Puntos de Referencia

Edición online
N° 438, septiembre 2016

El momento económico internacional y nacional Septiembre 2016

Vittorio Corbo

Resumen

La economía mundial sigue perdiendo fuerza debido a un menor dinamismo de las economías avanzadas. Si tomamos una perspectiva temporal algo más larga, la actividad y el comercio mundial han perdido dinamismo desde comienzos de esta década, afectadas por el legado de la gran crisis financiera, la desaceleración y los cambios estructurales de China, y la caída de la tasa de crecimiento de la productividad en los países avanzados. Estos factores, sumados al resurgimiento de medidas proteccionistas, han impactado el crecimiento de los años recientes, así como las expectativas futuras.

En los países avanzados, además de perspectivas de crecimiento poco auspiciosas, la inflación se mantiene muy por debajo de las metas de los bancos centrales, con impactos relevantes en el diseño de la política monetaria. En la Zona Euro y Japón, sus bancos centrales introducen nuevas medidas monetarias y financieras no convencionales, en tanto que en Estados Unidos aumenta la posibilidad de un incremento de la tasa de política hacia fines de año.

En China, la actividad se mantiene creciendo sobre el 6 por ciento anual, mientras la producción industrial y las ventas mantienen el dinamismo en medio del alza de la deuda corporativa y mejoras en los márgenes de las empresas, pero el fuerte crecimiento de la razón deuda a producto es una preocupación creciente.

Brasil, por su parte, hace frente a los desequilibrios macroeconómicos tomando medidas de política para contener el déficit fiscal y la inflación, lo cual ha acotado la caída del producto y mejorado las expectativas. En Rusia, la contracción toca fondo, mientras la economía de la India mantiene su alto dinamismo. Por otra parte, el resto de países emergentes se beneficia del retorno de los flujos de capital y de la estabilidad de los precios de los productos primarios.

La economía chilena, por su parte, no repunta: la actividad se contrajo en el segundo trimestre, el consumo perdió impulso, el mercado laboral sigue deteriorándose y las expectativas de consumidores y empresarios se mantienen deprimidas. Además, el Banco Central vuelve a recortar la estimación del crecimiento del producto potencial y tendencial. Entre los aspectos positivos, se destaca la reducción de la inflación, la que llega al menor nivel en 29 meses, apoyada en la caída de la inflación de bienes.

Mi escenario central para la economía chilena en 2016 es un crecimiento en la parte baja del rango de 1,5 al 2,0 por ciento proyectado por el Banco Central, y una inflación anual entre 3,2 y 3,6 por ciento. Para 2017 mis proyecciones son de un crecimiento en el rango también en la parte baja del rango de 1,75 a 2,75 por ciento proyectado por el Banco Central y de una inflación anual bajo el 3 por ciento.

Vittorio Corbo. Investigador Asociado Senior, Centro de Estudios Públicos.

Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP. Esta institución es una fundación de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es el análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a una sociedad libre. Director: Harald Beyer B.

Monseñor Sótero Sanz 162, Providencia, Santiago de Chile. Fono 2 2328 2400 - Fax 2 2328 2440.

1. Introducción

Los principales desarrollos de la economía internacional durante los últimos dos meses se centran en la pérdida de dinamismo de los países avanzados, la que no es compensada por el mejor desempeño de las economías emergentes y en desarrollo. Esto repercute en un crecimiento global que sería el más bajo de la década. Este mediocre crecimiento mundial está asociado a un conjunto de factores: i) el legado de la gran crisis financiera (alta deuda, recomposición de las hojas de balances, mayor regulación financiera), ii) causas estructurales (envejecimiento de la población, exceso de ahorro y menor crecimiento de la productividad en los países avanzados), iii) un aumento del proteccionismo, iv) la desaceleración de la actividad en China, junto con el cambio en la composición de su crecimen-

En los últimos meses, la preocupación sobre las acciones futuras de los bancos centrales en los países avanzados ha seguido dominando el escenario internacional.

to, desde las exportaciones de manufacturas y la infraestructura al consumo y los servicios, y v) el fin del superciclo de los productos primarios y el ajuste asociado en los países emergentes y en desarrollo frente a la caída de términos de intercambio y el menor crecimiento de las importaciones de los países avanzados y de China.

En los últimos meses, la preocupación sobre las acciones futuras de los bancos centrales en los países avanzados ha seguido dominando el escenario internacional, debido a que la inflación se acerca a la meta en Estados Unidos (EE.UU.) y se mantiene bastante por debajo de la meta en la Zona Euro (ZE)

y Japón. En EE.UU. la medida de inflación subyacente preferida por la Reserva Federal (FED) se ubica en 1,6 por ciento anual, mientras las expectativas se ubican por debajo del 2 por ciento anual, en medio de bajas presiones salariales. En todo caso, con un mercado laboral que continúa dinámico, la inflación debiera seguir transitando hacia la meta. Por lo anterior, la expectativa de un alza de la tasa de política monetaria por parte de la FED hacia diciembre se fortalece, gatillando la incertidumbre por la trayectoria de la tasa de interés de política en el mediano plazo, con efectos en los precios de activos financieros y en los flujos de capitales. Por otra parte, la ZE enfrenta amplias brechas de capacidad, y una inflación observada y esperada muy por debajo de la meta, mientras que Japón sufre las consecuencias de la baja credibilidad de su Banco Central, en medio de una inflación también muy por debajo de la meta. Esto ha llevado a sus autoridades monetarias a seguir experimentando con medidas de política monetarias no convencionales, esta vez, fijando un objetivo de tope máximo para la tasa de rendimiento nominal de los bonos del gobierno a 10 años, el cual se fijó inicialmente en cero.

En cuanto a la actividad mundial, EE.UU. y la ZE siguen con su moderada expansión, apoyados por las bajas tasas de interés, la mejora en el mercado laboral y en la confianza, y los bajos precios del petróleo. En Japón, el crecimiento se mantiene débil. En cuanto a perspectivas, los PMI compuestos de los países avanzados anticipan que su crecimiento no repuntará en el corto plazo.

En cuanto a los países emergentes, la actividad muestra signos de recuperación. En China, el crecimiento se ubica en 6,5 por ciento anual, apoyado en el consumo y los servicios. Sin embargo, se intensifican los estímulos crediticios, lo que implica mayores riesgos futuros en el gigante asiático. En Brasil, en tanto, el gobierno del Presidente Temer

está enfrentando sus profundos desequilibrios macroeconómicos, lo cual ha permitido detener la caída del producto y mejorar las expectativas de los agentes económicos. En el resto de los países emergentes y en desarrollo, producto de la estabilización de los precios de los productos primarios y el retorno de los flujos de capitales, la actividad muestra signos de mejora. En el caso de Rusia, con la mejora en el precio del petróleo, la caída del producto se contiene, mientras India sigue avanzando con sus reformas y mantiene un crecimiento en torno al 7 por ciento anual.

En cuanto a la economía chilena, la actividad se mantiene débil, después de crecer un 2,2 por ciento anual en el primer trimestre. En el segundo la actividad creció sólo un 1,5 por ciento anual y se

En cuanto a la economía chilena, la actividad se mantiene débil, después de crecer un 2,2 por ciento anual en el primer trimestre.

contrajo un 1,4 por ciento anualizado con respecto al trimestre anterior. En Julio continuó el bajo dinamismo, con ventas minoristas que perdieron fuerza en el margen, y una producción industrial que siguió contrayéndose en términos anuales. En el lado positivo, la inflación del IPC se redujo al 3,4 por ciento anual en Agosto, mientras la inflación subyacente cede paulatinamente. Por su parte, el mercado laboral muestra signos de un mayor deterioro en la calidad de los empleos y en el nivel del desempleo que subió al 7,1 por ciento en Julio. En paralelo, las expectativas de los consumidores se deterioran fuertemente, mientras las expectativas de los empresarios mejoran en el margen, pero se mantienen en terreno pesimista. En cuanto a las finanzas públicas, el déficit de este año se estima

en torno al 3,4 por ciento del PIB y los parámetros de los expertos para el presupuesto público del 2017 implican un crecimiento muy acotado del gasto, con el fin de garantizar el cumplimiento del compromiso de reducción de un cuarto punto del PIB por año del déficit fiscal estructural.

En cuanto a proyecciones, el crecimiento de este año se estima en la parte baja del rango de 1,5 al 2,0 por ciento proyectado por el Banco Central, y la inflación de Diciembre a Diciembre entre 3,2 y 3,6 por ciento. Para 2017 mis proyecciones son de un crecimiento en el rango también en la parte baja del rango de 1,75 a 2,75 por ciento proyectado por el Banco Central y de una inflación anual bajo el 3 por ciento.

En la siguiente sección se expone el estado actual de la economía mundial y sus perspectivas de crecimiento. Para finalizar, se presenta el análisis pormenorizado de la economía chilena.

2. Perspectivas de la Economía Internacional

La pérdida de dinamismo del producto y el comercio mundial ha continuado, alcanzando ambos este año su menor tasa de crecimiento en esta década. Entre las razones tras este reducido dinamismo destacan: (1) la Gran crisis financiera (GCF) y su legado en términos de un alto endeudamiento por parte de las familias, empresas y gobiernos, lo que ha llevado a un ajuste en la hoja de balance de estos agentes; (2) el debilitamiento de la banca y los cambios regulatorios motivados por la crisis que han terminado afectando la oferta de crédito; (3) la desaceleración de China y el cambio en la composición de su crecimiento, desde las manufacturas para la exportación y la inversión en infraestructura hacia el consumo y los servicios, con efectos relevantes en el dinamismo de sus importaciones; (4) el fin del superciclo de los productos primarios y, relacionado con esto, el

ajuste que han tenido que llevar a cabo los países emergentes y en desarrollo que son importantes exportadores de este tipo de productos; (5) excesos de capacidad productiva, como resultado de la crisis, lo que unido a incertidumbre sobre el crecimiento futuro ha afectado la inversión; (6) factores estructurales, como son la caída de la tasa de crecimiento de la productividad iniciada antes de la crisis, factores demográficos y el exceso de ahorro global; y (7) el aumento del proteccionismo a nivel mundial (Gráficos 1 y 2).

Como resultado, a ocho años del inicio de la GCF y a pesar de los agresivos estímulos monetarios de los principales bancos centrales, las economías avanzadas experimentan un crecimiento mediocre y una inflación baja. Entre los principales países avanzados, EE.UU. y la ZE siguen con su moderada expansión, apoyados por las bajas tasas de interés, la mejora en el mercado laboral y en la confianza, y los bajos precios del petróleo. En EE.UU. la inflación está más cerca de la meta. En contraste, en la ZE la recuperación continúa, pero el crecimiento es lento y la inflación es muy baja, y Japón sigue con crecimiento e inflación débil. De hecho, la ZE y Japón están atrapados en una espiral de bajas tasas de crecimiento e inflación, además de bajas expectativas de inflación.

Tal vez la mejor noticia de los últimos dos meses es que gracias a la reacción de los bancos centrales y el ajuste en las expectativas de los agentes anticipando políticas monetarias más expansivas, el shock del Brexit terminó teniendo efectos transitorios y acotados en los mercados financieros, con la excepción de la pronunciada depreciación de la libra esterlina. Con todo, se

GRÁFICO 1: Crecimiento y comercio mundial (variación anual, porcentaje)

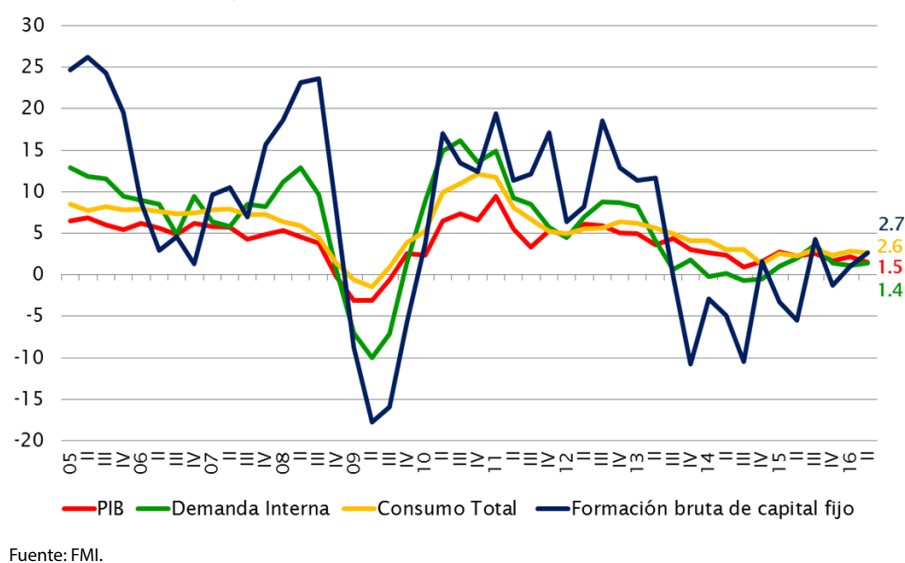
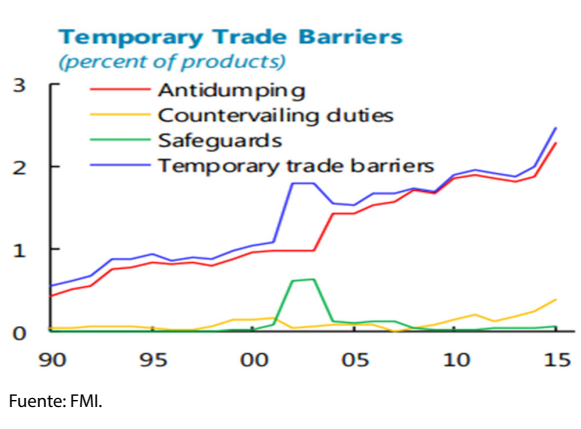


GRÁFICO 2: Barreras Comerciales

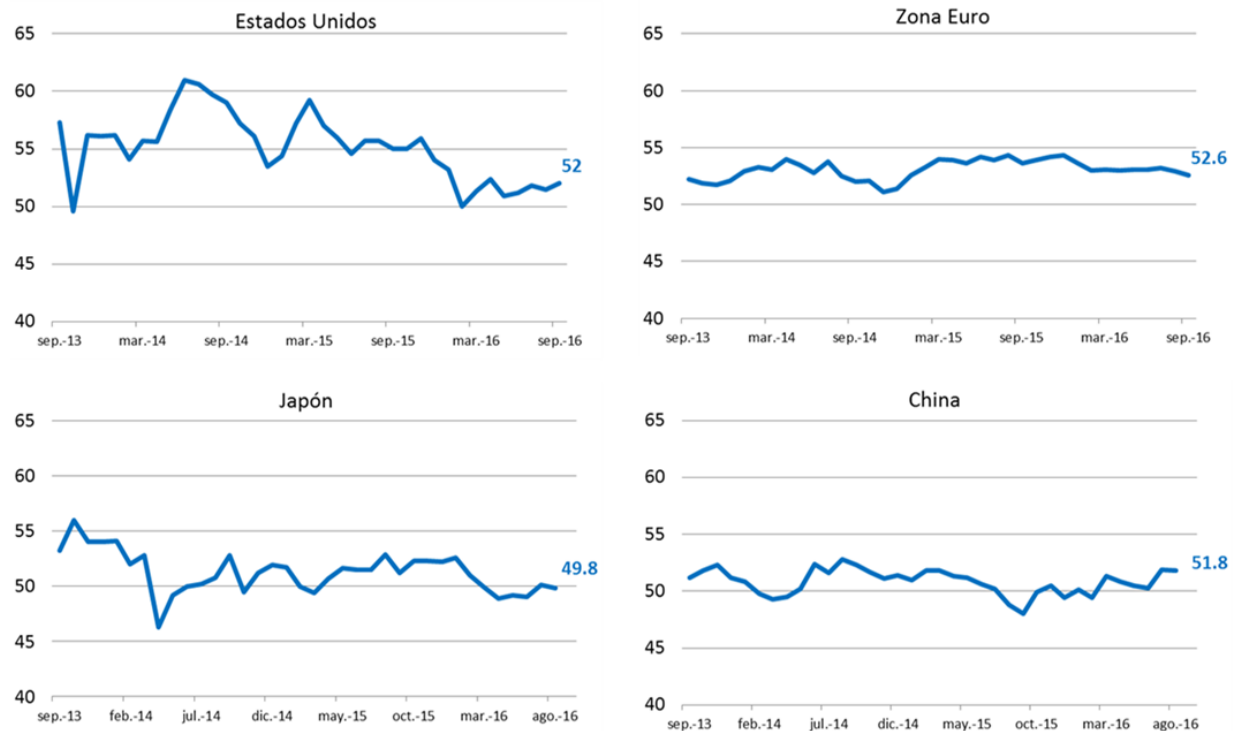


sigue proyectando que el Brexit tendrá efectos en el crecimiento del Reino Unido y, en menor medida, de la ZE.

En cuanto a perspectivas, los PMI compuestos, un indicador anticipado del curso de la actividad, cayeron tanto en EE.UU., la ZE y Japón (Gráfico 3), pero siguen anticipando que el crecimiento continuaría siendo mediocre.

En los países emergentes hubo mejores noticias: en China el crecimiento se mantiene en torno al

GRÁFICO 3: PMIs Compuestos (pivote = 50)



Fuente: Bloomberg.

6,5 por ciento anual, en Brasil la recesión pierde fuerza y Rusia comienza a salir de su profunda recesión. Para evitar una mayor desaceleración, China ha introducido nuevos estímulos crediticios que apuntan a elevar la ya muy elevada razón crédito a producto, especialmente por el alza en la deuda corporativa, aumentando el riesgo de una crisis financiera. En el lado positivo, el gobierno ha comenzado a promover la consolidación industrial para así reducir los principales focos de exceso de capacidad y comienza a actuar para reducir el exceso de deuda de las empresas estatales. Otra buena noticia de China es que la deflación de los precios al productor comienza a desaparecer, contribuyendo a un aumento de los márgenes en las empresas.

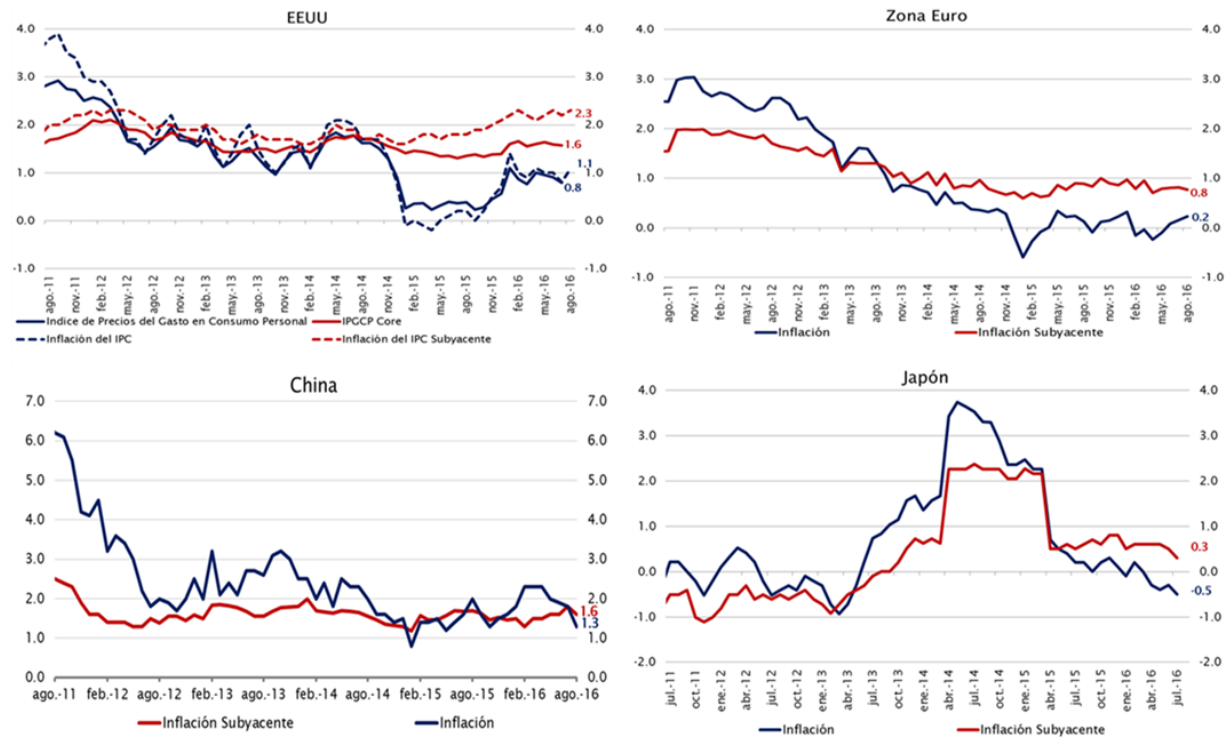
En Brasil, las prioridades del gobierno de Temer se centran en estabilizar las finanzas públicas, y restablecer la confianza de inversionistas, empre-

sarios y consumidores. Hasta ahora esto se ha visto reflejado en una mejora de las expectativas de consumidores y empresarios, y en una contención del deterioro de la actividad económica.

El resto de los países emergentes y en desarrollo se está beneficiando de la estabilización del precio de los metales, y de condiciones financieras internacionales más favorables. En cuanto a los importadores netos de petróleo, éstos se están beneficiando también de los menores precios del crudo.

Lo que ha movido a los mercados, en los últimos dos meses, ha sido la incertidumbre sobre las acciones de los bancos centrales de los países avanzados, frente a un escenario de inflaciones por debajo de sus metas y, al mismo tiempo, con un crecimiento mediocre, especialmente en la ZE y Japón.

GRÁFICO 4: Inflación (variación anual, porcentaje)

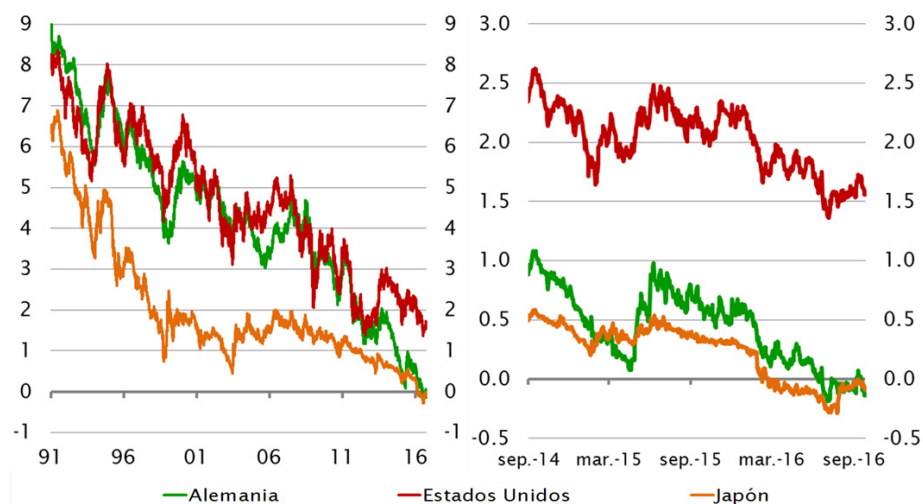


Fuente: Bloomberg.

En el caso particular de los EE.UU., la medida de inflación subyacente preferida de la FED está en 1,6 por ciento anual y las expectativas de inflación medidas en las encuestas y las compensaciones inflacionarias están por debajo del 2 por ciento anual y la FED estima que la continuidad de la recuperación debiera ayudar a llevar la inflación hacia la meta. Es por eso que en su último comunicado el Comité Federal de Mercado Abierto de la FED (CFMA) afirmó que, como consecuencia de la dinámica de la recuperación, la posición para un alza en la tasa de interés se ha fortalecido. No obstante, el tenue crecimiento de los salarios a pesar de la fuerte creación de empleo es una señal que hay espacio para que este siga aumentando, apoyado en el crecimiento de la fuerza de trabajo sin efectos significativos en alzas de salarios. Al CFMA también le preocupa que si un alza prematura de tasas termina abortando la re-

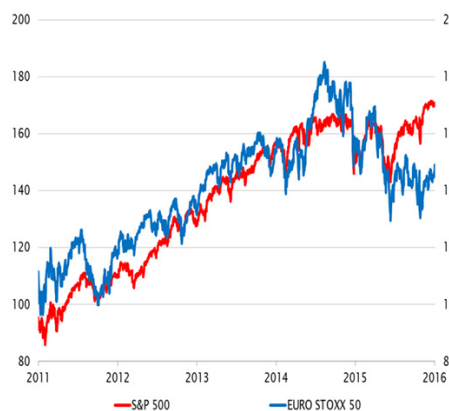
cuperación, tendría poco espacio para introducir nuevos estímulos y, además, con la revisión a la baja que ha hecho de la tasa neutral, la que ahora tiene una mediana del 2,9 por ciento, la tasa actual es menos estimulativa de los que se pensaba antes. Aunque el alza de tasas se ve venir, la FED va a seguir monitoreando los desarrollos en el mercado laboral, los indicadores de presiones y expectativas inflacionarias, y los desarrollos en los mercados financieros y la economía internacional. Los casos de la ZE y Japón son muy distintos al de EE.UU., porque ellos sí tienen un problema de inflación muy por debajo de la meta, además de amplias brechas de capacidad en los mercados laborales y de bienes en el caso de la ZE, y de baja credibilidad de la capacidad del Banco Central para poder llevar la inflación a su meta en el caso de Japón, aunque su tasa de desempleo es la más baja en 10 años (Gráfico 4).

GRÁFICO 5: Rendimientos de bonos de gobiernos a 10 años (porcentaje)



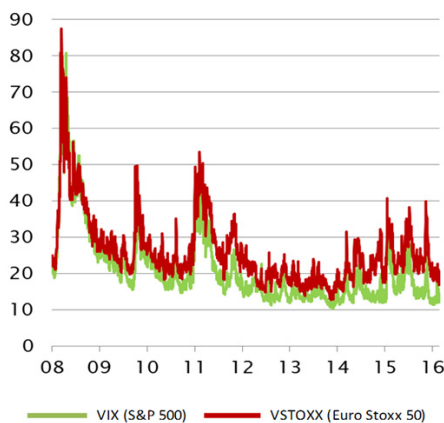
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 6: Principales índices bursátiles (índice 1 junio 2012=100)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 7: Índices de Volatilidad



Como resultado, los mercados anticipan que tanto la ZE como Japón, especialmente este último, van a tener que seguir incursionando en políticas monetarias no convencionales intentando llevar la inflación a su meta, mientras que en el caso de EE.UU., la próxima movida sería un alza de tasas. Así, la incertidumbre se centra en el momento en que se iniciaría esta alza y la trayectoria de ésta, además del carácter que tendrían las medidas no convencionales del Banco Central Europeo y del

Banco Central de Japón (BOJ). De hecho, la nueva política del BOJ, anunciada la semana pasada, en el sentido de expandir la base monetaria hasta que la inflación supere la meta del 2 por ciento y fijar un tope máximo para la tasa de retorno nominal de los bonos del gobierno a 10 años, el que inicialmente se fijó en cero, sorprendió al mercado y creó confusiones sobre su implementación, en particular, sobre cómo se va a compatibilizar el límite a la tasa de retorno de los bonos a 10 años con su todavía existente política de compra de un monto fijo de bonos por mes. Experimentos de este tipo se van a repetir en los próximos meses.

En cuanto al comportamiento de los mercados financieros, después de dos trimestres con episodios esporádicos de alta volatilidad, incluyendo la sorpresa del Brexit, éstos habían retomado la calma. Esta calma se ha visto interrumpida por sorpresas en las cifras económicas y

por vaivenes en la incertidumbre con respecto a los próximos movimientos de la FED (Gráficos 5, 6, 7, 8 y 9).

En lo que se refiere a proyecciones de crecimiento mundial, las revisiones a la baja para el 2016 y el 2017 se han moderado después de importantes revisiones en los últimos 4 años. Para el año 2016, esto ha sido el resultado de revisiones a la baja de la actividad en los países avanzados y de una estabilización en la actividad de las economías emer-

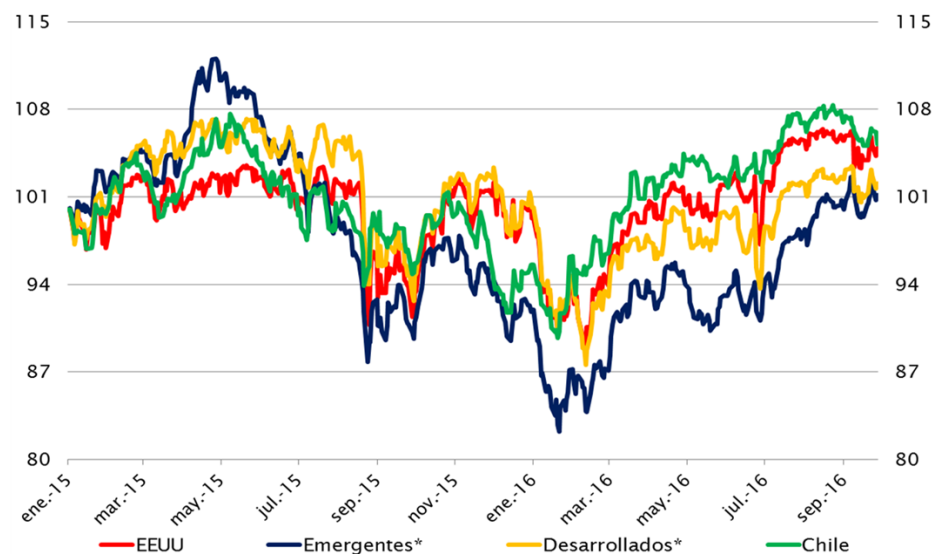
gentes. En contraste, para el año 2017, las proyecciones de este último grupo de países se han comenzado a revisar al alza, reflejando principalmente mejores perspectivas para Brasil y Rusia, mientras que las proyecciones para los países avanzados no han sufrido mayores alteraciones (Gráficos 10 y 11).

El escenario base de proyecciones descrito en el párrafo anterior sigue teniendo importantes riesgos, entre los cuales se destaca: (1) Problemas en Italia ya sea en su banca o por una eventual derrota de Renzi en el próximo referéndum; (2) Renovadas turbulencias en los mercados financieros si el alza de tasas de la FED resulta menos gradual y más pronunciada de lo anticipado por los mercados; (3) Problemas en la gestión de los ajustes y en los mercados de deuda en China, con efectos en su crecimiento, los precios de productos primarios y el crecimiento mundial; (4) Un eventual triunfo de Trump en la elección presidencial de los EE.UU.; y (5) Ataques terroristas de gran envergadura, avance del populismo o una profundización de la crisis migratoria en Europa.

Frente a la materialización de algunos de estos riesgos, la principal preocupación de los mercados es la escasez de instrumentos de demanda agregada,

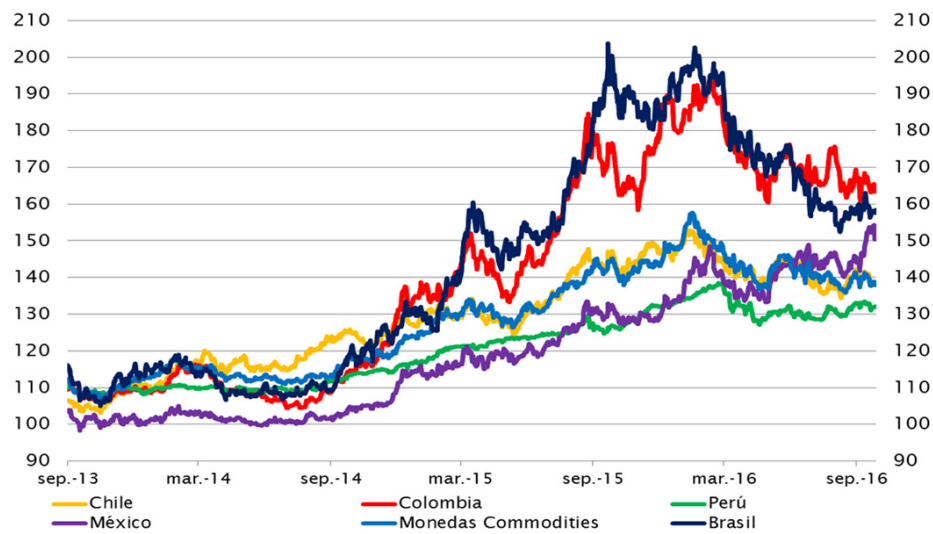
necesarios para enfrentar un escenario en que la política monetaria ya se ha utilizado prácticamente hasta sus límites conocidos –y que ahora está en fase de experimentación– y el uso de la política fiscal está limitado por problemas de economía política.

GRÁFICO 8: Mercados bursátiles (índice 1 enero 2015=100)



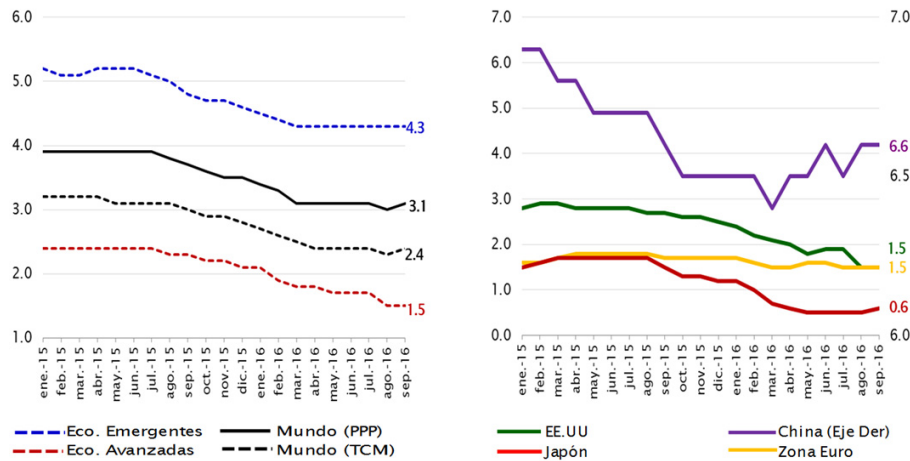
*Corresponden a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International. Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 9: Tipo de Cambio respecto al dólar* (índice 1 enero 2013 = 100)



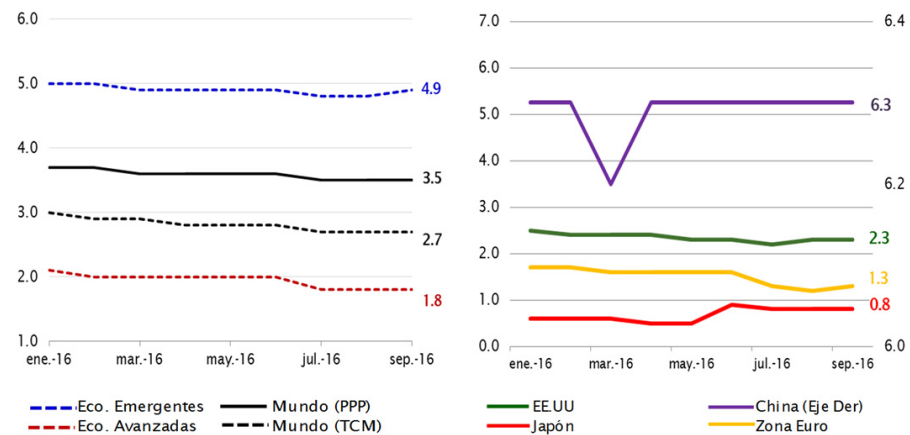
* Monedas commodities incluyen a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica, y se construye en base a los ponderadores del WEO Abril 2016. Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 10: Perspectivas de crecimiento económico para 2016 (variación porcentual del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO 11: Perspectivas de crecimiento económico para 2017 (variación porcentual del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

un sector externo que repunta marginalmente, con las exportaciones creciendo 1,2 por ciento anual en volumen en el segundo trimestre. El producto ajustado por estacionalidad y días trabajados se contrajo a una tasa anualizada del 1,4 por ciento en el segundo trimestre.

Las cifras de Julio muestran que el escenario macroeconómico se debilita en el margen. Así, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados aumentó 0,7 por ciento anual en Julio. Con este registro, la velocidad de crecimiento del IMACEC alcanzó 0,4 por ciento anualizado en el trimestre Mayo - Julio (Gráfico 13). Por su parte, en el mes de Julio el IMACEC minero y no minero ajustado por estacionalidad varían en -3,2 y 1,1 por ciento anual, respectivamente. Por su parte, el sector de la construcción sigue débil, el IMACON creció sólo un 1,5 por ciento anual en el mes de Julio, la menor expansión de los últimos ocho meses.

3. Perspectivas de la Economía Chilena

El crecimiento del producto de Chile se redujo, desde un 2,2 por ciento anual en el primer trimestre hasta un 1,5 por ciento anual en el segundo (Gráfico 12). Este menor dinamismo obedece a que el consumo privado se mantiene débil (1,7 por ciento anual), compensado parcialmente por un mayor consumo público (7 por ciento anual) y una sorpresiva recuperación en inversión en capital fijo (2,7 por ciento anual), a lo que se suma

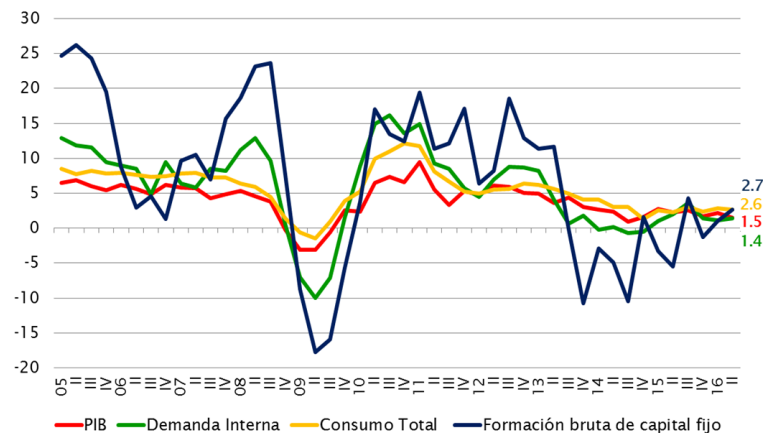
Por el lado de la demanda, las ventas minoristas reales ajustadas por estacionalidad crecieron sólo un 1,9 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en Julio (véase Gráfico 14).

Las expectativas de los consumidores se siguen deteriorando fuertemente, tanto la situación actual como la esperada en 12 meses. Estos índices presentan niveles mínimos, incluso más bajos de los observados durante la GCF del 2008. En tanto, las expectativas de empresarios mejoran en el margen

respecto a lo observado en Junio y Julio, pero se mantienen en terreno pesimista desde principios de 2014. Por componentes, las perspectivas del sector de la construcción se mantienen en terreno muy pesimista, al igual que los sectores industrial y comercial (Gráficos 15 y 16). Asimismo, el último informe de percepciones de negocios del Banco Central de Chile (BCCH) da cuenta de una visión poco auspiciosa para lo que queda del año. Esto como resultado de programas de inversión reducidos, perspectivas de ventas débiles e incertidumbre por parte de los empresarios, en relación con los efectos de la reforma laboral.

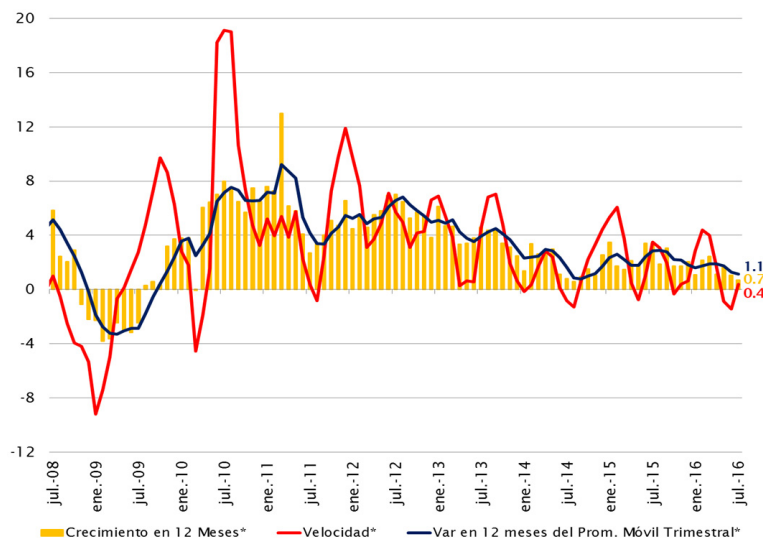
En el mercado financiero, el crecimiento de las colocaciones reales toma algo más de dinamismo en Agosto, alcanzando el 6,1 por ciento anual, con una expansión del crédito de vivienda de 8,6 por ciento anual, del crédito comercial del 5 por ciento anual, y del crédito de consumo del 5,5 por ciento anual, cifra esta última no vista desde mediados de 2014. Las tasas de colocación caen en el margen durante el mes de Agosto, manteniéndose por debajo de sus promedios históricos. La encuesta de crédito bancario del BCCH muestra que las condiciones de oferta se deterioran en todos los segmentos, y las de demanda en los segmentos de consumo e hipotecario. Pero en

GRÁFICO 12: Demanda interna final y PIB (variación anual, porcentaje)



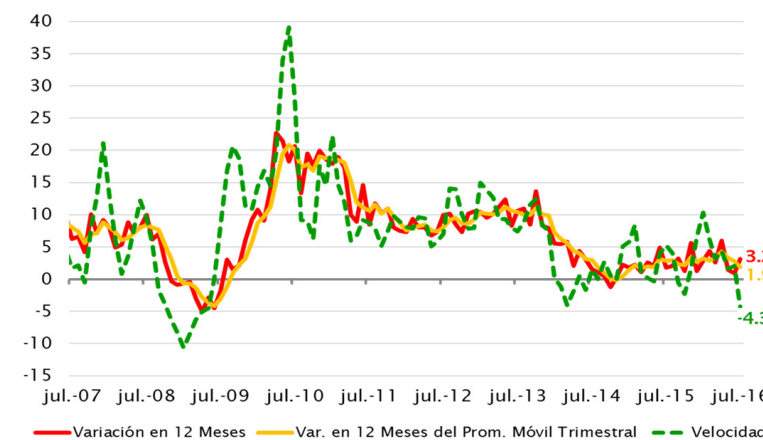
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 13: Imacec* (variación porcentual)



* Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados. Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 14: Ventas reales del comercio minorista* (variación porcentual)



* Cifras ajustadas por estacionalidad. Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 15: Confianza Empresarial – IMCE*

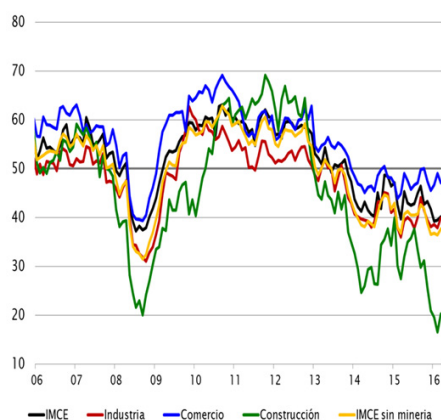
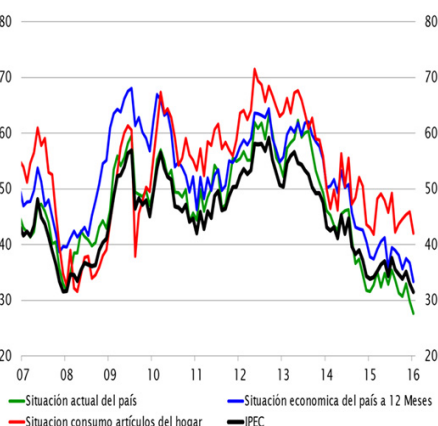


GRÁFICO 16: Confianza del consumidor – IPEC* y Sub-indicadores



* Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez y Adimark.

todos los segmentos las condiciones de oferta y de demanda siguen en niveles muy débiles. Todo esto, como lo reporta el Informe de Percepciones de Negocios del BCCH, en medio de la reticencia a endeudarse por parte de los agentes y a la postergación de decisiones de gasto. Mientras para el crédito de personas existe preocupación por la estabilidad laboral, para el crédito hipotecario hay dificultades para cumplir con el mayor pie exigido.

En cuanto a las finanzas públicas, el menor precio del cobre y la menor expansión del producto han impactado los ingresos fiscales. La ley de presupuesto para 2016 se construyó con un precio del cobre de 2,5 USD/libra y un crecimiento económico del 2,75 por ciento, cifras ambas que están muy por encima de los valores proyectados hoy, lo que hace que el déficit efectivo va a terminar por encima del proyectado.

En lo que se refiere a la dinámica del balance fiscal, este año se van a completar 7 años con un balance fiscal estructural (ajustado por el ciclo) deficitario (déficit que se estima en 1,4 por ciento del PIB para este año) y un déficit efectivo que se proyecta en 3,4 por ciento del PIB. El ministro Valdés se ha

comprometido a reducir el déficit estructural en 0,25 por ciento del PIB por año hasta el fin de esta administración. Para lograrlo, dados los parámetros de los expertos para el año 2017 (2,56 USD/libra de cobre y 3 por ciento de crecimiento potencial), el gasto tendría que crecer por debajo del 3 por ciento real, lo cual obliga al ejecutivo a priorizar el gasto en medio de un año electoral.

En el lado positivo, las cuentas externas se siguen ajustando, con un déficit en cuenta corriente que alcanzó un 1,1 por ciento

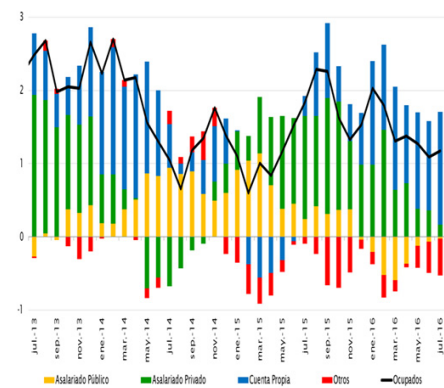
del PIB en el segundo trimestre. Esto se da en un cuadro en que la inversión como porcentaje del PIB se redujo a un 20,7 por ciento y la tasa de ahorro nacional alcanzó solo un 19,6 por ciento, la tasa más baja de los últimos 10 años. La baja en la tasa de ahorro nacional tiene muchas causas, pero una relevante es la caída en la tasa de ahorro de las empresas, afectada tanto por el alza en la tasa de impuestos de primera categoría como por el cambio en el régimen tributario, que terminó reduciendo los incentivos al ahorro de las empresas.

El mercado laboral se sigue deteriorando, con una tasa de desempleo que se ubica en 7,1 por ciento en el trimestre móvil terminado en Julio, cifra no vista desde fines de 2011 (Gráficos 17 y 18). En tanto, la creación de empleo se sigue desacelerando: el empleo asalariado privado incorporó apenas 13.143 trabajadores desde el trimestre móvil terminado en Julio del año anterior (un año atrás la expansión fue de 110.041 trabajadores), mientras el empleo asalariado público se contrajo en 1.725 trabajadores en el mismo periodo, manteniendo la tendencia a la baja a lo largo del año. Por su parte, el empleo por cuenta propia creció en 122.707 tra-

bajadores, lo cual compensa la debilidad del trabajo asalariado, pero estos empleos por cuenta propia tienen un alto grado de precariedad, lo cual se refleja en un alza de 27.751 en el número de trabajadores que se desempeñan en la vía pública. Respecto a la incidencia, los sectores minero y manufacturero reducen empleos en torno a 44.141 y 24.036 trabajadores, respectivamente, mientras el sector comercio y construcción lo crean. Por su parte, el crecimiento de los salarios se reduce, y la expansión de la masa salarial real alcanza apenas un 2 por ciento anual, siendo el nivel más bajo a lo largo del año.

La inflación de agosto alcanzó un 3,4 por ciento anual, su menor nivel en 29 meses, destacando la caída en la inflación del componente bienes, con una variación mensual del 0,04 por ciento, la más baja en lo que va del año, y acumulando un 2,4 por ciento en lo que va del 2016 (Gráficos 19 y 20). En cuanto a la inflación subyacente, definida como IPC sin Alimentos y Energía (IPC SAE), aumentó 3,9 por ciento anual, la menor variación anual a lo largo del año, debido principalmente a la menor inflación del IPC SAE de bienes, el cual se expandió en 3,2 por ciento anual, en medio de una menor presión cambiaria. En tanto, el IPC transable de Agosto, al igual que el IPC SAE, registró el menor crecimiento anual en lo que va del año, con una variación del 2,6 por ciento, lo cual refleja una convergencia a la meta algo más pronto que lo previsto meses atrás, en medio de una actividad económica débil y menores presiones salariales.

GRÁFICO 17: Incidencias ocupados por categorías (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 18: Indicadores mercado laboral (variación anual, porcentaje)

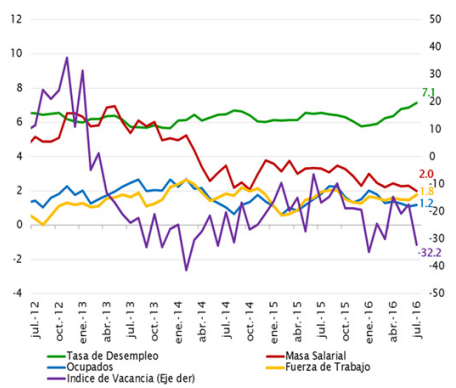
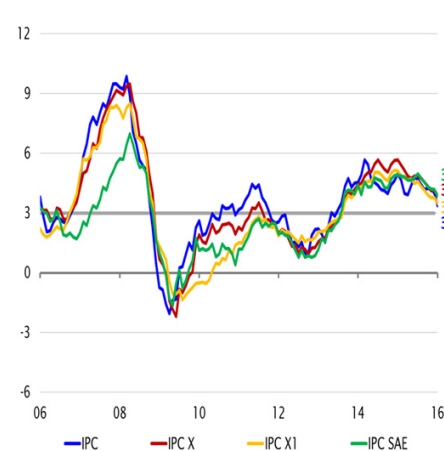
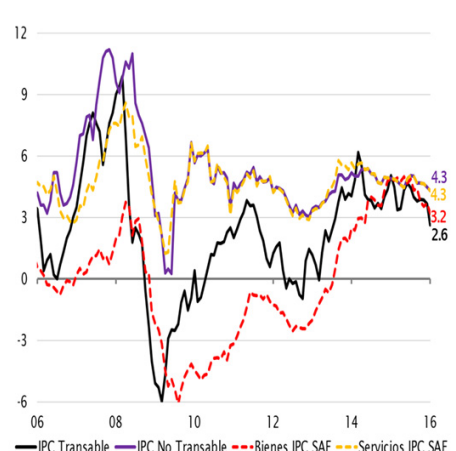


GRÁFICO 19: Índices de precios al consumidor (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 20: IPC de Bienes transables y no transables (variación anual, porcentaje)



En el IPoM de Septiembre, el BCCH revisó a la baja sus proyecciones de inflación, redujo el rango de su proyección de crecimiento para este año y el próximo, y redujo también su estimación de crecimiento del producto potencial y tendencial. Así, el crecimiento potencial lo estima ahora en el rango del 3 al 3,5 por ciento el 2016 y 2017, y el tendencial lo redujo al 3,2 por ciento.

En la última reunión de política monetaria, el BCCH mantuvo su tasa de política, en línea con el escenario considerado más probable y consistente con el último IPoM, cuyo escenario base incluye una tasa

TABLA 1: Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017			
					BC	LACF	JPM	EEE	BC	LACF	JPM	EEE
PIB	5.5	4.0	1.9	2.1	1.5- 2.0	1.6 (1.3; 2.0)	1.8	1.6 (1.5; 1.9)	1.75- 2.75	2.2 (1.7; 2.8)	2.3	2.0 (1.7; 2.4)
Demanda Interna	7.3	3.6	-0.3	1.8	1.0	-	-	-	2.4	-	-	-
Consumo Privado	5.7	5.2	2.8	2.2	2.4 ¹	1.8	-	-	2.5 ¹	2.0	-	-
Inversión Total	11.6	2.2	-4.2	-1.5	-1.5	0.2	-	-	0.7	1.3	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	0.6	-0.6	-1.6	-1.3	-	-3.1	-	-	-	-2.8	-	-
Tipo Cambio (fin período)	478.6	523.8	606.9	708.6	-	675.4 ²	-	680 ³	-	677.7 [*]	-	680 ^{**}
Inflación (dic-dic)	1.5	3.0	4.6	4.4	3.5	3.4 (3.1; 3.7)	3.6	3.4 (3.2; 3.6)	3.1	3.0 (2.5; 3.3)	3.3	3.0 (2.8; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	6.5	6.0	6.3	6.3	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.5	-3.7	-1.3	-2.1	-1.6	-1.7	-	-	-1.8	-1.8	-	-

(1) Se refiere al consumo total. (2) Corresponde a Diciembre 2016. (3) Corresponde al tipo de cambio dentro de 11 meses. * Corresponde a Septiembre 2017. ** Corresponde al tipo de cambio dentro de 23 meses.

Fuentes: BC: IPoM, Banco Central de Chile (Septiembre, 2016); LACF: Latin American Consensus Forecasts (Septiembre, 2016) rango en paréntesis; JPM: JPMorgan (Septiembre, 2016); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCCh (Septiembre, 2016), deciles 1 y 9 en paréntesis.

de política que se mantiene en el 3,5 por ciento en el horizonte de política, esto es, en los próximos 24 meses. El escenario de mantención de la tasa ya se ha incorporado en las expectativas de los agentes, según las últimas Encuestas de Operadores Financieros (EOF) y de Expectativas Económicas (EEE), las que arrojan una mediana de la tasa de política que se mantiene en 3,5 por ciento en el horizonte de política.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento, el escenario externo del próximo año se proyecta algo mejor que el de este año, especialmente por una recuperación de los países emergentes y condiciones financieras internacionales algo mejor de lo que se proyectaba hace unos meses, pero con importantes riesgos hacia adelante. Pero el escenario interno será más difícil: considerando el ajuste en curso del sector inmobiliario, una política fiscal menos expansiva, y expectativas de consumidores y empresarios muy deprimidas.

En particular, por el lado de la demanda, el consumo seguirá débil, afectado por el deterioro que ha estado experimentando el mercado laboral, el bajo crecimiento de la masa salarial real, y el extremo pesimismo de los consumidores. La inversión, por su parte, se va a mantener débil, afectada por la incertidumbre, el pesimismo de los empresarios, la continuación del ajuste en curso en el sector minero, y la desaceleración de la construcción de viviendas. Como resultado, salvo un cambio importante en expectativas, el crecimiento seguirá siendo débil.

Mi escenario central para la economía chilena en 2016 es un crecimiento en la parte baja del rango de 1,5 al 2,0 por ciento proyectado por el Banco Central, y una inflación anual entre 3,2 y 3,6 por ciento. Para 2017 mis proyecciones son de un crecimiento en el rango también en la parte baja del rango de 1,75 a 2,75 por ciento proyectado por el Banco Central y de una inflación anual bajo el 3 por ciento. **PdR**