

El momento económico internacional y nacional

Mayo 2012

VITTORIO CORBO

- Cuando la economía europea mostraba signos de mejora, mayor incertidumbre sobre el curso de las políticas de ajuste en Grecia y Francia y la inestabilidad del sistema financiero en España oscurecen el panorama europeo. En Grecia y Francia los costos de la austeridad le pasaron la cuenta a las autoridades políticas, además de que incentivó la aparición de nuevos liderazgos con la intención de aplicar políticas alternativas, que en teoría tendrían un menor costo, pero con consecuencias inciertas para el futuro de la Unión Monetaria Europea (UME).
- En España, las dudas sobre la estabilidad del sistema financiero derivan de las consecuencias del reventón de la burbuja inmobiliaria sobre el sistema de cajas, que eran utilizadas para financiar al sector inmobiliario. La opacidad sobre la solvencia de las cajas y la tardanza en la intervención del gobierno para transparentar y capitalizar el sistema hizo que las primas por riesgo de España subieran. Más aún, el déficit fiscal de 2011 reportado inicialmente resultó ser inferior a su verdadera magnitud, por problemas en las cuentas fiscales de los gobiernos autónomos. Ambos eventos contribuyen a presionar aún más a deteriorar la solvencia fiscal con efectos en su sistema financiero.
- El futuro de la UME depende en gran medida de lo que pase con Italia y España, por su tamaño conjunto. Por esa razón, las políticas de la Zona Euro deben estimular ambas economías y así atenuar los efectos recesivos de los programas de ajuste. Además, se deben adoptar políticas que protejan a los países vulnerables, especialmente Portugal, Irlanda, España e Italia del contagio de Grecia, tales como el uso de los recursos del súperfondo/FMI para capitalizar los bancos y una baja agresiva de tasas por parte del Banco Central Europeo, entre otras políticas.
- Mientras tanto, EE.UU. muestra más dinamismo que el esperado, a pesar de la pérdida de fuerza en la creación de empleo. De hecho, las proyecciones de crecimiento se han revisado al alza. Sin embargo, las preocupaciones persisten por el alto desempleo y la incertidumbre sobre el ajuste fiscal programado para fines de año. Por otra parte, el dinamismo de China se reduce, debido al deterioro en el mercado externo y los efectos de las políticas de ajuste introducidas para controlar la burbuja del sector inmobiliario y para reducir la inflación. Ahora que la inflación está controlada, hay mucho espacio para establecer políticas de estímulo a la inversión y al crédito y así evitar un aterrizaje forzoso.
- Con todo, las proyecciones de la economía mundial apuntan a un crecimiento en torno al 3,5% el año 2012 y al 4,1% el 2013, en paridad de poder de compra. Sin embargo, una profundización de la crisis europea, un aterrizaje más brusco que el proyectado en China, entre otros riesgos, sesgarían las proyecciones de crecimiento mundial a la baja.
- Por su parte, la economía chilena recuperó dinamismo en el cuarto trimestre, lo que se ha extendido al primer trimestre de este año. Esto se explica por la baja tasa de desempleo, los aumentos en los salarios reales, la fuerte expansión fiscal del cuarto trimestre y la expansión del crédito. En materia de precios, después de la sorpresa de diciembre, la inflación se ha reducido debido a la caída en la tasa de crecimiento de los precios de los bienes transables. En mi escenario central, la estimación del crecimiento del PIB para el 2012 se ubica entre 4,5% y 5,0%, el déficit de cuenta corriente entre 3,5% y 4% del PIB y la inflación anual a diciembre entre 3,0% y 3,5%. Este escenario de crecimiento mayor a lo proyectado y de holguras de capacidad agotadas, hace probable que la tasa de política monetaria suba en el futuro para que la inflación regrese a su meta.

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

1. Introducción

Cuando se comenzaba a avizorar la luz al final del túnel, la incertidumbre vuelve a oscurecer el panorama de la crisis europea. Esta vez, los efectos recesivos de las políticas de ajuste terminaron con la salida de las autoridades que respaldaban dichos programas en Grecia y Francia, en pos de nuevas figuras que proponen medidas alternativas, que en teoría tendrían un menor costo, pero con consecuencias insospechadas para el futuro de la Unión Monetaria Europea (UME).

Asimismo, la situación económica de España tampoco ayuda a mejorar el panorama europeo. Después de que se descubrió que la posición fiscal con que terminó el 2011 era peor de lo previamente establecido, el sistema financiero también presenta problemas derivados del sistema de cajas. Como este sistema proveía en su mayor parte créditos inmobiliarios, el reventón de la burbuja inmobiliaria terminó por debilitar su solvencia. La incertidumbre sobre la magnitud del problema está generando una mayor inestabilidad en todo el sistema financiero español. Aunque tarde, el gobierno de Mariano Rajoy ha implementado un paquete de medidas que van en la dirección correcta para estabilizar el mercado financiero en España, aunque, el costo fiscal del paquete puede ser importante.

Con todo, lo fundamental para el futuro de la Zona Euro es proteger al resto de los países bajo amenaza, esto es Portugal, Irlanda, España e Italia, de un contagio financiero, producto de la situación de Grecia y promover políticas expansivas a nivel europeo, para paliar los efectos recesivos de los ajustes fiscales y continuar en la senda de los cambios estructurales que promuevan el crecimiento en el mediano plazo en ambos países. En esto, tanto los países con mejores posiciones fiscales, la Unión

Monetaria Europea y su *superfondo* y el Banco Central Europeo tienen mucho por hacer por delante.

Por otra parte, Estados Unidos continúa mostrando signos de mejora, a pesar de que el desempleo sigue alto. Sus proyecciones de crecimiento se han revisado al alza, sin embargo, la incertidumbre política asociada a la discusión presupuestaria, cierra una importante luz de alerta sobre la incipiente recuperación. En tanto, China ve reducir la dinámica de su crecimiento, producto de las políticas de ajuste introducidas para controlar la burbuja en su sector inmobiliario y por los efectos en sus exportaciones de la crisis europea. No obstante, con la inflación bajo control, este país ha comenzado a implementar programas para estimular su economía, lo que reduce los riesgos de un aterrizaje forzoso.

Mientras tanto, en Chile la economía sigue mostrando dinamismo después de la recuperación del tercer trimestre del 2011, que se proyecta que continuará en el resto del 2012 lo que ha llevado a una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento para el año. La inflación anual se ha reducido a 3,5% en Abril, como también las expectativas de inflación a Diciembre 2012. En un contexto donde el crecimiento de la demanda agregada continúa siendo vigoroso y el mercado laboral sigue estrecho, el Banco Central ha decidido mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5% en tres ocasiones, sin embargo, en el escenario considerado como más probable, la TPM tendrá que subir en los próximos meses para que la inflación regrese al 3% en el horizonte de política. Sin embargo, este escenario central es condicional a que la crisis de la zona euro se establezca.

En la siguiente sección se analiza en detalle la evolución reciente de la crisis europea, la situación económica de Estados Unidos y la coyuntura de la economía mundial en general. Finalmente, en la tercera sección, se estudia la evolución de la eco-

nomía chilena y sus perspectivas de crecimiento en el corto plazo.

2. Perspectivas Económicas de la Economía Internacional

2.1 El Estado de la Crisis Europea

Poco duró la tranquilidad en medio de la tempestad que siguió a la inyección agresiva de liquidez por parte del Banco Central Europeo a través de la operación de redescuento de mediano plazo (LTRO). El LTRO alivió la crisis de liquidez que sufría la banca europea, le permitió a los bancos paliar el acceso restringido a los mercados de bonos y a los gobiernos enfrentar una mayor demanda por su deuda, lo que redundó en caídas en las tasas de interés de sus bonos. Pero los problemas de Europa van más allá de un mejor acceso a liquidez y tienen que ver con las consecuencias del reventón de la burbuja inmobiliaria en algunos países, con efectos en su sistema financiero y las cuentas fiscales, con las dificultades en financiar la deuda pública y los severos ajustes fiscales que intentan implementar. Por otra parte, los ajustes fiscales y los pronunciados aumentos en el desempleo socavan el apoyo político a los gobiernos. Así, en la última semana, la crisis europea tomó otro cariz con la derrota de los candidatos que apoyaban el curso de las políticas de ajuste en las elecciones en Grecia y Francia y con la creciente preocupación por la situación económica de España.

Las elecciones en Grecia y Francia demuestran que, después de más de tres años de crisis, los costos políticos de las medidas de ajuste y de las recesiones son altos y le terminan pasando la cuenta a los gobiernos que han estado gestionando las economías en estos tiempos difíciles. Las coaliciones políticas ganadoras son las que ofrecen caminos alternativos y menos costosos para salir

de la crisis. En el intertanto, dada la magnitud de sus problemas, la probabilidad de que, en un intento desesperado, Grecia termine abandonando la UME aumenta como también la probabilidad de que la crisis se profundice en Europa contagiando primero a Portugal e Irlanda para después golpear a España e Italia.

La crisis política en Grecia la tienen que resolver los griegos y el resto de la UME y toda la Unión Europea (UE) tienen que prepararse para trabajar con el nuevo gobierno y estar dispuestos a graduar la velocidad de ajuste y también aumentar sus defensas para controlar el contagio de un eventual abandono de Grecia. En Francia, el nuevo gobierno de Hollande va a intentar persuadir a Ángela Merkel y al resto de los miembros de la UME de la necesidad de aumentar el rol de medidas de estímulo para amortiguar los efectos recesivos de corto plazo de los ajustes fiscales y de las medidas de ajuste estructural. En esto va a contar con la simpatía del gobierno de Italia, donde su primer ministro, Mario Monti, ya estaba en una cruzada buscando complementar las medidas de ajuste que ha estado implementando con medidas de estímulo al interior de la UME para así poder sostener los ajustes en momentos en que la recesión se profundiza y el desempleo aumenta. Para poder avanzar en medidas paliativas de estímulo, Ángela Merkel va a tener que estar dispuesta a escuchar y a innovar. Esto será posible siempre y cuando no se altere la esencia del pacto fiscal, aunque la meta de llegar a un déficit del 3% del PIB el año 2013 puede terminar postergándose, siempre y cuando se muestren importantes progresos en reducir los déficits en el camino. Los países con más dificultades en esto van a ser los que están enfrentando una combinación de alto desempleo, profunda recesión y debilidad de su sistema financiero. Entre estos países, destaca España, que además sufre el problema adicional de

la opacidad y debilidad patrimonial de sus cajas que son una parte relevante de su sistema financiero.

Los problemas y las preocupaciones sobre España son profundas y tienen su origen en varios factores. Primero, la sorpresa fiscal del 2011, donde el déficit fiscal de ese año no terminó en 6% del PIB como lo había anunciado el gobierno anterior sino que en un 8,5% del PIB, esto es, más de un 40% superior por problemas principalmente en la cuentas fiscales de los gobiernos autónomos. Segundo, el estado deplorable del sector inmobiliario y su impacto en la solvencia de las cajas. Tercero, la profundización de la recesión y su impacto en el empleo, en el déficit fiscal, en la sostenibilidad de los ajustes y en el sistema financiero. Cuarto, la tardanza del gobierno de Rajoy en enfrentar los problemas fiscales y de las cajas. Al parecer, esto último se estaría intentado corregir con las decisiones sobre las cajas y el sistema financiero de la última semana. La profundización de la crisis de las cajas y sus efectos en la prima de riesgo de la deuda de España resultó de la sospecha de los mercados que los problemas de las cajas y de la banca eran más profundos, lo que se vio apoyado por el análisis del FMI sobre la magnitud del problema y la presión del BCE y de la UME para “persuadir” al gobierno de Rajoy que tenía que enfrentar el problema de sus cajas en forma urgente para detener la crisis en el sector financiero. Finalmente, el gobierno decidió actuar. Las medidas incluyen: (1) la nacionalización del Banco Bankia, que se creó a partir de la fusión de varias cajas que ya tenían problemas severos con su cartera de créditos al sector inmobiliario (más de la mitad de sus colocaciones) y que como resultado del reventón de la burbuja inmobiliaria, se quedó sin capital; (2) acelerar las ventas de cajas intervenidas; (3) exigirles más provisiones a las cajas y bancos por su cartera de créditos inmobiliarios y por las propiedades re-poseídas que tienen en sus activos;

(4) contratar dos firmas especializadas para que hagan una evaluación independiente de las carteras de créditos inmobiliarios y de las carteras de propiedades que han retomado las cajas y los bancos; y (5) acelerar la venta de activos inmobiliarios en poder de los bancos con la creación de empresas que se encargarán de la venta de estos activos. Estas medidas van en la dirección correcta y una vez que se terminen de definir deberían contribuir a reducir la incertidumbre sobre la salud del sistema financiero, aunque el costo fiscal de estas medidas puede resultar siendo significativos.

Aunque Italia ha mejorado con la gestión de Monti, preocupa la recesión y sus efectos en la dinámica de su deuda y en la sostenibilidad de los ajustes y también el contagio de España.

La preocupación de los mercados y de las autoridades de la UME y de la Unión Europea (UE) aparte de Portugal e Irlanda es cómo apuntalar a España y, en menor medida, a Italia para protegerlos del contagio de un mayor deterioro de la situación de Grecia. Italia y España, los países que ocupan el tercer y cuarto lugar por su tamaño dentro de la UME, equivalen al 29% del PIB de la Zona Euro y la profundización de la crisis en ambos países amenazaría la sobrevivencia no sólo de la UME sino que también de la misma UE. Es justamente por estos riesgos que uno puede estar moderadamente optimista en que las autoridades europeas harán lo que sea necesario para apoyar los ajustes de estos dos países. Pero para salir adelante se van a requerir acciones decididas no sólo en España e Italia sino que también por parte de los demás miembros e instituciones de la UME.

De partida, España e Italia tienen que continuar con sus reformas para estabilizar a sus sectores financieros, fortalecer la solvencia fiscal y promover el crecimiento. La Zona Euro tiene que introducir políticas expansivas que permitan potenciar

los efectos de las medidas de ajuste de los países con dificultades y amortiguar sus efectos recesivos de corto plazo.

En esto hay mucho que se puede hacer: (1) políticas fiscales más expansivas en los países de la UME que tienen espacio para hacerlo; (2) el BCE tiene que introducir una baja agresiva de tasas y retomar el proceso de compra de bonos de los gobiernos de los países periféricos; 3) activar el uso del *súper fondo* para apoyar la reestructuración de la banca y a los mercados de deuda soberana de España e Italia; (4) utilizar más activamente al Banco Europeo de Inversiones y los fondos comunitarios para apoyar la inversión en infraestructura productiva en los países periféricos; (5) no descartar la emisión de bonos respaldados por la Zona Euro (principalmente Alemania, Austria, Finlandia y Holanda, que son los países con una mejor posición fiscal), para facilitar el financiamiento de los países periféricos que estén haciendo su tarea de ajuste.

2.2 La Actividad Económica Global

En cuanto a la actividad económica global, en la Zona Euro se intensifica la contracción del sector manufacturero, mientras que el desempleo sube y el producto crece en Alemania, se estanca en Francia, se contrae con fuerza en Italia y cae también en España. De hecho, Italia completa tres trimestres consecutivos con caídas del PIB. En contraste, EE.UU. muestra más dinamismo que el esperado hace unos meses, a pesar de la pérdida de fuerza en la creación de empleo. En particular, en Abril la actividad del sector manufacturero subió más de lo esperado y la actividad del sector servicios continuó expandiéndose aunque perdió algo de fuerza en el margen. Por otra parte, ayudada por las mejores cifras del mercado laboral y la caída en los precios de los combustibles, la confianza de los consumidores

alcanzó en Mayo su mayor valor en cinco años. La mejora del mercado laboral, unido a la reducción del endeudamiento y a los menores precios de los combustibles, estimula el crecimiento del consumo privado. De hecho, recientemente el consejo de la FED revisó al alza el crecimiento proyectado para el período 2011'Q4 al 2012'Q4 del rango de 2,2% al 2,7% anual, a un rango de 2,4% al 2,9%. Sin embargo, la FED sigue preocupada por el alto desempleo y la incertidumbre sobre el monto y la composición del ajuste fiscal programado para fines de año. En el resto de los países avanzados, Japón crece impulsado por la reconstrucción, la mejora en el empleo y la expansión del consumo interno.

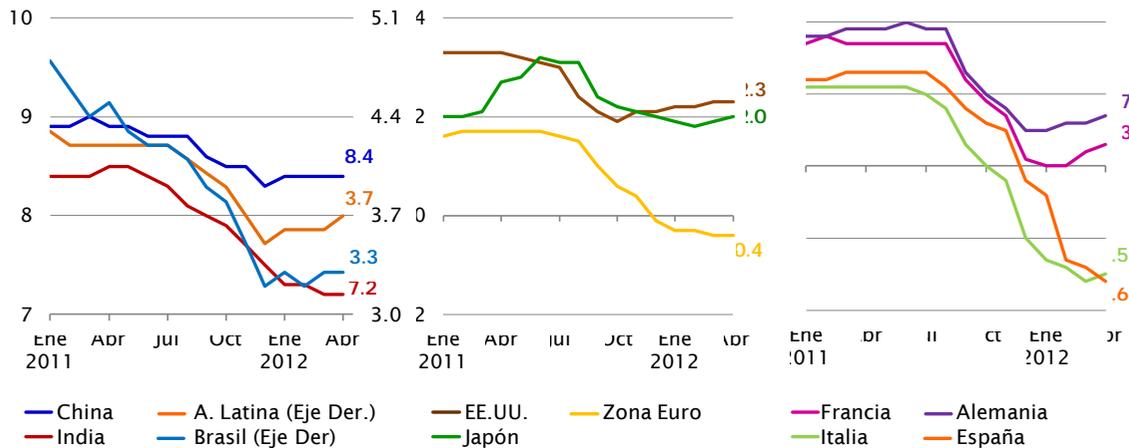
En el mundo emergente, el dinamismo de China se reduce, afectada por el deterioro en el mercado externo y los efectos de las políticas de ajuste introducidas para controlar la burbuja que se estaba desarrollando en el sector inmobiliario y para reducir la inflación. De hecho, cifras recientes sorprendieron por el estancamiento de las importaciones y por la caída más allá de lo esperado en la tasa de crecimiento de las exportaciones. Pero tal como lo he manifestado en versiones anteriores de este informe, China tiene mucha capacidad para poder implementar políticas anti-cíclicas y ha comenzado a actuar en esta dirección. Así, ahora que la inflación se encamina al 3% anual y que el crecimiento cae, se comienzan a activar medidas de estímulo en la forma de construcción de un ambicioso programa de viviendas sociales, relajación de condiciones crediticias en los créditos a las PYMES y otra baja en la tasa de encaje bancaria para aumentar la oferta de créditos.

Con todo, para poder sostener un alto crecimiento por un período más prolongado de tiempo, China tiene que hacer cambios estructurales importantes que le permitan potenciar el crecimiento del

Gráfico 1

Perspectivas de Crecimiento Económico para el 2012

(Variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

consumo, y disminuir su dependencia excesiva en el crecimiento de la inversión y de las exportaciones.

Por su parte, el resto de Asia Emergente tuvo un primer trimestre de recuperación, muy dinámico después de la desaceleración de fines del año pasado, debido a las inundaciones en Tailandia y sus efectos en la disponibilidad de piezas y partes para su industria manufacturera. Ahora pierde dinamismo por base de comparación y por los efectos de la crisis europea en sus mercados de exportación.

En cuanto a los mercados financieros, éstos han vuelto a mostrar mayor inestabilidad en lo más reciente, afectados por los problemas de Europa. Como resultado, regresa la fuga hacia la calidad; aumenta la volatilidad de los precios de los activos financieros; aumentan los spreads de los CDS de los gobiernos de los GIPSI (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia) y de Francia y los índices de precios de accionarios volvieron a registrar fuertes caídas.

2.3 Proyecciones de Crecimiento

En lo que se refiere a proyecciones de crecimiento, las estimaciones del Consensus Forecasts para el año 2012 aumentan marginalmente para Japón, Alemania, Francia, y América Latina y se mantienen para China, India, Brasil y Estados Unidos. En contraste, las proyecciones de caída de producto se acentúan para España y para la Zona Euro (Gráfico 1). Estas proyecciones suponen que el crecimiento de la economía mundial en el segundo semestre del año será mayor que en el primer trimestre. La economía mundial crecería este año más de lo proyectado en diciembre pero algo menos que el crecimiento alcanzado el año pasado.

El Banco Mundial y el FMI proyectan también que el crecimiento de los países avanzados seguirá bajo por varios años, afectado por los ajustes fiscales y el despalancamiento (reducción de los stocks de deuda) de los bancos, de las familias y de los gobiernos.

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	2.1 (1.8; 1.8; 2.7)	2.2	2.5 =	2.3 =	2.4 (2.2; 2.5)	2.4	2.6 =	2.5 ↓
Zona Euro	-4.3	1.9	1.4	-0.3 (-0.5; 1.1; 1.7)	-0.3	-0.4 =	-0.4 =	0.9 (0.8; 1.5)	1.1	0.8 =	0.9 =
Japón	-5.5	4.4	-0.7	2.0 (1.7; 2.3; 2.9)	1.9	2.3 =	2.0 ↑	1.7 (1.6; 2.0)	1.6	1.6 =	1.5 =
Asia (ex-Japón)	6.3	9.8	7.5	6.9 (6.7; 7.6; 7.9)	n.d.	6.7 =	7.0 =	7.5 (7.3; 8.0)	n.d.	7.2 ↓	7.4 ↓
China	9.2	10.4	9.2	8.2 (8.2; 9.0; 9.5)	8.4	8.2 ↓	8.4 =	8.8 (8.8; 9.5)	8.3	8.6 ↓	8.5 ↓
India	6.6	10.6	7.2	6.9 (7.0; 7.5; 7.8)	6.0	7.2 =	7.2 =	7.3 (7.3; 8.1)	7.5	7.7 =	7.7 ↓
América Latina	-1.6	6.2	4.5	3.7 (3.6; 4.0; 4.1)	3.6	3.7 =	3.7 ↑	4.1 (3.9; 4.1)	4.2	4.1 =	4.1 ↑
Brasil	-0.3	7.5	2.7	3.0 (3.0; 3.6; 3.6)	3.4	3.1 ↓	3.3 =	4.1 (4.0; 4.2)	4.4	4.7 =	4.4 =
México	-6.3	5.5	4.0	3.6 (3.5; 3.6; 4.0)	3.2	3.5 =	3.4 =	3.7 (3.5; 3.7)	3.7	3.4 =	3.4 =
Mundo (PPP)	-0.6	5.3	3.9	3.5 (3.3; 4.0; 4.5)	3.4	3.4 =	3.5 ↑	4.1 (3.9; 4.5)	4.0	3.9 =	3.9 =
Mundo (TCM)	-2.2	4.2	2.8	2.7 (2.5; 3.2; 3.7)	2.5	2.2 =	2.6 =	3.3 (3.2; 3.6)	3.1	2.6 =	3.1 ↓
Comercio Mundial	-10.5	12.9	5.8	4.0 (3.8; 5.8; 6.7)				5.6 (5.4; 6.4)			

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

Las proyecciones de crecimiento de distintas fuentes para los años 2012 y 2013 se presentan en la Tabla 1. Si nos focalizamos en la columna con las proyecciones recientes del FMI y las comparamos con las proyecciones disponibles en Enero, vemos que tanto para EE.UU. como para Japón se proyecta ahora un mayor crecimiento en el año 2012 que el que se proyectaba en Enero pasado. Un cuadro similar se presenta para Asia Emergente y para América Latina. En la misma dirección, el FMI proyecta ahora para la Zona Euro una recesión menos severa de lo que proyectaba en Enero.

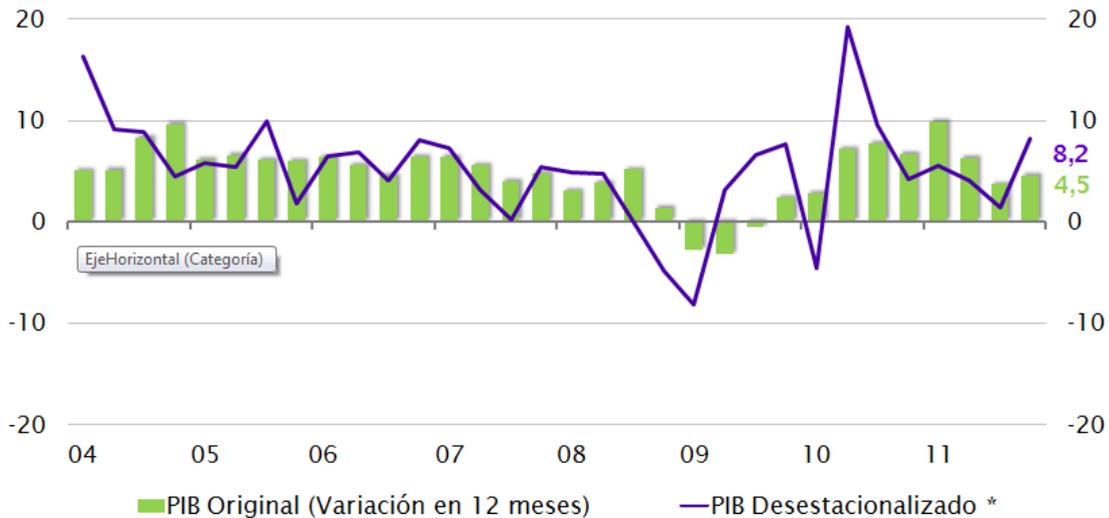
Estas proyecciones enfrentan una serie de riesgos negativos:

- 1) Una profundización de la crisis europea por una salida desordenada de Grecia de la Zona Euro y/o dificultades en la renovación de la

deuda pública de España e Italia con efectos en la banca europea y en el apoyo político a las reformas;

- 2) Un aterrizaje más brusco de China que el proyectado, con implicancias para los precios de los productos primarios, especialmente de los metales.
- 3) Incapacidad de conseguir un acuerdo entre el Ejecutivo y el Congreso de EE.UU. para llevar a cabo un ajuste fiscal creíble y gradual en el tiempo, lo que puede llevar a un sobreajuste en el año 2013. Es decir, se podría originar un ajuste abrupto de la posición fiscal, poniendo en peligro la incipiente recuperación del país.
- 4) Un salto pronunciado en el precio del petróleo asociado a los conflictos políticos de Irán.

Gráfico 2
PIB Trimestral
 (%)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

En contraste, en EE.UU, los riesgos al crecimiento están balanceados (el crecimiento nos puede seguir dando sorpresas positivas, pero también puede perder fuerza por los efectos de la crisis europea).

3. Perspectivas para la Economía Chilena

3.1 Evolución reciente del escenario macro

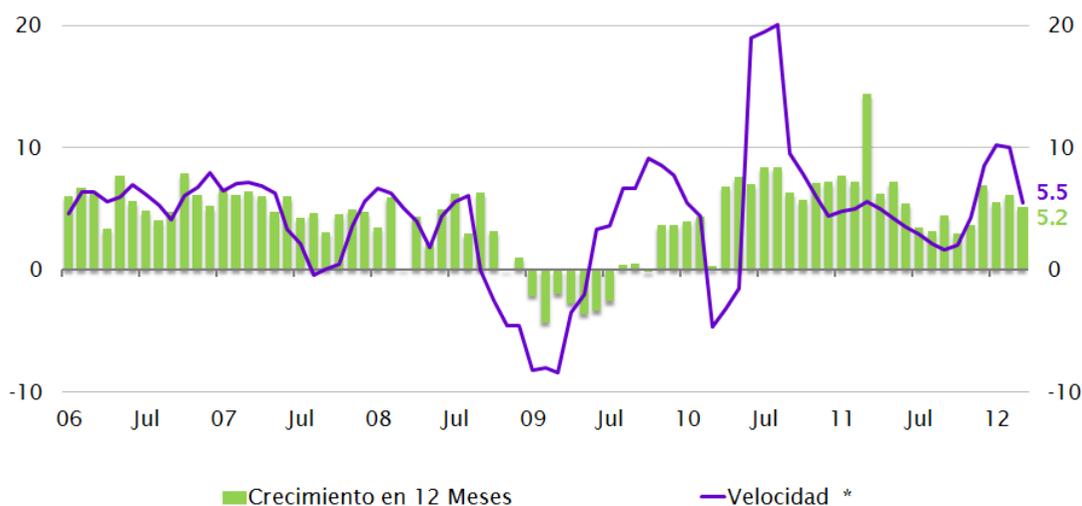
Días después de nuestra última reunión, el Banco Central publicó las nuevas Cuentas Nacionales correspondientes a la Compilación de Referencia 2008 (CR2008), la que introdujo varias correcciones al nivel del PIB nominal, a las tasas de crecimiento real y a su composición. En particular, el PIB del año 2011 habría alcanzado una cifra en torno a los 250.000 millones de dólares de ese año. Con todo, el PIB en el 2011 creció 6,0% (6,3% en

la Compilación de Referencia 2003), esto debido principalmente a la mayor ponderación del sector minero en las nuevas cuentas.

Después de una brusca desaceleración registrada a lo largo del 2011, la economía recuperó dinamismo en el cuarto trimestre al crecer 8,2% a tasa anualizada (5,6% en Q1, 4,1% en Q2 y 1,4% en Q3, Gráfico 2). En lo más reciente, el IMACEC de marzo volvió a sorprender positivamente al mercado al crecer 5,2% anual. Con esta información, el crecimiento anualizado del primer trimestre del año se estima en 5,5% (Gráfico 3).

En paralelo, la demanda interna mantiene un alto dinamismo en el trimestre terminado en Marzo. Si bien las ventas minoristas reales registraron una disminución en la variación anual en Marzo, la velocidad de crecimiento del primer trimestre sigue siendo superior al 10% anualizado. Este fuerte dinamismo es impulsado por la baja tasa de desem-

Gráfico 3

Imacec
(%)

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

Fuente: Banco Central de Chile.

pleo, los aumentos en los salarios reales, la fuerte expansión fiscal del cuarto trimestre y la expansión del crédito.

Por su parte, el mercado laboral se mantiene estrecho. Así, en el trimestre Enero-Marzo, el empleo asalariado creció un 4,9% en doce meses, la tasa de desempleo se redujo hasta 6,6% desde 7,3% registrado doce meses atrás y los salarios reales siguen subiendo en torno al 3% anual.

A nivel sectorial, en el primer trimestre, los sectores de mayor dinamismo fueron el comercio, la industria manufactura, minería y comunicaciones y transporte.

En paralelo, las expectativas empresariales han seguido mejorando, mientras que las expectativas de los consumidores volvieron a disminuir en Marzo después de los aumentos registrados en los dos meses previos. Esto último pudo originarse a partir del aumento en el precio de los combustibles

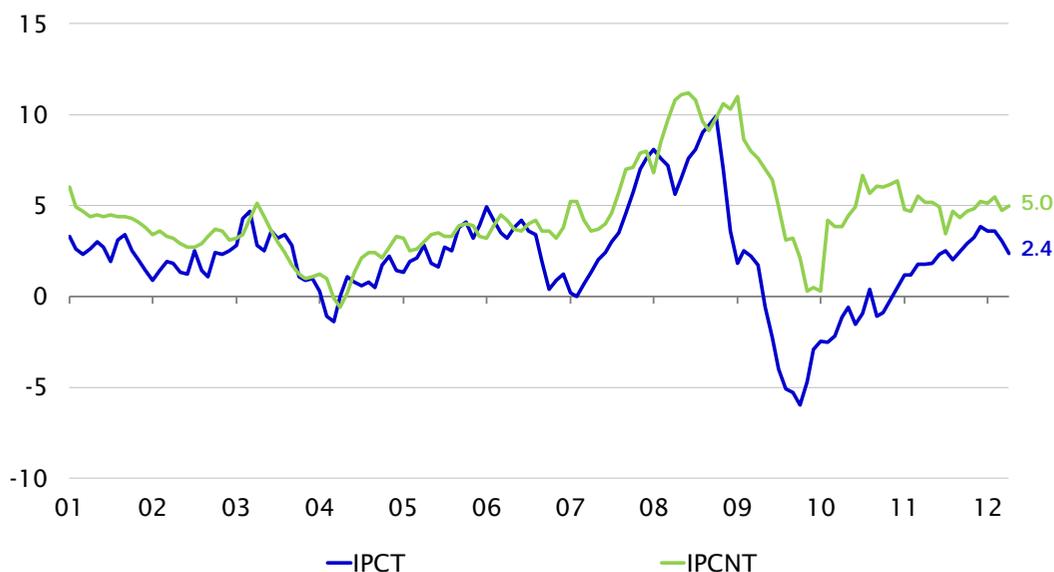
y de la aceleración de la inflación observada hasta ese mes.

En materia de precios, después de la sorpresa de diciembre que llevó la inflación anual hasta un 4,4%, ésta se ha reducido hasta 3,5% en Abril. La disminución de la inflación se debe principalmente a la caída en la tasa de crecimiento de los precios de los bienes transables desde 3,8% en Diciembre hasta 2,4% en Abril, mientras que la tasa de crecimiento de los bienes no transables se mantiene en la cercanía del 5% desde fines del 2011 (Gráfico 4).

Las expectativas de inflación a Diciembre del 2012, después de su aumento hasta 3,5% que se mantuvo hasta Abril, han disminuido recientemente hasta 3,3%, según la Encuesta de Expectativas Económicas de Mayo del Banco Central. No obstante, confiados en que el organismo rector de la política monetaria hará su tarea, las expectativas de inflación a dos años continúan ancladas en torno al 3%.

Gráfico 4

Índice de Precios de Bienes Transables y No Transables
(variación % en 12 meses)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Por su parte, el tipo de cambio ha estado muy afectado por la volatilidad externa y sus efectos sobre el apetito por riesgo, los flujos de capitales, la paridad dólar euro y el precio del cobre. Ello hizo que el tipo de cambio se ubicara en el rango de 480-486 pesos por dólar en los meses recientes.

En cuanto al mercado financiero, las colocaciones siguen creciendo con fuerza y han aumentado su tasa de variación anual, a excepción de las colocaciones de consumo. Por su parte, las tasas de interés nominales han mostrado reducciones en las últimas semanas asociadas a la baja en las proyecciones de inflación.

En cuanto a la política monetaria, el Banco Central decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5,0% en sus tres últimas Reuniones de Política Monetaria. En paralelo, el Banco Central, en el último Informe de Política Monetaria (IPOM),

mostró una mayor preocupación por la inflación y por el tamaño del déficit de cuenta corriente, en una economía que crece más de lo proyectado en Diciembre pasado y donde las holguras de capacidad se han agotado. En el mismo IPOM, el Banco Central revisó al alza su proyección de inflación para este año.

El IPOM considera también que, en el escenario considerado como más probable, la TPM tendrá que subir en los próximos meses para que la inflación regrese al 3% en el horizonte de política.

3.2 Proyecciones macroeconómicas

En los últimos meses, las proyecciones de crecimiento se han corregido permanentemente al alza. En cambio, las estimaciones para la inflación se redujeron en la última semana (Tabla 2). En cuanto al crecimiento, las estimaciones para este año se

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

	2010 a	2011 a	2012				2013		
			BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	6.1 (5.2)	6.0 (6.3)	(4.0 - 5.0)	4.5 (4.0; 5.0)	4.3	4.8 (4.5; 5.1)	5.0 (4.1; 6.0)	4.6	5.0 (4.5; 5.5)
Demanda Interna	14.8 (16.4)	9.4	5.3	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.0 (10.4)	8.8	4.8*	5.3	5.4	-	5.4	5.4	-
Inversión total	14.3 (18.8)	17.6	8.9	9.0	10.8	-	8.4	7.4	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	1.3	-	0.5	1.8	-	0.4	1.9	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	-	497.6**	476.2	490*** (474; 500)	505.0**	482.8	500*** (475; 520)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	3.5	3.5 (2.7; 4.1)	3.4	3.3 (3.0; 3.6)	3.1 (2.6; 3.5)	3.4	3.0 (3.0; 3.5)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.2	-	-	7.3	-	-	7.4	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.5 (1.9)	-1.3	-3.4	-2.3 (-4.7; -0.5)	-2.3	-	-2.5 (-7.2; 0.0)	-2.4	-

a) Cifras entre paréntesis de los años 2010 y 2011 corresponden a Cuentas Nacionales Base 2003.

*Se refiere al consumo total.

**Corresponde a fines de Abril del siguiente año.

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

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

ubican en un máximo de 4,8% (según la Encuesta de Expectativas del Banco Central de Mayo), y para la inflación las estimaciones se redujeron hasta 3,3% anual.

En mi escenario central, la estimación del crecimiento del PIB para el 2012 se ubica entre 4,5% y 5,0%, el déficit de cuenta corriente entre 3,5% y 4% del PIB, y la inflación anual a diciembre entre 3,0% y 3,5%.

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 mer-

cados financieros. Sin embargo, el país cuenta con las herramientas para defenderse de este deterioro. Dichas herramientas yacen en la capacidad que tiene el país para utilizar políticas monetarias y fiscales contracíclicas, 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., lo que atenúa el impacto en Chile de una recesión en el mundo desarrollado, a través del comercio internacional.