

## El momento económico internacional y nacional

### Marzo 2012

VITTORIO CORBO

- La economía mundial ha mostrado signos de mejora en los últimos meses. Europa se ha alejado del escenario de una gran crisis y mejora su panorama como resultado de: (1) las reducciones de tasas y la fuerte expansión del crédito del BCE; (2) la reciente aprobación del descuento de la deuda griega por parte de los acreedores privados y del segundo paquete de ayuda financiera por las instituciones europeas; (3) los ajustes y reformas que están llevando a cabo los gobiernos de Italia y España. Por otra parte, en EE.UU. aumenta la creación de empleo y se comienza a acumular evidencia que la recuperación toma más fuerza.
- Sin embargo, se mantienen las perspectivas de una recesión en Europa, seguida de un modesto crecimiento, y de un crecimiento moderado en EE.UU. Europa está por comenzar un largo y difícil proceso de ajuste y reestructuración que busca corregir los desequilibrios acumulados post-adopción del Euro. Los países en problemas deben continuar con las reformas que permitan restaurar los equilibrios fiscales y privados y crear las condiciones para retomar la senda de crecimiento. Mientras que en EE.UU., la recuperación de la producción no ha ido a la par de la caída en el desempleo y una nueva discusión sobre el ajuste fiscal podría ser una amenaza sobre la recuperación en ciernes.
- En el corto plazo, la clave es proteger a Italia y España (debido a su tamaño) del contagio ante un deterioro adicional de Grecia, Irlanda y Portugal. Para hacerlo, resulta crucial mantener los programas de ajuste y reformas y crear un *superfondo* de precaución con los recursos necesarios para estabilizar los mercados de deuda de España e Italia. Adicionalmente, los países europeos en problemas requieren una depreciación real que ayude a restaurar la competitividad perdida y los equilibrios domésticos y externos, proceso que se ve dificultado por la existencia de un tipo de cambio fijo (el Euro), por la baja demanda por exportaciones y por las rigideces en los mercados laborales, de bienes y servicios de la región.
- Las economías emergentes han sido afectadas por la crisis europea a través de los mercados financieros y las exportaciones durante el último trimestre del 2011. Sin embargo, el mejor panorama reciente de Europa ha aumentado el apetito por riesgo y, en consecuencia, la entrada de flujos de capitales a esos países. Como contrapartida, volvieron a surgir las apreciaciones cambiarias y aumentos de inflación en algunos países.
- Con todo, las proyecciones de la economía mundial apuntan a un crecimiento en torno al 3,3% el año 2012 y del 3,8% el 2013. Sin embargo, una profundización de la crisis europea, un aterrizaje más brusco que el proyectado en China, un mayor incremento en el precio del petróleo, entre otros riesgos, sesgarían las proyecciones de crecimiento mundial a la baja.
- Por su parte, la economía chilena recuperó su dinámica en el cuarto trimestre del 2011, extendido al inicio del 2012, después de una brusca desaceleración en el tercer trimestre. Asimismo, el mercado laboral ha mantenido un alto dinamismo, lo que ha derivado en mayor crecimiento de las remuneraciones reales, aumento de la confianza de los consumidores y ha impulsado el gasto interno, a pesar de que la demanda interna continúa desacelerándose moderadamente. Lo anterior, unido a los aumentos en los precios internacionales de los combustibles y de los productos agrícolas, ha contribuido a un alza de la inflación.
- En consecuencia, como resultado de la mejora en el entorno externo, la desaparición de las holguras en el mercado laboral y el repunte de la inflación, las proyecciones para la economía chilena sitúan la tasa de crecimiento del PIB para el 2012, con base 2003, entre 4,0% y 4,5%, un déficit en cuenta corriente superior al 3,5% del PIB y una inflación anual a diciembre entre 3,5% y 4,0%.

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

## 1. Introducción

La economía global ha mostrado signos de mejora recientemente, gracias a las noticias positivas que emanan de Europa y EE.UU. En Europa, las medidas de bajas de tasas y de expansión de liquidez por parte del BCE, la aprobación del descuento de la deuda griega por parte de los acreedores privados y del segundo paquete de ayuda financiera, sumado a los ajustes fiscales y reformas de Italia y España han mejorado sustantivamente el panorama. Por otra parte, en EE.UU. aumenta la creación de empleo y mejoran las perspectivas de crecimiento, pero igual el crecimiento se mantiene a una tasa bajo el 2,5% anual.

No obstante la positiva evolución reciente, los efectos recesivos de la crisis aún están lejos de desaparecer. En Europa está por comenzar un largo y difícil proceso de ajuste y reestructuración que busca corregir los enormes desequilibrios acumulados post-adopción del Euro. Los países en problemas deben continuar con las reformas que permitan restaurar los equilibrios fiscales y privados y crear las condiciones para volver a crecer. Mientras que en EE.UU., la recuperación de la producción no ha ido a la par de la caída en el desempleo y una nueva discusión sobre el ajuste fiscal podría ser una amenaza sobre la recuperación en ciernes.

En el corto plazo, la clave es proteger a Italia y España (debido a su tamaño) del contagio ante un deterioro adicional de Grecia, Irlanda y Portugal. Para hacerlo resulta crucial la creación de un *superfondo* con los recursos necesarios para estabilizar los mercados de deuda de España e Italia. Adicionalmente, los países europeos en problemas requieren una depreciación real que ayude a restaurar la competitividad perdida y los equilibrios domésticos

y externos. Sin embargo, esto se ve dificultado por la existencia de un tipo de cambio fijo (el Euro), por la alicaída demanda por exportaciones producto de la recesión en Europa y por las rigideces en los mercados laborales.

Como era de esperar, las economías emergentes se vieron afectadas por la crisis europea a través de los mercados financieros y las exportaciones hacia el último trimestre del 2011. Sin embargo, el mejor panorama reciente de la situación europea ha reducido la volatilidad de los precios de activos, ha aumentado el apetito por riesgo y en consecuencia, la entrada de flujos de capitales a esos países. Como contrapartida, volvieron a surgir las apreciaciones cambiarias y aumentos de inflación en algunas economías.

Mientras tanto, la economía chilena recuperó dinamismo en el cuarto trimestre del 2011 después de una brusca desaceleración en el tercero. Este dinamismo se ha extendido al inicio del año 2012. En paralelo, el mercado laboral ha mantenido un alto dinamismo, lo que ha derivado en mayor crecimiento de las remuneraciones reales, aumento de la confianza de los consumidores y ha impulsado el gasto interno. Además, la demanda interna se ha desacelerado muy moderadamente. Con todo, gracias a la mejora en el entorno externo, la desaparición de las holguras en el mercado laboral y el repunte de la inflación, lo más probable es que el Banco Central mantenga la tasa en 5,0% y comience a expresar su preocupación por la inflación.

En la siguiente sección se analiza en detalle la evolución reciente de la crisis europea, de Estados Unidos y la coyuntura de la economía mundial en general. Finalmente, en la última sección, se estudia la evolución de la economía chilena y sus perspectivas de crecimiento en el corto plazo.

## 2. Mejores Condiciones en la Economía Mundial

En los últimos dos meses, la situación internacional ha mejorado en el margen, especialmente en lo que se refiere a la crisis europea y a la recuperación de EE.UU. En el caso de Europa, la probabilidad de una inminente crisis soberana y bancaria se ha reducido significativamente, gracias a una serie de medidas tomadas tanto por los gobiernos de los países más asediados por los mercados como por las autoridades europeas. Destacan en particular: (1) las políticas introducidas por los nuevos gobiernos de Italia y España encaminadas a fortalecer la solvencia fiscal, facilitar el ajuste y aumentar la productividad. (2) las medidas del BCE, tanto en lo que se refiere a revertir las alzas de tasas de abril y julio del año pasado como a sus dos operaciones para proveer crédito a tres años a la banca europea en condiciones muy favorables (donde el monto asignado estuvo condicionado sólo a la disponibilidad de colaterales y al deseo de los bancos de acceder a este financiamiento). Esta operación terminó con una inyección de más de un billón de Euros a la banca europea, contribuyendo a aliviar las dificultades de la banca para acceder a los mercados de deuda y también para generar demanda de los bonos soberanos de Italia y España, países que en su momento enfrentaban tasas de sus bonos soberanos a 10 años por sobre el 7% anual, generando una potencialmente peligrosa dinámica de la razón deuda a PIB. (3) la aprobación de parte de los acreedores privados de un descuento significativo de la deuda de Grecia, promovido por las autoridades europeas. (4) la aprobación del segundo paquete de ayuda financiera a Grecia. Y (5) los avances en la institucionalidad para controlar los déficits fiscales de los países miembros de la Unión Europea.

Al otro lado del Atlántico, en EE.UU., las agresivas medidas de estímulo introducidas por la FED, el progreso en la reducción del apalancamiento de las personas y empresas, y el inicio de la recuperación del sector inmobiliario impulsan la caída en la tasa de desempleo que contribuye a una mejora en las expectativas de los consumidores. Sin embargo, la actividad real avanza con bastante menos fuerza, y es esto lo que ha llevado a la FED a mantenerse cauta con respecto al curso futuro de la recuperación, especialmente frente a un escenario de incertidumbre y ajuste fiscal hacia fines de año.

En Asia, Japón se contrajo en el último trimestre del año pasado, afectado por el deterioro en sus mercados de exportación, especialmente Europa y China, y por la apreciación real del yen. Esto ha llevado a su banco central a tomar la decisión de introducir una nueva dosis de relajo cuantitativo y al establecimiento de una meta de inflación del 1% (nivel de inflación que no ha podido alcanzar en más de una década). Con todo, la economía ya ha estado tomando más dinamismo asociado a la recuperación de Tailandia y el resto de Asia Emergente.

En el mundo emergente, el dinamismo de la economía China se reduce, afectada por el deterioro en el mercado externo y los efectos restrictivos de los ajustes introducidos el año pasado para controlar el alza de la inflación y la pronunciada apreciación en el precio de las propiedades. Aunque las cifras de enero y febrero han sido más débiles que lo esperado, estas cifras no son fáciles de interpretar porque están muy afectadas por las festividades del nuevo año lunar. Sin embargo, la importante reducción de la inflación y la desaceleración del crecimiento abren espacio para políticas macro-financieras expansivas que permitan alcanzar un crecimiento para este año por sobre el 8%. Por su parte, en India, una economía mucho más cerrada

que China, se presenta un panorama parecido, aunque en este caso, la desaceleración es la consecuencia directa de las medidas de ajuste monetario introducidas para controlar una inflación que bordeaba el 10% anual y recientemente, cuando la inflación se encamina hacia el 7% anual, se ha comenzado a introducir medidas de estímulo monetario. En Brasil, el estancamiento del tercer trimestre dio paso a un cuarto trimestre con un crecimiento débil, muy afectado por el escaso dinamismo de su sector industrial que sufrió los efectos de la desaceleración de la actividad y del comercio mundial. Como respuesta a esta abrupta desaceleración, sus autoridades han introducido impuestos a los ingresos de capitales, algunas medidas proteccionistas y una baja agresiva en la tasa de interés de política.

Con todo, hacia fines del año pasado hubo una fuerte desaceleración en la actividad agregada tanto en los países avanzados como en los países emergentes, la que se vio acompañada por una fuerte desaceleración también en el crecimiento de las exportaciones de ambos grupos de países (Gráficos 1 y 2)

### 2.1 Tareas pendientes para dejar atrás la crisis europea

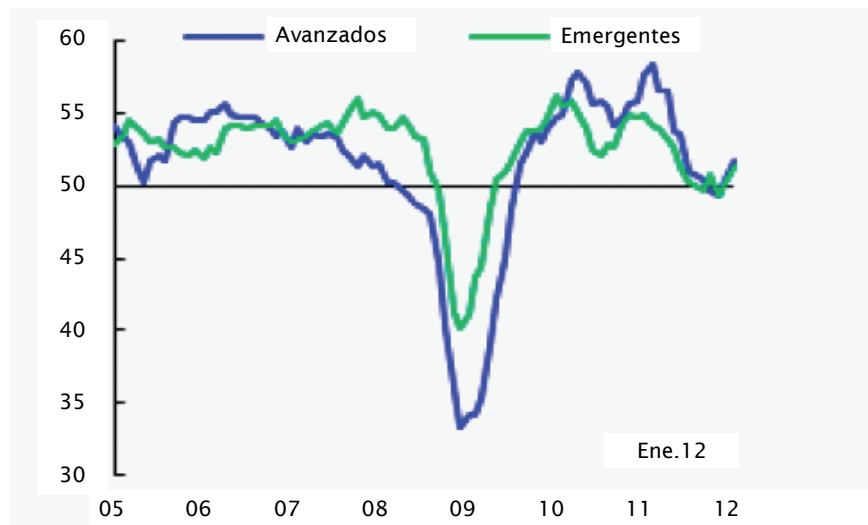
Si bien el riesgo de una inminente crisis soberana y bancaria europea se redujo considerablemente, ahora viene un largo y difícil proceso de ajuste y reestructuración de los países con problemas en sus mercados de deuda soberana. En primer lugar, Grecia, Portugal e Irlanda tienen que continuar con sus reformas y requerirán más ayuda financiera para sostener sus programas de ajuste y de reestructuración dado que, con mayor probabilidad, sus mercados de deuda soberana seguirán cerrados mientras no se vea un avance importante en términos de solvencia y perspectivas de crecimiento. En

el caso de Portugal, cuyos bonos a diez años tienen una tasa de interés que supera el 13% anual y que lleva cinco trimestres consecutivos con caídas del producto, lo más probable es que termine también requiriendo una reducción de su deuda para poder estabilizar su razón de deuda a producto. En el caso de Irlanda, aunque ya ha recuperado parte de la competitividad perdida, seguirán las presiones sobre la reestructuración de la deuda que su Banco Central asumió en el rescate de la banca.

Segundo, aunque Italia y España son casos distintos a los de Grecia, Portugal e Irlanda –Italia, por su superávit fiscal primario y España por el bajo nivel de su razón deuda a PIB–, ambos países tendrán que ser capaces de mantener el curso de sus reformas, dentro de un contexto en el que la situación económica continuará deteriorándose debido a los efectos recesivos de corto plazo de las propias reformas y a la restricción crediticia que están experimentando sus economías. Tercero, y tal vez lo más importante, proteger a Italia y España de un eventual contagio por un deterioro adicional de la situación de Grecia, Portugal e Irlanda que lleve a un nuevo salto en sus costos de financiamiento intensificando la recesión, afectando su solvencia y poniendo en riesgo la sobrevivencia de los programas de ajuste y de reformas estructurales. Dado el tamaño de estas economías, su desestabilización pondría en riesgo la misma sobrevivencia de la Unión Monetaria. Para esto, lo que se requiere es completar exitosamente la creación de un *superfondo* que incluya tanto el FEES, un suficientemente capitalizado Mecanismo Europeo de Estabilización (MES), y recursos adicionales aportados por el FMI y otros países fuera de la Unión Europea. La creación de este *superfondo* con alrededor de un billón de dólares permitiría aumentar la confianza de los mercados en las deudas soberanas de Italia y Espa-

**Gráfico 1**

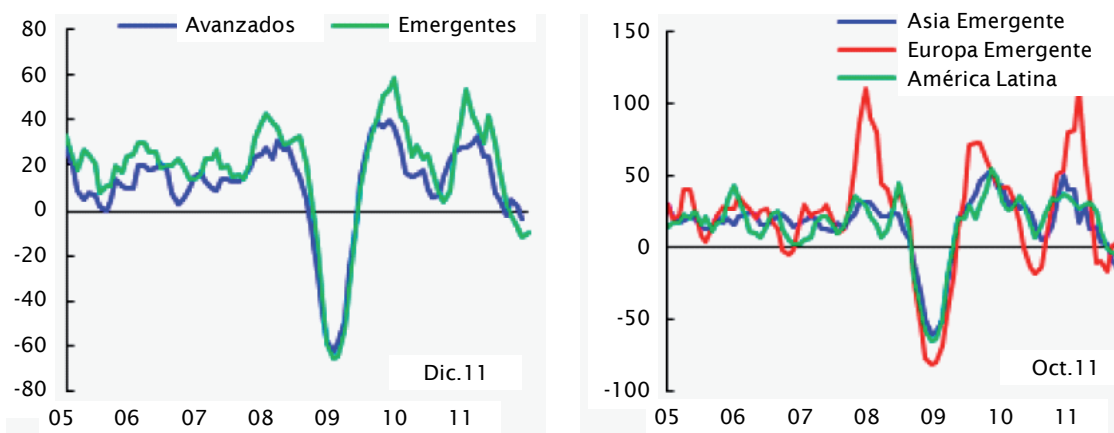
Índices PMI de Manufacturas Global  
(serie desestacionalizada)



Fuente: IMF, Global Data Source.

**Gráfico 2**

Exportaciones de Mercaderías  
(velocidad de variación\*)

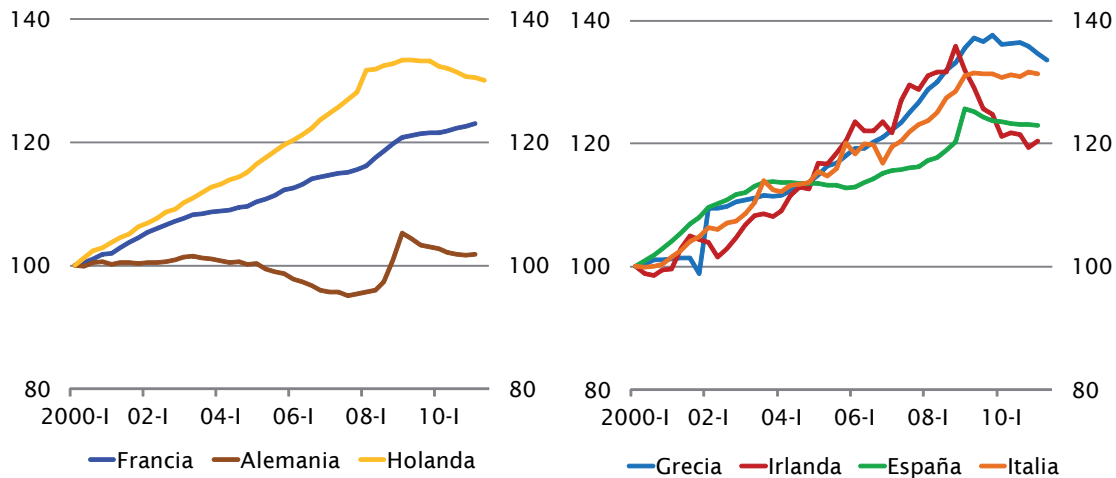


\* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.

Fuente: IMF, Global Data Source.

Gráfico 3

Evolución de los Costos Laborales Unitarios  
(índice 2000-Q1=100)



Fuente: OECD Statistics, Main Economic Indicators (database).

ña y así darles tiempo para que sus programas de ajuste fiscal y de reformas estructurales comiencen a mostrar sus frutos.

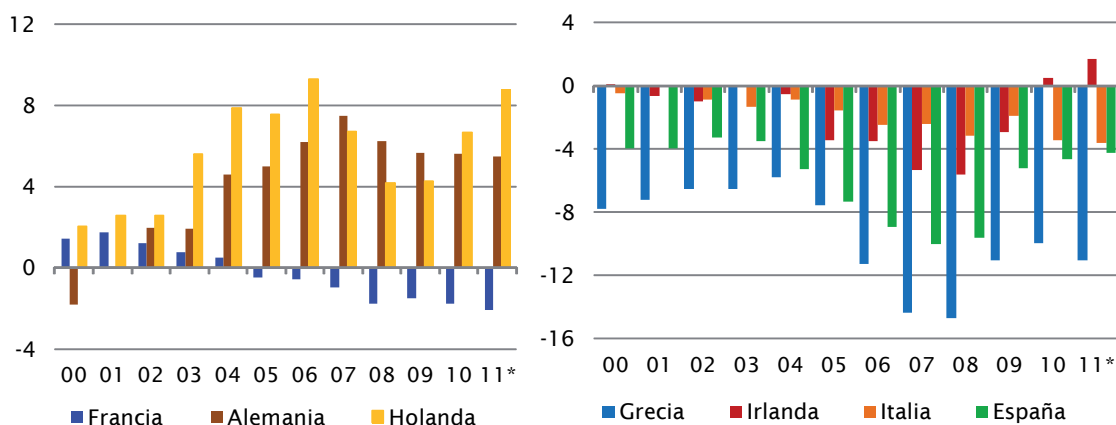
Con todo, el ajuste de Europa va a ser un proceso lento y lleno de dificultades. Estos programas tienen que corregir importantes desequilibrios que se acumularon en los años de expansión cuando los países periféricos se beneficiaron de bajas en las tasas de interés y crédito abundante y los reguladores hicieron caso omiso a los desequilibrios que se estaban acumulando. Así, en los años que siguieron a la creación del Euro, período 2001-2007, se generó una gran expansión del gasto interno, tanto público como privado, pérdidas importantes de competitividad, altos déficits en cuenta corriente a PIB, apreciación de los precios de activos y aumentos en la deuda pública y privada en los países que hoy están en problemas (Gráficos 3 y 4). La Gran Crisis financiera del 2008-2009 frenó este proceso e hizo

esta situación insostenible debido a la reducción del financiamiento externo. Ello, sumado al aumento en las tasas de interés resultó en una contracción de la demanda interna, un alza en el desempleo y un deterioro en las cuentas fiscales. El deterioro fiscal recibió un impulso adicional derivado de los fallidos intentos por aliviar la crisis con políticas fiscales contracíclicas en ausencia de una solvencia fiscal adecuada. Ahora bien, aumentar el déficit de cuenta corriente es fácil cuando hay acceso virtualmente irrestricto al financiamiento externo, sin embargo, reducir el déficit minimizando sus efectos negativos en el empleo y el producto es una labor mucho más difícil cuando dicho financiamiento se reduce y es más costoso.

Esta reducción de los déficits en cuenta corriente deberá estar acompañada por una depreciación real para minimizar sus efectos en el empleo y la actividad, permitiendo que los recursos liberados

Gráfico 4

Saldo en Cuenta Corriente  
(% del PIB)



Fuente: OECD Statistics, Main Economic Indicators (database).

en el proceso de ajuste se puedan reorientar a competir con las importaciones o las exportaciones. Sin embargo, la opción de acompañar la reducción del gasto con una depreciación real es más difícil para los países miembros de la Zona Euro dado que tienen tipo de cambio fijo al interior de la Zona y en muchos países, los mercados laborales presentan mucha rigidez.

La recesión en la región como un todo, a su vez, actúa como un impedimento adicional a la expansión de las exportaciones debido a la menor demanda por éstas. En estos casos, la recuperación de la competitividad es un proceso lento, que tiene como base la flexibilidad de los mercados laborales y las reformas que contribuyan a aumentar la productividad. Este proceso, en sus etapas iniciales, va a ir acompañado de alzas en el desempleo y caídas del producto. Se va a requerir mucho consenso y apoyo político para mantener el curso del ajuste, y así poder recuperar el crecimiento y fortalecer la solvencia fiscal. En esto hay importantes lecciones

del ajuste de Chile después de la crisis de 1982-83 y del ajuste de Suecia después de la crisis del 1991-1993.

## 2.2 Crecimiento Mundial y sus Perspectivas

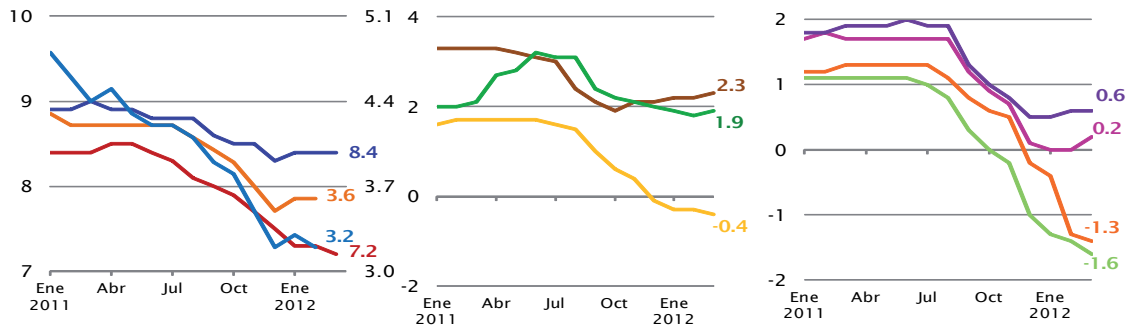
En cuanto al crecimiento, la Zona Euro está entrando en una recesión y le seguirán varios años de crecimiento lento mientras sus economías se reestructuran. Fuera de la Zona Euro, los países más afectados serán los de Europa Central y del Este, dadas sus importantes relaciones comerciales con los países avanzados de Europa: flujos comerciales, flujos financieros, propiedad de su banca y remesas de trabajadores.

Por su parte, en EE.UU., el aún alto desempleo, los problemas en el mercado de la vivienda y el continuo desapalancamiento van a seguir limitando su crecimiento. Sin embargo, las mejoras en el mercado laboral y la reducción de los riesgos de una gran crisis europea debieran seguir impulsando la actividad. No obstante, hacia fines de año, EE.UU.

Gráfico 5

## Perspectivas de Crecimiento Económico para el 2012

(Variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

tendrá que volver a enfrentar una importante discusión fiscal que puede terminar con un ajuste más cargado al corto que al mediano plazo con efectos potencialmente negativos sobre la recuperación que está en sus etapas iniciales.

En cuanto al mundo emergente, hacia fines del año pasado la mayor parte de los países sufrían los efectos del deterioro de la crisis europea y sus efectos en los mercados financieros, en las expectativas de los agentes y en el crecimiento de sus exportaciones. Esta situación se ha comenzado a revertir gracias a la mejora en los mercados financieros mundiales, la disminución de la volatilidad en los precios de los activos financieros y el consiguiente aumento en el apetito por riesgo. La contrapartida de esto es que vuelve a surgir la preocupación por los ingresos de capitales, la apreciación de sus monedas y en algunos casos, por el aumento en la inflación. Entre estos países, China da muestras de que se encamina a una desaceleración suave con un crecimiento anualizado bajo el 8% en el primer trimestre. El crecimiento de China debiera tomar más fuerza a lo largo del año impulsado por la mejora en la situación internacional y los efectos de

políticas de estímulo. En el caso de América Latina, después de un fuerte dinamismo mostrado en el primer semestre del 2011, el crecimiento de la región se desaceleró en el tercer trimestre. Sin embargo, cifras más recientes muestran una recuperación en el ritmo de crecimiento.

Con todo, las perspectivas son que el crecimiento mundial se incrementará a lo largo del año. De hecho, las proyecciones de crecimiento de las principales economías se han mantenido o han mejorado en los últimos tres meses. Destacan las mejoras de las proyecciones para Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia y China (Gráfico 5). En contraste, las proyecciones de caída del producto de Italia y España aumentan. Para América Latina como un todo las proyecciones de crecimiento para este año se han corregido al alza debido a las mejores perspectivas para México –favorecido por las mejoras en el crecimiento de EE.UU.– y por el dinamismo que mantiene el gasto interno en Chile, Colombia y Perú. Sin embargo, la situación de Argentina se ha deteriorado con fuerza en el último tiempo mientras batalla con controles al comercio exterior y a los flujos de capitales para evitar la de-



Tabla 1

Proyecciones del crecimiento mundial  
(variación anual, %)

|                  | 2009  | 2010 | 2011 | 2012                 |      |        |        | 2013      |      |       |       |
|------------------|-------|------|------|----------------------|------|--------|--------|-----------|------|-------|-------|
|                  |       |      |      | FMI                  | BM   | BI     | CF     | FMI       | BM   | BI    | CF    |
| Estados Unidos   | -3.5  | 3.0  | 1.7  | 1.8 (1.8; 2.7; 2.9)  | 2.2  | 2.5 ↑  | 2.3 ↑  | 2.2 (2.5) | 2.4  | 2.6 ↑ | 2.6 ↑ |
| Zona Euro        | -4.3  | 1.9  | 1.5  | -0.5 (1.1; 1.7; 1.8) | -0.3 | -0.4 = | -0.4 ↓ | 0.8 (1.5) | 1.1  | 0.7 = | 0.9 = |
| Japón            | -6.3  | 4.4  | -0.9 | 1.7 (2.3; 2.9; 2.1)  | 1.9  | 2.2 ↑  | 1.9 ↑  | 1.6 (2.0) | 1.6  | 1.6 ↑ | 1.5 ↑ |
| Asia (ex-Japón)  | 6.2   | 9.4  | 7.4  | 6.7 (7.6; 7.9; 7.9)  | n.d. | 6.8 ↑  | 6.9 ↓  | 7.3 (8.0) | n.d. | 7.3 = | 7.5 = |
| China            | 9.2   | 10.4 | 9.2  | 8.2 (9.0; 9.5; 9.5)  | 8.4  | 8.4 ↑  | 8.4 =  | 8.8 (9.5) | 8.3  | 8.7 = | 8.6 = |
| India            | 6.8   | 9.9  | 7.0  | 7.0 (7.5; 7.8; 7.8)  | 6.0  | 7.2 =  | 7.2 ↓  | 7.3 (8.1) | 7.5  | 7.9 = | 8.2 = |
| América Latina   | -1.7  | 6.1  | 4.2  | 3.6 (4.0; 4.1; 4.2)  | 3.6  | 3.6 =  | 3.6 =  | 3.9 (4.1) | 4.2  | 4.1 = | 4.0 = |
| Brasil           | -0.6  | 7.5  | 2.9  | 3.0 (3.6; 3.6; 4.1)  | 3.4  | 3.2 =  | 3.2 ↓  | 4.0 (4.2) | 4.4  | 4.5 = | 4.3 = |
| México           | -6.2  | 5.4  | 3.9  | 3.5 (3.6; 4.0; 4.0)  | 3.2  | 3.2 =  | 3.3 =  | 3.5 (3.7) | 3.7  | 3.4 = | 3.4 = |
| Mundo (PPP)      | -0.7  | 5.2  | 3.7  | 3.3 (4.0; 4.5; 4.5)  | 3.4  | 3.3 =  | 3.4 ↑  | 3.9 (4.5) | 4.0  | 3.9 = | 3.9 ↑ |
| Mundo (TCM)      | -2.3  | 4.1  | 2.9  | 2.5 (3.2; 3.7; 3.7)  | 2.5  | 2.2 =  | 2.6 =  | 3.2 (3.6) | 3.1  | 2.6 = | 3.2 = |
| Comercio Mundial | -10.7 | 12.7 | 6.9  | 3.8 (5.8; 6.7; 6.9)  |      |        |        | 5.4 (6.4) |      |       |       |

Fuentes: Consensus Forecasts, Marzo 2012; Asia Pacific Consensus Forecasts, Marzo 2012; Latin America Consensus Forecasts, Febrero 2012; FMI: WEO, Update Enero 2012, y en paréntesis WEO Septiembre 2011, Update Junio 2011, Abril 2011, respectivamente; Bancos de Inversión: J.P.Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank.

preciación de una moneda que ha experimentado una pronunciada apreciación en los últimos tres años. Con todo, el crecimiento mundial se proyecta que aumentaría en el segundo semestre. Pero si se compara año con año, el crecimiento mundial de este año se proyecta algo por debajo al alcanzado el año 2011 (Tabla 1).

Los riesgos de estas proyecciones están mayoritariamente sesgados a la baja. Los principales riesgos son:

(1) una profundización de la crisis europea como resultado tanto de las dificultades de los líderes de los países con problemas para continuar con los programas de ajuste y crecimiento de la oposición interna que los lleve a abandonar dichos programas como de un nuevo y desordenado *default* de Grecia que, debido a la

tardanza en la creación del superfondo, termine desatando un contagio a Portugal, al resto de Europa y al sistema financiero europeo y global.

- (2) un aterrizaje más brusco que el proyectado en China debido a dificultades en el ajuste, a la pérdida de dinamismo de sus exportaciones y de la inversión.
- (3) incapacidad de acuerdos entre el Ejecutivo y el Congreso en EE.UU. para llevar a cabo un ajuste fiscal creíble y gradual en el tiempo, que origine un fuerte ajuste fiscal en el año 2013 en momentos en que la recuperación todavía debiera ser moderada.
- (4) un mayor incremento en el precio del petróleo como resultado de un deterioro en la situación de Irán.

De estos riesgos, el primero es el principal y sus costos también serían importantes. En contraste, un riesgo sesgado al alza, es que gracias a la resiliencia de su economía y la fuerza de su sector privado, la recuperación de los EE.UU. nos siga deparando sorpresas positivas como resultado de las mejoras del mercado laboral, las mejores expectativas, y las excepcionales condiciones financieras que enfrentan las empresas y las personas con capacidad de endeudamiento.

### 3. Perspectivas para la Economía Chilena

#### 3.1 Evolución reciente del escenario macro

Después de una brusca desaceleración en el tercer trimestre del año pasado, la economía recuperó dinamismo en el cuarto trimestre al crecer en 4,0% a tasa anualizada después de haber crecido en los tres primeros trimestres del año en 6,3%, 4,5% y 2,9%, respectivamente. Este dinamismo cobró mayor fuerza en el primer mes del año con el IMACEC registrando una tasa de crecimiento de 5,5% anual y un 6,9% anualizado en el trimestre móvil terminado en enero (Gráfico 6)\*.

A nivel sectorial, los datos más recientes muestran que el comercio sigue impulsando el crecimiento agregado, al igual que las comunicaciones y el transporte. Por su parte, el crecimiento de la industria en enero fue mayor al esperado y registró una variación positiva en la serie desestacionalizada. Por el contrario, la minería volvió a contraerse. En cuanto a las expectativas de los empresarios, el IMCE total y sus componentes volvieron a aumentar durante el mes de febrero.

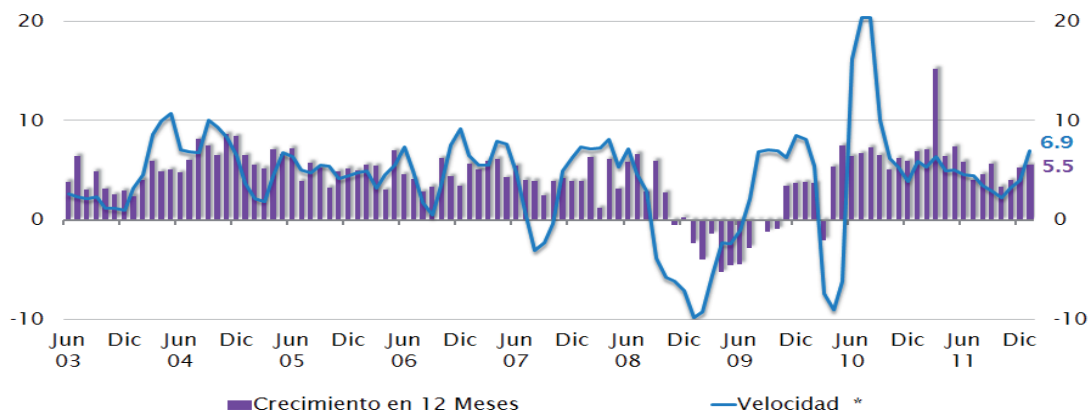
En paralelo, el mercado laboral mantiene un alto dinamismo, llevando la tasa de desempleo del trimestre móvil noviembre-enero a 6,6%, valor cercano a la tasa natural. Como resultado, las remuneraciones crecieron en 7,7% nominal anual en enero, manteniéndose alrededor del 7% en los últimos siete meses. Además, los costos de mano de obra crecieron en 6,7% anual mostrando una aceleración en su tasa de crecimiento en los últimos cuatro meses. Coincidiendo con el dinamismo del mercado laboral, la confianza de los consumidores ha seguido mejorando en los últimos meses acercándose al terreno neutro después de un largo período en el cual los pesimistas superaban a los optimistas.

En cuanto a la demanda interna, ésta se desacelera muy moderadamente. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo volvieron a tomar dinamismo este año después de la fuerte desaceleración que experimentaron hacia fines del año pasado. El gasto interno sigue siendo impulsado por la reducción de la tasa de desempleo, los aumentos en los salarios reales, la fuerte expansión fiscal del cuarto trimestre y el crecimiento del crédito. A esto se agrega ahora los efectos de mejores perspectivas externas y mayor apetito por riesgo.

En materia de precios, después de la sorpresa de diciembre, la inflación se ha mantenido por sobre el 4% anual, subiendo desde 3,3% en septiembre del 2011 hasta 4,4% en febrero. Pero no es sólo la inflación total la que se ha acelerado, ya que también lo han hecho las distintas medidas de inflación subyacente, lo cual indica que el problema es más extendido. De hecho, esto se aprecia con mayor claridad cuando se examina la evolución de la inflación de bienes transables y no transables. La inflación de bienes no transables lleva varios meses alrededor del 5% anual y la de transables, que alcanzaba tasas anuales negativas hacia fines del año 2010, se

\* Datos de Cuentas Nacionales vigentes corresponden a la Compilación de Referencia 2003.

**Gráfico 6**  
Imacec (%)



\* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

mantiene alrededor de 3,5% anual desde noviembre pasado (Gráfico 7). Esto puede deberse, en parte, a un traslado tardío de los aumentos en el precio de los combustibles y de los precios internacionales de alimentos a los precios al consumidor en una economía en que las holguras del mercado laboral se han seguido reduciendo.

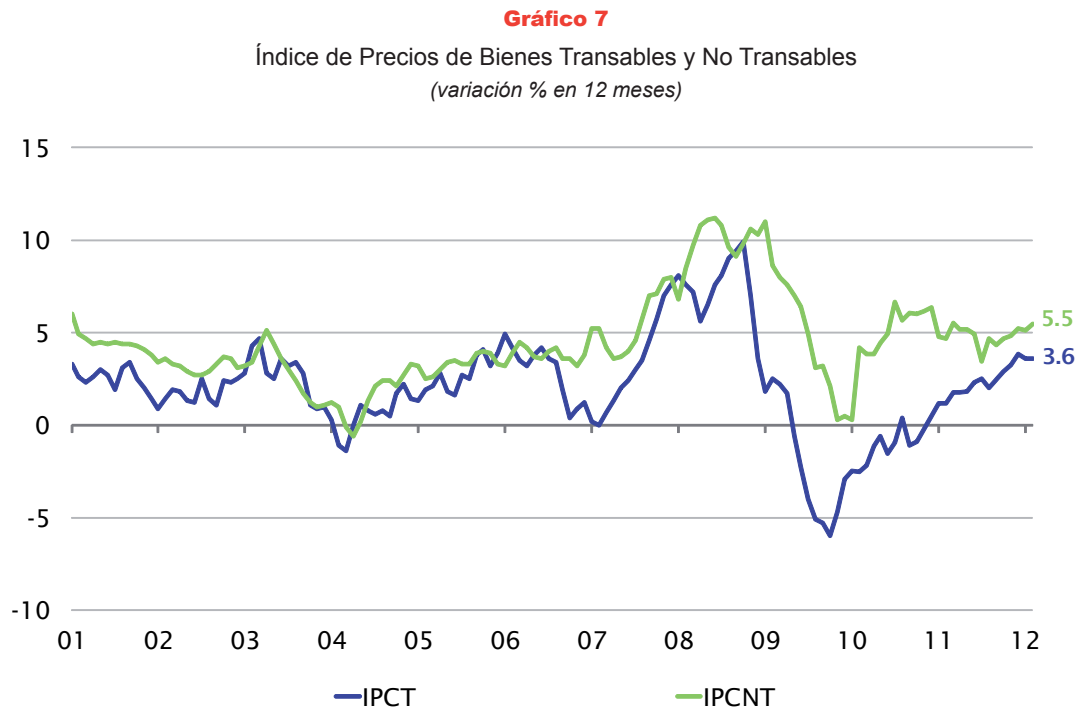
Asociado a lo anterior y al alza reciente del precio del petróleo, las expectativas de inflación a diciembre del 2012 han pasado de 3,1% en enero a 3,5% en febrero, según la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo del Banco Central. En la misma línea, la expectativa de inflación a un año ha aumentado marginalmente en este mes, mientras que las expectativas a dos años continúan ancladas en torno al 3%. Esto último refleja la confianza de los agentes de que, de ser necesario, el Banco Central ajustará su política monetaria para intentar llevar la inflación de regreso al 3% en el horizonte de política.

En cuanto al mercado financiero, las colocaciones siguen creciendo con fuerza, aunque han mostrado una leve desaceleración en el margen.

Por su parte, las tasas de interés nominales han mostrado un aumento en las últimas semanas y al igual que las compensaciones inflacionarias exigidas a distintos plazos.

Por su parte, el tipo de cambio ha seguido estando muy afectado por la evolución de los mercados financieros internacionales, el apetito por riesgo, los flujos de capitales, la paridad dólar euro, el precio del cobre y las proyecciones de inflación chilena. El efecto neto de estos factores ha sido un regreso de la apreciación del peso.

Con la mejora en el entorno externo, la desaparición de las holguras en el mercado laboral y el repunte de la inflación, el Banco Central decidió, en su RPM de febrero, mantener la TPM en 5,0%, después de haberla reducido 25 puntos base en enero de acuerdo al escenario base del IPOM de diciembre. Dada las cifras recientes de actividad, mercado laboral, precios del petróleo, alzas recientes en los precios internacionales de los productos agrícolas e inflación, y así también de la mejora en el entorno externo, lo más probable es que el Banco Central mantenga la tasa en 5,0% y comience a expresar



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

con más fuerza su preocupación por el repunte de la inflación. En paralelo, el gobierno ha decidido archivar por ahora cualquier medida de expansión fiscal contra-cíclica.

### 3.2 Proyecciones macroeconómicas

En el último mes las proyecciones se han corregido al alza tanto para el crecimiento como para la inflación (Tabla 2). En cuanto al crecimiento, las estimaciones para este año se acercan al 4,5% y para la inflación superan el 3,5% anual. Mi escenario central no discrepa mayormente de estas proyecciones. En mi estimación, el crecimiento del PIB para el 2012, con base 2003, se ubica entre 4,0% y 4,5%, el déficit en cuenta corriente superará el 3,5% del PIB y la inflación anual a diciembre se proyecta entre 3,5% y 4,0%.

En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la proyección de crecimiento son las que

muestra el entorno externo y son los ya analizados en la primera sección. La mejor defensa que tenemos frente un deterioro más pronunciado de la situación externa es la capacidad que tiene el país para utilizar políticas monetarias y fiscales contra-cíclicas, amparadas en la bien ganada credibilidad del Banco Central, la robusta solvencia fiscal y la fortaleza de nuestro sistema financiero. Además, nos favorece el dinamismo de Asia Emergente y el alto peso de Asia en la composición por destino de nuestras exportaciones en desmedro de Europa y EE.UU.

Con todo, el país no es inmune a un deterioro más pronunciado del entorno externo. De darse esta situación, los principales canales de transmisión serían las expectativas, el precio del cobre y los mercados financieros.

**Tabla 2**  
Chile, Proyecciones Macroeconómicas  
(variación anual, %)

|  | 2010  | 2011<br>BC | 2012        |                      |       |                      | 2013                 |       |                      |
|--|-------|------------|-------------|----------------------|-------|----------------------|----------------------|-------|----------------------|
|  |       |            | BC          | LACF                 | EIU   | EEE                  | LACF                 | EIU   | EEE                  |
| PIB                                      | 5.2   | 6.2        | (3.75-4.75) | 4.0<br>(3.5; 4.5)    | 4.3   | 4.4<br>(4.0; 5.0)    | 4.7<br>(3.9; 5.0)    | 4.9   | 5.0<br>(4.0; 5.5)    |
| Demanda Interna                          | 16.4  | 9.5        | 3.7         | -                    | -     | -                    | -                    | -     | -                    |
| Con. privado                             | 10.4  | 8.1*       | 4.9*        | 4.9                  | 5.3   | -                    | 5.1                  | 5.4   | -                    |
| Inversión total                          | 18.8  | 16.9       | 5.8         | 7.7                  | 8.7   | -                    | 7.2                  | 7.4   | -                    |
| Balance Fiscal<br>(% del PIB)            | -0.4  | 1.4        | -           | 0.0                  | 2.3   | -                    | 0.5                  | 2.5   | -                    |
| Tipo Cambio<br>(fin período)             | 468.4 | 521.5      | -           | 493.4**              | 496.2 | 490***<br>(473; 505) | 495.5**              | 502.4 | 500***<br>(477; 520) |
| Inflación (dic-dic)                      | 3.0   | 4.4        | 2.7         | 3.1<br>(2.8; 4.0)    | 3.4   | 3.5                  | 3.1<br>(2.6; 3.5)    | 3.4   | 3.0<br>(3.0; 3.6)    |
| Tasa de Desempleo<br>(%)                 | 8.4   | 7.2        | -           | -                    | 7.3   | -                    | -                    | 7.4   | -                    |
| Saldo en Cuenta<br>Corriente (% del PIB) | 1.9   | -1.5       | -3.3        | -2.5<br>(-4.2; -0.4) | -2.2  | -                    | -2.8<br>(-6.5; -0.6) | -2.6  | -                    |

Proyecciones del 2011 corresponden al BC.

\*Se refiere al consumo total. \*\*Corresponde a fines de Febrero del siguiente año. \*\*\*Corresponde a fines de Febrero del siguiente año.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts, Febrero 2012, media y rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile, Diciembre 2011; EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh, Marzo 2012, mediana, deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit, Marzo 2012; FMI, WEO Septiembre 2011.