

El momento económico internacional y nacional

VITTORIO CORBO

- Después de iniciar una recuperación antes de lo anticipado, el crecimiento mundial ha perdido fuerza en los últimos meses con la desaceleración de las economías desarrolladas. En contraste, los países emergentes siguen creciendo con fuerza, y es su dinamismo el que sostiene el crecimiento mundial.
- El mundo emergente, en general, no está limitado por estos problemas. China, India y otros muestran un alto crecimiento que probablemente se sostenga en los próximos años. La principal preocupación que enfrentan es cómo limitar su ritmo de crecimiento para evitar un sobrecalentamiento de sus economías.
- Las economías desarrolladas tienen una serie de problemas. Algunos de ellos, como el alto desempleo de EE.UU. o el fuerte ajuste en el presupuesto fiscal de muchos países europeos en tiempos de debilidad económica, son de corto plazo. Otros, como son los problemas de gasto fiscal proyectado en EE.UU. o los problemas de competitividad que enfrentan algunos países miembros de la Unión Europea, son de mediano plazo.
- La situación de Chile es similar a la de otros países emergentes exportadores de *commodities*: las condiciones externas son muy favorables, su tipo de cambio se ha apreciado, su gasto interno está creciendo rápidamente, y las brechas de capacidad de la economía se están agotando. Será necesario limitar el ritmo de crecimiento para evitar un brote de inflación.
- El mundo desarrollado tendrá un crecimiento limitado en los próximos años dados los problemas de corto plazo, y enfrentará desafíos políticos para hacer las reformas necesarias para solucionar sus problemas de más largo alcance.
- El mayor riesgo que enfrenta la economía chilena es la posibilidad de un alza pronunciada de la inflación. Esperamos que la tasa de política monetaria se normalice, para limitar este riesgo, en los próximos 12 a 14 meses.

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

1. Introducción

Después de iniciar una recuperación antes de lo anticipado el crecimiento mundial perdió fuerza en el tercer trimestre como resultado de la desaceleración de las economías desarrolladas. En contraste, los países emergentes siguen creciendo con fuerza, liderados por China e India, y su dinamismo permite sostener el crecimiento mundial.

Las economías desarrolladas tienen una serie de problemas, tanto de corto como de mediano plazo. En EE.UU. observamos alto desempleo y una inflación muy reducida en el corto plazo, y a mediano plazo el desafío de fortalecer la solvencia fiscal y reparar el daño patrimonial que han sufrido familias y empresas a causa de la crisis. En Europa vemos fuertes reducciones del gasto fiscal en momentos de debilidad económica, debilidad en el sector financiero y dudas serias sobre solvencia fiscal, que han llevado a Irlanda a buscar ayuda para restaurar su sistema bancario. En los PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España) existe el problema adicional del aumento de las primas de riesgo que encarecen el financiamiento del Estado y de los negocios e impacta a un sistema financiero debilitado. Estos países tienen también el problema adicional de cómo recuperar la competitividad perdida en los últimos años para así poder aspirar a un crecimiento sostenido. En Japón, que tuvo un buen tercer trimestre, su crecimiento pierde fuerza ahora que se acabaron los estímulos fiscales y su producción industrial y sus exportaciones sufren los efectos de la desaceleración del crecimiento mundial. Persisten en este país los problemas estructurales a lo que se le agrega una situación política muy delicada.

Con todo, en los últimos dos meses las cifras de actividad en los EE.UU. han mejorado en varios frentes: perspectivas del sector manufacturero y de servicios, ventas al detalle, confianza de los consumidores y mercado laboral.

El mundo emergente, en general, no tiene estos problemas. Países como Brasil, Chile, China, Corea, Perú e India muestran altas tasas de crecimiento, impulsadas en buena parte por una

vigorosa demanda interna. La mayor preocupación es evitar un sobrecalentamiento de sus economías. Este fuerte ritmo de crecimiento ha impulsado un alza en los precios de materias primas, especialmente en alimentos, que contribuye al problema inflacionario.

El ajuste que deben hacer las economías desarrolladas implica un ajuste, en sentido contrario, en el mundo emergente. En particular, la apreciación real de sus monedas debiera ayudar a controlar la inflación.

La situación de Chile hoy es similar a la de otros países emergentes exportadores de commodities. Ha mostrado una alta tasa de crecimiento del gasto interno que supera al crecimiento del producto contribuyendo a una disminución pronunciada en las brechas de capacidad que amenaza con generar un sobrecalentamiento de su economía. Enfrenta condiciones externas muy favorables, políticas macro expansivas y una importante mejora en las expectativas que debieran seguir impulsando el crecimiento del gasto y del producto. El tipo de cambio se ha apreciado, consistente con los muy buenos términos de intercambio y la depreciación a nivel mundial del dólar, pero la presión en esta dirección ha disminuido en las últimas semanas a causa de la difícil situación en Irlanda, el anuncio de medidas de ajuste en China, y los problemas políticos que vemos en Corea.

El mayor riesgo que enfrenta la economía chilena es que la combinación de una economía en riesgo de sobrecalentarse con aumentos en los precios internacionales de commodities lleven a una alza pronunciada en la inflación. Por ello, para controlar este riesgo, esperamos que la tasa de política monetaria se normalice en los próximos 12 a 14 meses.

2. La economía mundial y sus perspectivas

Como habíamos anticipado en el informe anterior, la temprana recuperación del crecimiento mundial perdió impulso en el tercer trimestre, arrastrada

Tabla 1

Crecimiento mundial
(variación anualizada, %)

	2008	2009				2010		
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*
Estados Unidos	-6.8	-4.9	-0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.0
Zona Euro	-7.1	-9.6	-0.4	1.7	0.8	1.4	3.9	1.5
Alemania	-8.4	-13.1	-0.4	2.8	1.3	2.3	9.5	2.8
Japón	-10.4	-15.8	9.9	-1.5	4.2	6.6	1.8	3.9
Asia (ex - Japón)	-5.2	2.5	12.9	10.9	8.7	10.5	7.5	6.4
China	1.9	8.4	14.8	11.0	10.9	10.0	7.8	8.8
India	2.3	8.2	9.8	15.0	6.9	11.3	8.2	8.0
Corea	-16.8	1.0	9.8	13.4	0.7	8.8	5.8	3.0
América Latina	-8.9	-10.0	0.9	6.6	7.4	5.1	9.8	2.5
Brasil	-12.5	-5.9	6.0	8.8	9.5	11.3	5.1	3.0
Chile	-8.1	-2.8	-0.8	5.1	7.7	-5.2	19.5	8.1
México	-6.4	-25.1	0.2	10.3	10.1	-2.5	13.5	1.5
Mundo (PPM)	-6.4	-7.5	1.4	2.8	4.3	4.2	3.9	2.6
Mundo (PPP)	-5.9	-6.2	3.9	4.5	5.3	5.2	4.9	3.4

* Cifras en negrita son mediciones y el resto son promedios de proyecciones de JP Morgan y Barclays Capital.
Fuente: Para cifras históricas Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

por la desaceleración registrada en las economías desarrolladas. EE.UU. creció un 2,5% anualizado, la Zona Euro un 1,5% (Alemania sólo un 2,8% y Francia un 1,4%) y Japón se expandió un 3,9% —pero este alto ritmo de crecimiento estuvo impulsado por factores temporales. Estimamos que el crecimiento de estas economías seguirá siendo bajo durante el último trimestre de este año y el 2011. En contraste, los países emergentes siguen creciendo con fuerza, liderados por China e India, y su dinamismo permite sostener el crecimiento mundial (Tabla 1).

Si bien las cifras del tercer trimestre muestran una disminución en el ritmo de crecimiento a nivel mundial, las cifras más recientes han sido mejores que lo esperado. Tanto el índice PMI manufacturero a nivel mundial como el ISM de servicios en EE.UU. han crecido por sobre las expectativas de mercado, en los EE.UU. las ventas minoristas siguen creciendo en torno al 2% anualizado, y el mercado del trabajo sigue mejorando en el margen. Las economías desarrolladas están creciendo menos de lo que deseamos, pero más de lo que temíamos.

El contraste entre el dinamismo observado en el mundo desarrollado y el emergente es tal que, mientras que las economías desarrolladas mantienen políticas monetarias expansivas y consideran extender el uso de políticas fiscales de este tipo, China e India siguen creciendo con fuerza y se han visto forzados a introducir medidas contractivas para limitar el sobrecalentamiento de sus economías, y evitar un aumento peligroso de la inflación.

La noticia más negativa ha estado en Europa, donde las acciones de los líderes de Alemania y Francia han agravado los problemas de deuda soberana de Irlanda, Portugal y Grecia y en los últimos días golpean también a España e Italia. Este deterioro también se debe a problemas internos en estos países: el creciente costo del rescate de la banca irlandesa, la revisión al alza de los déficits fiscales de Grecia, el peso del alto nivel de la razón deuda/PIB en Portugal y, en los dos últimos países, las dificultades para introducir profundas reformas estructurales que les permita mejorar su competitividad y sus perspectivas de crecimiento. Todo esto,

finalmente, acelerará la necesidad de introducir programas que combinen financiamiento con restructuración de la deuda y reformas estructurales que puedan mejorar sus perspectivas de crecimiento de mediano plazo.

Por su parte, la Reserva Federal (FED) sigue preocupada por las perspectivas de un débil crecimiento que no sea suficiente para reducir la tasa de desempleo, reducir las holguras de capacidad y, en último término, ayudar a que la inflación retorne a un valor en torno a 2% anual. Por estos motivos, la FED introdujo una nueva dosis de relajación cuantitativa (QE2).

La QE2, cuyos efectos habían sido ampliamente anticipados por el mercado a partir de los discursos del Presidente de la FED y de varios de sus consejeros, opera a través de tres canales: tasas de interés reales más bajas, mayores precios de activos, y un dólar más depreciado. Los efectos de esta medida en el crecimiento son buenos para EE.UU. y para la economía mundial, pero también acarrea otras consecuencias en el resto del mundo.

Las tensiones económicas se producen debido a la combinación, por una parte, del bajo crecimiento y las políticas monetarias expansivas de EE.UU., Japón y la Zona Euro y, por otra, las buenas perspectivas de los países emergentes. Estas tensiones se refieren principalmente a que los masivos flujos de capitales hacia las compras de activos en moneda local de países emergentes sólidos, ejercen presión en los precios de activos, los tipos de cambio y la inflación. Este problema se intensifica en aquellos países que experimentan mejoras significativas en sus términos de intercambio. La recuperación sostenida de la economía mundial debe ir acompañada por un rebalanceo de largo plazo en los flujos comerciales y de capitales. Y para que éste sea posible, se requieren ajustes en los gastos y en las paridades cambiarias de los países que están en el centro de los grandes desbalances globales, principalmente EE.UU. y China.

China, cuya economía crece a un fuerte ritmo y adquiere una mayor importancia en el comercio internacional día a día, debe ser un actor importante

en este proceso. Sin embargo, los intentos de China de limitar la apreciación del renminbi con respecto al dólar pone todo el peso del ajuste de paridades en las monedas del resto de los países con sistemas cambiarios flexibles. Tarde o temprano el sobrecalentamiento que está experimentando su economía llevará a que las autoridades chinas se vean obligadas a seguir subiendo tasas y a permitir una mayor apreciación de su moneda, pero por ahora el peso del ajuste sigue cayendo sobre los hombros del resto del mundo emergente.

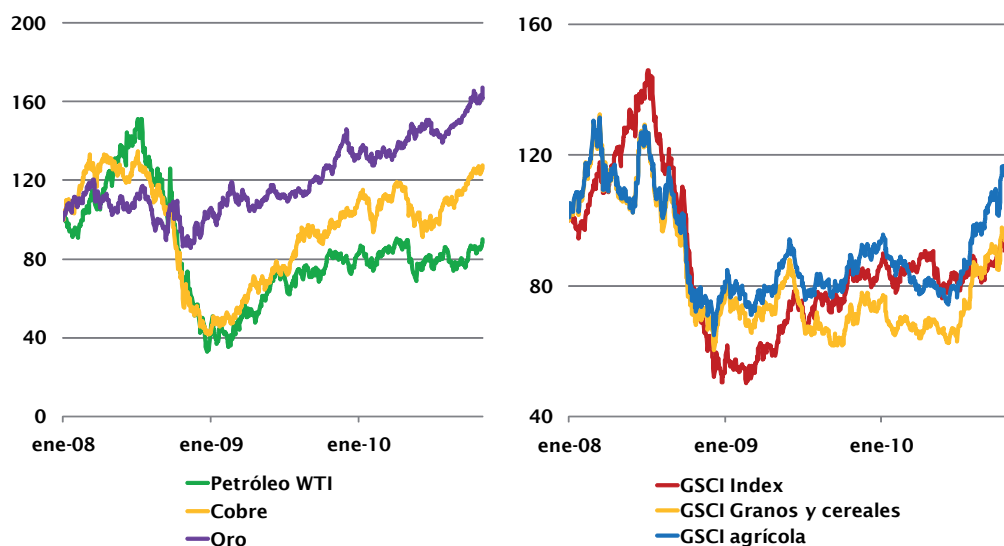
Muchas de estas economías emergentes, como Brasil, Chile, Corea, India y Perú, también están viviendo un sobrecalentamiento a nivel doméstico. En estas economías, la expansión del gasto va a tener que estar acompañada de una política monetaria más restrictiva y por una apreciación nominal de sus monedas para así acompañar con menos inflación a la apreciación real que tiene que darse de cualquier manera.

Para lograr una recuperación más fuerte y sostenida, la prioridad en EE.UU. es combinar la política monetaria expansiva actual con un estímulo fiscal de corto plazo —para imprimir dinamismo en el crecimiento— y medidas fiscales estructurales de mediano plazo orientadas a fortalecer la solvencia fiscal. El informe de la Comisión Bipartidista sobre este tema abre una oportunidad de poder lograr un acuerdo que permita avanzar en fortalecer la solvencia fiscal de mediano plazo y crear espacios para programas de estímulo de corto plazo.

Otro desarrollo importante en los últimos meses ha sido la consolidación de un proceso de alza de precios de productos primarios, el que se ha agudizado en el caso de los alimentos. Desde el primero de julio pasado hasta el 20 de noviembre, el precio en dólares del maíz ha subido 46%, el del trigo 28% y el de la soya 25%. El índice global de precios de alimentos muestra también un fuerte avance en los últimos 4 meses (Gráfico 1). A esto han contribuido varios factores: el crecimiento del ingreso per-cápita de China e India, problemas de oferta por factores climáticos desfavorables en Rusia, Brasil y Pakistán, restricciones a las exportaciones de China y Rusia y

Gráfico 1

Precio de Commodities
(Índice 01/01/2008=100)



Fuente: Bloomberg, 22 de Noviembre del 2010.

la depreciación multilateral del dólar. Este shock de precios de alimentos crea presiones inflacionarias adicionales en el mundo emergente, e impacta con fuerza a los grupos más pobres de su población para quienes una parte importante de su presupuesto se destina a la compra de alimentos.

En cuanto a las perspectivas, todo apunta a que el crecimiento de los países industriales seguirá bajo por un buen tiempo. Varios factores apuntan en esta dirección:

- la debilidad de los balances de los hogares y el alto y persistente desempleo seguirán limitando el gasto en consumo y el riesgo del crédito en EE.UU., Japón y el sur de Europa;
- el exceso de oferta de viviendas y otras estructuras va a mantener a la construcción deprimida en EE.UU., el sur de Europa e Irlanda;
- los problemas de solvencia de varios países europeos y los ajustes fiscales de la región como un todo tendrán un efecto contractivo en esos países;

- el deterioro de la solvencia soberana de algunos países de Europa y el aumento de los CDS impactan a un sistema financiero ya débil que, unido a los cambios en la regulación y al deterioro de los colaterales, seguirán restringiendo el crecimiento del crédito.

En el mediano plazo, el problema central de muchos países europeos es crear las condiciones para un crecimiento sostenido a través de profundas reformas estructurales que incrementen la tasa de crecimiento potencial. Estos temas debieran regresar a la agenda una vez que vayan quedando atrás los problemas más urgentes.

No obstante, también hay factores que impulsarán un crecimiento, aunque moderado, en los próximos trimestres:

- muchos países emergentes mantienen un fuerte dinamismo (buenos términos de intercambio, favorable financiamiento externo y políticas de estímulo introducidas en el 2008 y 2009 que están en las etapas tempranas de su retiro);

- en los países desarrollados, las empresas no financieras tienen amplia liquidez para enfrentar situaciones más difíciles y también para acometer nuevas inversiones cuando se vayan reduciendo las distintas fuentes de incertidumbre;
- en EE.UU., la tasa de ahorro personal ha aumentado más de lo previamente estimado, lo que mejora las perspectivas para un crecimiento modesto del consumo privado;
- el mantenimiento de bajas tasas de interés por un período prolongado y las políticas de relajación cuantitativa, con un sistema financiero que se va saneando en forma gradual, aumentarán gradualmente la efectividad de la política monetaria.

En este escenario de crecimiento modesto en los países desarrollados y robusto en los emergentes, de amplia liquidez en el mundo desarrollado que se reparte en el emergente en busca de mejores retornos, estos últimos enfrentan el problema de cómo gestionar estos ingresos de capitales para evitar potenciales burbujas en precios de activos, expansiones desmesuradas en el crédito, apreciaciones excesivas en sus monedas y alzas en la inflación. El problema es más agudo en las economías emergentes que exportan commodities cuyo principal mercado está en los países más dinámicos de Asia. La principal línea de defensa para estas economías debiera ser el privilegiar las políticas de ajuste macro, de preferencia la política fiscal, complementadas con regulación macro-prudencial para evitar el sobrecalentamiento y una apreciación real excesiva. Estos países debieran considerar también medidas prudenciales para prepararse para enfrentar un ciclo futuro de alzas de tasas en países industriales y salidas de capitales que se dará cuando los bancos centrales de las economías avanzadas tengan que comenzar su proceso de normalización monetaria para evitar una aceleración de su inflación.

Así, en el escenario central, la economía mundial crecería entre 3,0 y 3,5% anualizado en el

segundo semestre de este año. Esto se compara con un crecimiento del 5% anualizado en el primer semestre. Para el año 2011 como un todo, el promedio de las proyecciones apunta a que la economía mundial crecería en torno a medio punto menos que este año (Tabla 2). Sin embargo, detrás de estas proyecciones se esconde una gran dispersión que refleja el alto grado de incertidumbre existente (Gráfico 2).

Los riesgos de estas proyecciones están sesgados a la baja, donde los principales se concentran en la gran debilidad que muestran los países desarrollados en varios frentes:

- en muchos países industriales quedan tareas pendiente en la reestructuración del sistema financiero, y éste es todavía vulnerable a una nueva caída en precios de propiedades y a otros shocks;
- los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles;
- los mercados de deuda soberana de los PIIGS están en proceso de absorber el rescate de Irlanda y pueden tener una mayor recaída más adelante con efectos en tasas de interés y en la solvencia financiera.

A su vez, las perspectivas de crecimiento para los países emergentes presentan mayor vulnerabilidad en los países con vínculos reales y financieros más fuertes con los países desarrollados (especialmente Europa Emergente, América central y México). Con todo, en China, India y en los países emergentes con alto comercio con estas dos grandes economías, las perspectivas de crecimiento seguirán dependiendo en mayor medida de su gasto interno.

De este modo, dada la incertidumbre sobre el crecimiento, las tensiones cambiarias, la debilidad del sistema financiero y de las finanzas públicas, el mercado seguirá muy volátil y sensible a las noticias en estas áreas.

3. Desarrollos recientes y

Tabla 2

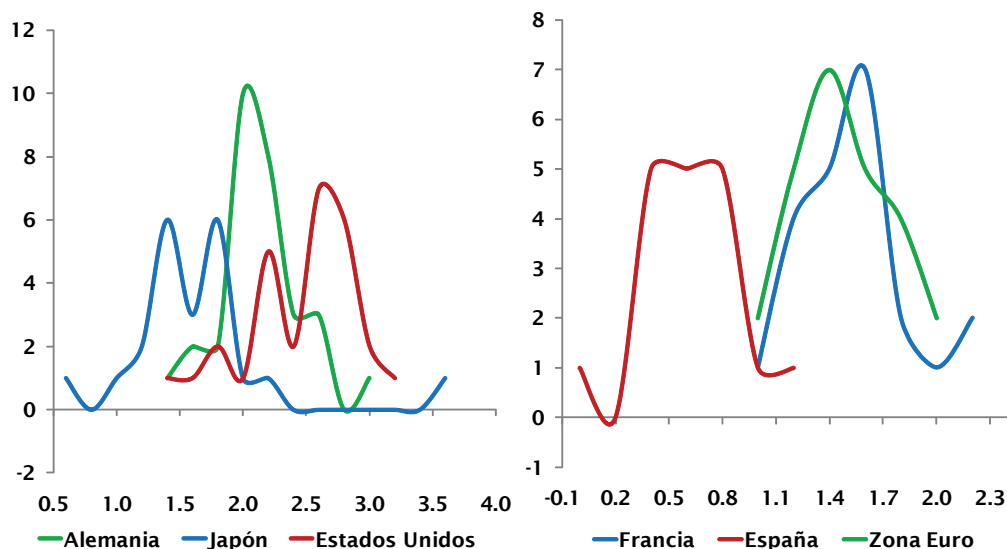
Proyecciones de crecimiento mundial
(variación anual, %)

	2009	2010		2011	
		FMI	CF	FMI	CF
Estados Unidos	-2.6	2.6 (3.3; 3.1)	2.7 =	2.3 (2.9; 2.6)	2.4 =
Zona Euro	-4.1	1.7 (1.0; 1.0)	1.6 =	1.5 (1.3; 1.5)	1.4 =
Japón	-5.2	2.8 (2.4; 1.9)	3.0 =	1.5 (1.8; 2.0)	1.2 ↓
Asia (ex-Japón)	5.9	9.4 (9.2; 8.4)	8.9 ↑	8.0 (8.1; 8.3)	7.7 =
China	9.1	10.5 (10.5; 10.0)	10.1 ↑	9.6 (9.6; 9.9)	9.1 ↑
India	5.7	9.7 (9.4; 8.8)	8.4 ↑	8.4 (8.4; 8.4)	8.5 ↑
América Latina	-1.7	5.7 (4.8; 4.0)	5.6 ↑	4.0 (4.0; 4.0)	4.0 =
Brasil	-0.2	7.5 (7.1; 5.5)	7.6 ↑	4.1 (4.2; 4.1)	4.5 ↓
México	-6.5	5.0 (4.5; 4.2)	4.9 ↑	3.9 (4.4; 4.5)	3.5 ↓
Mundo (PPP)	-0.6	4.8 (4.6; 4.2)	4.5 =	4.2 (4.3; 4.3)	3.9 =
Mundo (TCM)	-2.0	3.7 (3.6; 3.2)	3.8 ↑	3.3 (3.4; 3.4)	3.1 =
Comercio Mundial	-11.0	11.4 (9.0; 7.0)		7.0 (6.3; 6.1)	

Fuente: Consensus Forecasts, Noviembre 2010; Asia Pacific Consensus Forecasts, Noviembre 2010; Latin America Consensus Forecasts, Noviembre 2010; FMI: WEO, Octubre y en paréntesis WEO, Update Julio 2010 y Abril 2010, respectivamente. Dirección de la flecha indica cambio con respecto a publicación del mes anterior.

Tabla 2

Distribución de las proyecciones de crecimiento en el 2011

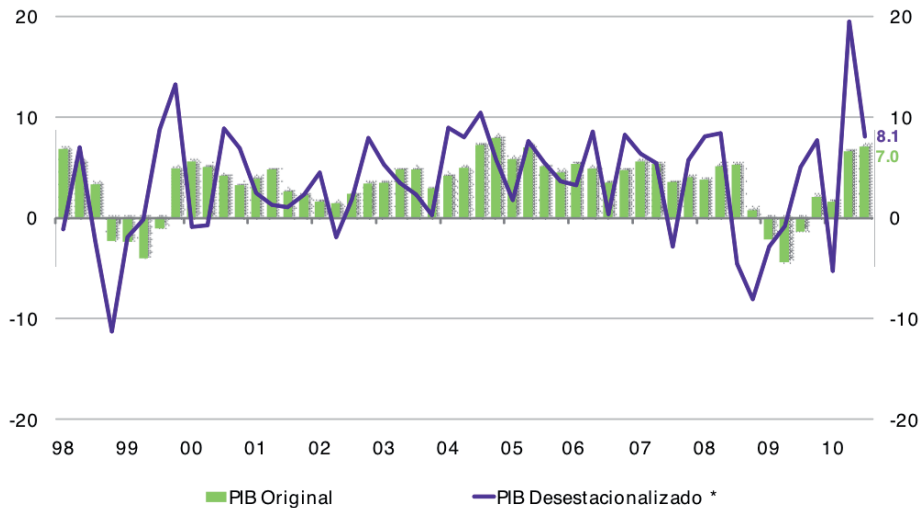


* El eje vertical muestra la frecuencia de respuestas y el eje horizontal la tasa de crecimiento anual en porcentaje.
Fuente: Consensus Forecasts, Noviembre 2010.

Tabla 3

Producto interno bruto trimestral

(variación % anual y variación trimestral anualizada)



* Tasa de variación anualizada con respecto al trimestre anterior de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

perspectivas de la economía chilena

Las cifras recientes de la economía chilena muestran que la demanda interna mantiene un alto dinamismo, impulsada por una política monetaria expansiva, términos de intercambio favorables y mejores expectativas.

Las Cuentas Nacionales del tercer trimestre, recientemente publicadas, mostraron un crecimiento del 7% interanual y del 8% anualizado con respecto al trimestre anterior. Al mismo tiempo, las cifras del primer y del segundo trimestre se corrigieron al alza en forma marginal. (Gráfico 3).

En paralelo, el crecimiento de la demanda interna alcanzó un 18,2 con respecto al mismo trimestre del año anterior, lo que estuvo en línea con lo previsto por el mercado. Destacan el alto crecimiento de la inversión en maquinaria y equipos (35,4% anual) y del consumo privado (11,9% anual). El crecimiento de la inversión en maquinaria y equipos fue impulsada por la reposición de los activos destruidos por el terremoto, las mejores condiciones financieras y las mejores expectativas empresaria-

les. De otra parte, el crecimiento del consumo privado está siendo impulsado por el alto crecimiento del empleo (9,6% interanual en el trimestre terminado en septiembre), el crecimiento de los salarios reales, las mejores condiciones financieras y las mejores expectativas de los consumidores.

Por el lado de la oferta, todos los sectores se expandieron con la excepción de pesca y propiedad de la vivienda. Los sectores con mayor dinamismo fueron aquellos de servicios no transables, en particular electricidad, gas y agua, transporte y comunicaciones, y comercio, destacándose este último con la mayor incidencia.

En el mercado laboral, las distintas mediciones muestran que el empleo crece y los salarios reales siguen aumentando entre el 2 y el 3% anual. En los próximos meses, el crecimiento de la demanda interna debiera continuar, pero a tasas algo menores. El consumo privado seguirá favorecido por el crecimiento de la masa salarial real, las menores tasas de desempleo y las mejores expectativas. Por su parte, la inversión experimentará un menor dinamismo de su componente maquinarias y equipo

Tabla 3

Variables macroeconómicas de Chile
(variación anual, %)

	2009	2010				2011			
		BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	-1.5	(5.0-5.5)	5.3	5.2	5.4	(5.5-6.5)	6.0	5.9	6.0
			(5.0; 5.9)		(5.2; 5.7)		(5.2; 7.0)		(5.6; 6.6)
Demanda Interna	-5.9	16.1	-	-	-	6.2	-	-	-
Con. privado	0.9	8.3*	8.3	7.3	-	5.3*	6.0	6.7	-
Inversión total	-15.3	21.2	19.2	22.8	-	13.6	12.8	12.4	-
Bce. Sector Púb.	-4.4	-	-1.3	-1.1	-	-	0.0	-0.6	-
Tipo Cambio (fin período)	506.4	-	496.3***	477.5	498**	-	506.8***	489.2	515**
					(475; 520)				(480; 535)
Inflación (dic-dic)	-1.4	3.9	3.2	3.7	3.0	3.2	3.3	3.8	3.2
			(2.9; 3.8)		(2.7; 3.2)		(3.0; 4.0)		(3.0; 3.6)

*Se refiere al consumo total.

**Corresponde a fines de Octubre del año siguiente.

***Corresponde a fines de Noviembre del año siguiente.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Noviembre, 2010) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Septiembre, 2010); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Noviembre, 2010), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Noviembre, 2010).

ahora que se completó gran parte de la reposición del stock de capital dañado por el terremoto, pero debiera compensar con mayor actividad en su componente construcción y estructuras a medida que se intensifique la reconstrucción en las zonas dañadas por el terremoto y se avance en los programas de concesiones.

Pero existe el riesgo que la demanda siga creciendo con fuerza, apoyada por una política monetaria y fiscal expansiva, buenos términos de intercambio, buenas condiciones financieras internas y externas, y una importante mejora en las expectativas. Este escenario conduciría a una mayor apreciación real y alimentaría presiones inflacionarias justo cuando los precios de alimentos están subiendo con fuerza en los mercados internacionales.

En cuanto a la actividad, las últimas cifras muestran que el crecimiento pierde fuerza en el margen afectado por el bajo desempeño de la minería y de la industria manufacturera. Con todo, el

crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre debiera continuar siendo impulsado por mejores expectativas, la continuación del dinamismo del comercio y las comunicaciones, y el mayor dinamismo de la construcción.

El peso chileno se ha apreciado con respecto al dólar, consistente con la tendencia mundial de depreciación de la moneda norteamericana, que ha sido especialmente marcada respecto de las monedas de países exportadores de commodities. Sin embargo, la presión apreciativa se ha reducido con las noticias de nuevas medidas de ajuste en China y con los problemas de deuda soberana en Europa que han impactado los precios de commodities y fortalecido al dólar a nivel mundial.

En cuanto a la política monetaria, se espera que las holguras de capacidad se cierren antes de lo anticipado y las presiones salariales se intensifiquen con la brusca baja en la tasa de desempleo, por lo que el Banco Central tendrá que continuar

con su proceso de normalización condicionado por el curso que tome la política fiscal, el dólar, el entorno externo y la demanda interna, y en particular, por sus implicancias en la inflación proyectada. Con todo, la TPM debiera llegar a niveles más neutrales —esto es, a un rango del 5% al 6%— en los próximos 12 a 14 meses.

En mi escenario central, el crecimiento de este año estará entre el 5% y el 6%, y el del próximo año estará entre el 6% y el 7%. La inflación estará en torno al 3% este año y estaría en torno al 3,5% anual a diciembre del próximo año. Lo más probable es que el tipo de cambio termine el año en el rango de 480 a 500 pesos (Tabla 3).

Los principales riesgos que enfrenta la economía chilena se radican en el entorno externo y éstos son: una desaceleración más pronunciada y duradera en EE.UU. y Europa; un aumento de los riesgos fiscales/financieros en algunos de los GIP (Grecia, Irlanda y Portugal) por sus efectos en el dinamismo de Europa, en los flujos de crédito y en la incertidumbre global.

En el entorno interno, el principal riesgo es que el crecimiento de la demanda interna se desacelere sólo moderadamente en los próximos trimestres y, como resultado, la demanda siga presionando la capacidad productiva y resulte en un alza pronunciada de la inflación lo que redundaría en acciones más agresivas de parte del Banco Central para poder cumplir con su objetivo de estabilidad de precios.