

## El momento económico internacional y nacional

Enero 2013

VITTORIO CORBO

- La situación financiera de los países periféricos de Europa ha mejorado, así como también se ha aliviado la presión sobre la deuda soberana de estos países, como consecuencia de las acciones del Banco Central Europeo, de los respectivos gobiernos y de los líderes e instituciones de la Comunidad Europea. Esto, unido al aterrizaje suave de China, a las políticas monetarias expansivas de los países avanzados y al ajuste de la banca europea, ha contribuido a mejorar las expectativas económicas, reducir la incertidumbre y favorecer el apetito por riesgo.
- Por su parte, España e Italia han avanzado en su ajuste fiscal y en sus reformas pro-crecimiento. España progresa, además, en su programa de recapitalización y reestructuración de las cajas y de la banca intermedia que requiere de más capital. No obstante, el reto de estos países y de Europa como un todo sigue siendo generar las condiciones para retomar la senda del crecimiento sostenido y reducir el creciente desempleo, y con ello, contener las presiones sociales y el riesgo de fatiga del ajuste.
- En los principales países avanzados, EE.UU. crece a una tasa en torno al 2% anualizado, producto de un aumento de riqueza asociado a la recuperación de la bolsa y del precio de las viviendas, entre otros factores, aunque la todavía alta tasa de desempleo y las restricciones al crédito, frenan una expansión mayor. Por su parte, la Zona Euro está en plena recesión como resultado del desapalancamiento de los bancos y de las familias, de los efectos recesivos de corto plazo de los ajustes fiscales y de la incertidumbre sobre la solvencia fiscal y bancaria. Mientras que Japón está en recesión como consecuencia de las caídas del PIB en el segundo y tercer trimestre del 2012, asociadas a una menor actividad de reconstrucción y la caída del crecimiento de Europa, entre otros factores.
- En contraste, los países emergentes están en un proceso de recuperación, liderados por China y Brasil. Ambos países respondieron a la desaceleración del crecimiento del 2012 con estímulos macroeconómicos y financieros que comienzan a impulsar su crecimiento. Por otro lado, India comienza a enfrentar sus problemas estructurales, que limitan su tasa de crecimiento potencial y, en último término, su crecimiento de corto plazo.
- Con todo, el crecimiento de la economía mundial, medido a paridad de poder de compra, habría alcanzado sólo un 3,1% en el año 2012, mientras que el crecimiento mundial del 2013 se estima sería levemente superior a dicha cifra.
- El 2012 fue un buen año para Chile. La tasa de crecimiento se ubicó cerca del 5,5%, la tasa de desempleo promedió un 6,5% y la tasa de inflación promedio fue de 3%. Por el lado del gasto, la demanda interna continuó con su dinamismo y creció más que el PIB, apoyada por buenos términos de intercambio, bajo desempleo y expectativas favorables de personas y empresarios.
- A pesar de estas buenas cifras, la cuenta corriente se ha deteriorado sostenidamente desde principios del 2010. Esto, sumado a que la inflación de no transables se mantuvo cercana al 4% anual, mientras que la inflación de los bienes transables cayó desde 3,6% anual a -0,4% en diciembre, refleja las escasas holguras del mercado laboral y altas presiones de demanda.
- Mi escenario central para Chile el 2013 es de un crecimiento del PIB entre 4 y 5% y una inflación a diciembre en torno al 3%. En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena están en el entorno externo, aunque debe también considerarse el riesgo interno de que la demanda doméstica no se desacelere lo suficiente para acotar el alza del déficit de cuenta corriente y evitar aumentos de la inflación.

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

## 1. Introducción

Después de que a mediados del 2012, la incertidumbre sobre los problemas económicos en la Zona Euro aumentó y las economías emergentes perdieron dinamismo, el 2013 comienza con mejores noticias. Tanto la situación financiera como la presión sobre la deuda soberana de los países periféricos de Europa han mejorado, se han aplicado políticas monetarias expansivas en los países avanzados y China confirma un aterrizaje suave, lo que en conjunto, ha contribuido a mejorar las expectativas económicas, reducir la incertidumbre y favorecer el apetito por riesgo.

En la Zona Euro, se destaca una serie de acciones del Banco Central Europeo (BCE), de los gobiernos de los países periféricos, y de los líderes y las instituciones de la Comunidad Europea. Con todo, a pesar de los importantes avances logrados, la situación es aún frágil como para conseguir una estabilidad más duradera y para retomar el crecimiento de los países periféricos.

En cuanto al crecimiento de la economía mundial, éste se ha reducido en los últimos meses como resultado de la incertidumbre sobre el curso de las políticas en los países avanzados, los efectos de los ajustes fiscales y privados y los programas de restricción del crecimiento del crédito en varios países emergentes y, como resultado, las perspectivas de crecimiento de los países de mayor importancia mundial para el año 2013 —excepto Estados Unidos, China y España— se han ido corrigiendo a la baja.

Con todo, en cuanto a crecimiento, el 2013 debiera ser parecido al del 2012, aunque con un primer semestre más débil que el segundo. De todas maneras, este año será otro año de bajo crecimiento de los países avanzados y lo más probable es que se mantenga bajo por algunos años, hasta que los ajustes comiencen a mostrar sus efectos a

través de una mayor solvencia fiscal, mayor tasa de crecimiento potencial y una renovada confianza de los agentes económicos. En contraste, los países emergentes continuarán con su proceso de recuperación, liderados por China.

Por su parte, desanclados de la debilidad mostrada por los países avanzados, en el 2012, Chile completó un excelente año con un crecimiento económico cercano al 5,5%, una tasa de desempleo promedio de 6,5% y una inflación anual promedio de 3,0%. Este desempeño se vio favorecido por el buen manejo macroeconómico, los altos términos de intercambio y el bajo costo del financiamiento externo.

No obstante, este dinamismo esconde una situación muy distinta al interior de la economía, entre sectores transables no mineros y los sectores no transables y la minería. Además, el gasto interno ha crecido más que el producto en los últimos dos trimestres y, si bien se ha desacelerado en los últimos meses, muestra aún un fuerte dinamismo. Más aún, el mercado laboral se mantiene estrecho, la masa salarial real sigue creciendo cerca de 6% anual y la inflación de los bienes y servicios no transables se mantiene cercana al 4% anual. Esto, sumado al deterioro de la cuenta corriente y las vulnerabilidades presentes en el mercado inmobiliario aumentan el riesgo de que el alto dinamismo del gasto interno lleve a un sobrecalentamiento de la economía, lo que preocupa a las autoridades macroeconómicas.

En la siguiente sección se examina en detalle los progresos y tareas pendientes dentro de la crisis europea y los desarrollos recientes de la economía mundial, así como sus perspectivas de crecimiento. Luego, en la sección 3, se presenta un análisis de la coyuntura económica nacional y las expectativas para el corto plazo.

## 2. La crisis europea y la economía mundial

### 2.1 El progreso de la crisis europea

La situación financiera y la presión sobre la deuda soberana de los países periféricos de Europa han seguido mejorando, ayudados por una serie de acciones del Banco Central Europeo (BCE), de los gobiernos de los países periféricos y de los líderes y las instituciones de la Comunidad Europea.

Por parte del BCE, destacan las grandes inyecciones de liquidez de diciembre del 2011 y de febrero del 2012, el anuncio de su presidente a fines de Julio pasado de que el BCE haría todo lo que fuese necesario para restablecer el funcionamiento normal del sistema monetario europeo —eliminando las dudas sobre la sobrevivencia del Euro— y las acciones que siguieron a este anuncio, respecto a la introducción del programa de Transacciones Monetarias Directas (el programa OMT, por sus siglas en inglés) con compras ilimitadas de bonos de gobierno de hasta tres años en los mercados secundarios. Por su parte, los gobiernos de los países periféricos realizaron ajustes fiscales y estructurales para fortalecer la solvencia fiscal y promover la competencia y el crecimiento. A nivel de la Comunidad Europea, destacan el pacto fiscal, introducido a comienzos del año pasado, la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM), su renovado apoyo a Grecia, la centralización de la supervisión de los principales bancos europeos en el BCE y el préstamo para la reestructuración y capitalización de la banca con dificultades en España. Todas estas acciones han contribuido a reducir significativamente la probabilidad de escenarios de un quiebre del euro.

Las acciones anteriores, unidas al aterrizaje suave de China, a las políticas monetarias expansivas de los países avanzados y al ajuste de la banca europea, han contribuido a mejorar las expectativas

económicas, reducir la incertidumbre y favorecer el apetito por riesgo. Como resultado, desde Julio hasta ahora, los rendimientos de los bonos de España e Italia se han reducido más de 200 puntos base, los precios de las acciones europeas han subido más del 25%, el proceso de desapalancamiento y reducción de riesgo de los balances de la banca europea ha progresado, el rendimiento de los bonos high yield ha caído con fuerza, el mercado accionario mundial se ha recuperado, la volatilidad del precio de las acciones se ha reducido y los rendimientos de los bonos de bajo riesgo han subido. En el lado negativo, en la Zona Euro se debilita el crecimiento y aumenta el desempleo, lo que afecta también a Alemania.

Con todo, a pesar de los importantes avances logrados, la situación es aún frágil como para crear las condiciones para una estabilidad más duradera y para retomar el crecimiento de los países periféricos. Para lograr esto último queda mucho trabajo pendiente. Primero, los países periféricos tienen que seguir trabajando en reconstruir su solvencia fiscal y acometer reformas estructurales pro-crecimiento, a través de la reestructuración de sus sistemas financieros, la promoción de la competencia y liberalización de sus mercados laborales. Segundo, España e Italia tienen importantes necesidades de financiamiento en el 2013, 225 mil millones y 390 mil millones de euros respectivamente, que preocupan a los mercados y que es probable que, más temprano que tarde, terminen obligándolos a recurrir a los fondos europeos (ESFS/ESM) para activar el OMT y la emisión de deuda soberana de corto plazo y para que el ESM les pueda comprar deuda soberana en el mercado primario. Tercero, el grupo del euro tiene que avanzar en la creación de una Unión Bancaria yendo mucho más allá de la centralización de la supervisión de los bancos grandes en el BCE. En particular, se requiere avanzar en la creación de un fondo para resolver la crisis bancaria y en

el seguro de depósito en euros para toda la zona. Esto es fundamental para mantener un sistema monetario y financiero integrado al interior de la Unión Monetaria. Cuarto, Italia tiene que despejar las dudas políticas sobre la continuidad de su proceso de reformas en las elecciones parlamentarias del próximo mes.

Con todo, se ha progresado en la mejora de las cuentas fiscales, en la reducción de los desbalances externos y en las reformas pro-crecimiento. Así, España e Italia avanzan en su ajuste fiscal y en sus reformas pro-crecimiento. España progresa, además, en su programa de recapitalización y reestructuración de las cajas y de la banca intermedia que requiere de más capital. En paralelo, mejora su competitividad y reduce su déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB.

Pero el reto de Europa es generar las condiciones para volver a crecer y reducir el creciente desempleo, para así poder contener las presiones sociales y el riesgo de fatiga de ajuste, que pueden terminar abortando el esfuerzo para fortalecer la solvencia fiscal y crear las condiciones que permitan retomar la senda del crecimiento sostenido.

## 2.2 El crecimiento mundial y sus perspectivas

En el contexto de la crisis europea, el crecimiento de la economía mundial se ha reducido en los últimos meses como resultado de una serie de factores: (1) la incertidumbre sobre el curso de las políticas en EE.UU., la Zona Euro y Japón; (2) los efectos de los ajustes fiscales y privados en los países avanzados, introducidos para reducir sus altos niveles de endeudamiento; y (3) los efectos de los programas de restricción del crecimiento del crédito, para evitar la formación de burbujas de precios de activos o un alza en la inflación en varios países emergentes.

En el caso de los principales países avanzados, EE.UU. crece a una tasa en torno al 2% anualizado y la Zona Euro y Japón están en plena recesión. El crecimiento de EE.UU. es el resultado de dos fuerzas contrapuestas. Por una parte, el aumento de riqueza asociado a la recuperación de la bolsa y del precio de las viviendas, y la mejora del mercado laboral impulsan al consumo y el avance en el ajuste del sector inmobiliario y las bajas tasas de interés impulsan la construcción de viviendas. Por otra parte, la aún alta tasa de desempleo, la restricción del crédito, las alzas de impuestos y la crisis europea tienen un impacto negativo en el crecimiento del consumo y de la inversión en maquinarias y equipos.

En la Zona Euro, la vuelta a la recesión es el resultado del desapalancamiento de los bancos y de las familias, de los efectos recesivos de corto plazo de los ajustes fiscales y de la incertidumbre sobre la solvencia fiscal y bancaria. Por su parte, Japón, que tuvo un buen primer trimestre del 2012 gracias al progreso en la reconstrucción de los daños del terremoto y tsunami del 2011, tuvo una caída del PIB en el segundo y tercer trimestres del año pasado, afectado por una menor actividad de reconstrucción, la caída en el crecimiento de Europa y la incertidumbre asociada a sus problemas geopolíticos con China.

En cuanto a los países emergentes, estos también han registrado una pérdida de dinamismo. A varios de ellos, la crisis europea los encontró en pleno proceso de restricción monetaria y crediticia, para controlar la formación de burbujas en precios de activos y evitar una aceleración de la inflación, lo que afectó su crecimiento. En el caso de los BIC (Brasil, India y China), Brasil se desaceleró afectado por el fuerte ajuste que tuvo que hacer después del sobrecalentamiento de su economía en el 2009-2010; India perdió dinamismo por los ajustes monetarios y crediticios que debió introducir para

controlar la inflación y los altos déficits fiscales y de cuenta corriente, y China requirió la aplicación de ajustes monetarios y medidas de control del crédito para controlar el alza en los precios de activos y de la inflación.

La crisis europea y la caída en el crecimiento de los países avanzados resultó ser un factor restrictivo adicional, no sólo para los BIC sino para todo el mundo emergente. Los países más afectados han sido los países de Europa Central y del Este, debido a la importancia que tiene Europa Occidental en su intercambio comercial, flujos financieros, remesas de trabajadores y sistema financiero.

En relación a las perspectivas de crecimiento para el año 2013, todo apunta a que los países avanzados tendrán otro año de ajuste y de bajo crecimiento. En el caso de EE.UU., los efectos de los ajustes fiscales (más del 1,5% del PIB) y la incertidumbre fiscal afectarán a su crecimiento en la primera mitad del año.

En la Zona Euro y en Europa, como un todo, la reducción de la probabilidad de una destrucción del euro y la mejora en los mercados de deuda y de activos financieros debiera ser un factor de estímulo más adelante. En el intertanto, los ajustes fiscales seguirán siendo un factor restrictivo. En el caso particular de Italia, la incertidumbre política asociada a las elecciones parlamentarias de febrero y sus implicancias para el nuevo gobierno que emerja de éstas, puede terminar afectando con más fuerza a sus mercados de deuda y a la actividad económica. Por otra parte, en los países periféricos, la caída en las tasas de interés de los bonos soberanos reduce el costo del financiamiento de su banca, lo que unido al avance en su desapalancamiento y la reducción de los riesgos de sus balances, debieran comenzar a apoyar a la economía real. En Japón, el nuevo gobierno empuja al Banco Central de Japón a introducir una política monetaria más expansiva, al mismo tiempo que introduce un programa de es-

tímulo fiscal, principalmente, asociado a un aumento del gasto de 1,2% del PIB.

Como resultado, el 2013 debiera ser otro año de bajo crecimiento de los países avanzados, con un crecimiento del PIB muy parecido al del 2012, y lo más probable es que se mantenga bajo por algunos años, hasta que los ajustes comiencen a mostrar sus efectos, a través de una mayor solvencia fiscal, mayor tasa de crecimiento potencial y una renovada confianza de los agentes económicos.

En contraste, los países emergentes están en un proceso de recuperación liderados por China y, por su parte, Brasil debiera comenzar a dejar atrás su pobre crecimiento del año 2012. Estos dos países respondieron a la desaceleración del crecimiento del año 2012 con estímulos macroeconómicos y financieros que comienzan a impulsar su crecimiento, especialmente en China. Por otro lado, India comienza a enfrentar sus problemas estructurales que limitan su tasa de crecimiento potencial y, en último término, su crecimiento de corto plazo. En este último aspecto, India ha comenzado a mostrar avances en reformas a la competencia, al acceso de la inversión extranjera, a sus empresas públicas, a la infraestructura y a su sector financiero.

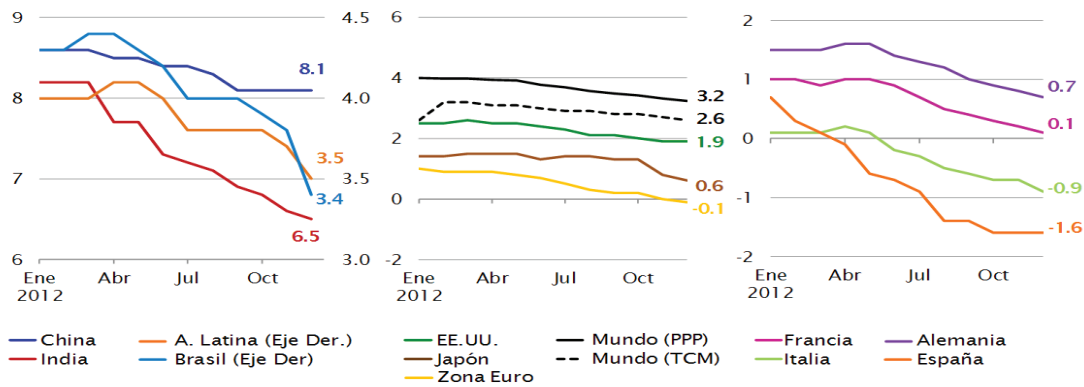
Con todo, como lo muestra el Gráfico 1, con la excepción de China, EE.UU. y España, las proyecciones de crecimiento para el 2013 del Consensus Forecasts se han corregido en forma importante a la baja, tanto en el transcurso del año pasado como en el mes de diciembre. Las proyecciones del Banco Mundial, presentadas recientemente, siguen el mismo patrón.

Las implicancias de estas revisiones para el crecimiento mundial en el año 2013 se presentan en la Tabla 1. En esta tabla se aprecia no sólo que el crecimiento de la economía mundial, medido a paridad de poder de compra, habría alcanzado

Gráfico 1

## Perspectivas de Crecimiento Económico para el 2013

(Variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 1

## Proyecciones del crecimiento mundial

(Variación anual, %)

	2009	2010	2011	2012				2013			
				FMI	BM	BI	CF	FMI	BM	BI	CF
Estados Unidos	-3.1	2.4	1.8	2.2 (2.0; 2.1; 1.8)	2.2	2.3 ↑	2.2 =	2.1 (2.3; 2.4; 2.2)	1.9	1.9 =	1.9 =
Zona Euro	-4.4	2.0	1.4	-0.4 (-0.3; -0.3; -0.5)	-0.4	-0.5 ↓	-0.5 =	0.2 (0.7; 0.9; 0.8)	-0.1	-0.1 =	-0.1 ↓
Japón	-5.5	4.5	-0.8	2.2 (2.4; 2.0; 1.7)	1.9	1.9 =	1.8 =	1.2 (2.4; 1.7; 1.6)	0.8	0.7 ↑	0.6 ↓
Asia (ex-Japón)	6.1	9.7	7.4	6.4 (6.4; 6.9; 6.7)	n.d.	6.0 =	6.2 =	6.8 (7.0; 7.5; 7.3)	n.d.	6.6 =	6.7 ↓
China	9.2	10.4	9.2	7.8 (8.0; 8.2; 8.2)	7.9	7.7 =	7.7 =	8.2 (8.5; 8.8; 8.8)	8.4	8.0 =	8.1 =
India	5.9	10.1	6.8	4.9 (6.1; 6.9; 7.0)	5.1	5.0 =	5.5 ↓	6.0 (6.5; 7.3; 7.3)	6.1	6.4 =	6.5 ↓
América Latina	-1.5	6.2	4.5	3.2 (3.4; 3.7; 3.6)	3.0	2.7 =	2.7 ↓	3.9 (4.2; 4.1; 3.9)	3.5	3.5 ↓	3.5 ↓
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.5 (2.5; 3.0; 3.0)	0.9	1.0 =	1.1 ↓	4.0 (4.6; 4.1; 4.0)	3.4	3.3 =	3.4 ↓
México	-6.0	5.6	3.9	3.8 (3.9; 3.6; 3.5)	4.0	3.8 =	3.9 =	3.5 (3.6; 3.7; 3.5)	3.3	3.4 =	3.5 =
Mundo (PPP)	-0.6	5.1	3.8	3.3 (3.5; 3.5; 3.3)	3.0	3.0 =	3.1 =	3.6 (3.9; 4.1; 3.9)	3.4	3.2 =	3.3 ↓
Mundo (TCM)	-2.2	4.1	2.8	2.6 (2.7; 2.7; 2.5)	2.3	2.4 =	2.5 =	2.9 (3.2; 3.3; 3.2)	2.4	2.4 ↓	2.6 ↓
Comercio Mundial	-10.4	12.6	5.8	3.2 (3.8; 4.0; 3.8)	3.5			4.5 (5.1; 5.6; 5.4)	6.0		

Fuente: Consensus Forecasts, Diciembre 2012; Asia Pacific Consensus Forecasts, Diciembre 2012; Latin America Consensus Forecasts, Diciembre 2012; FMI: WEO, Octubre 2012; y en paréntesis Update Julio 2012, WEO Abril 2012 y Update Enero 2012, respectivamente; Banco Mundial: Global Economic Prospects, Enero 2013; Bancos de Inversión: J.P.Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank.

sólo un 3,1% en el año 2012, sino que el crecimiento de este año sería levemente superior al del 2012.

Sin embargo, estas proyecciones de crecimiento enfrentan importantes riesgos, mayoritariamente a la baja, los que están asociados a: (1) una profundización de la crisis europea por una intensificación de la recesión y las resultantes dificultades políticas para mantener los ajustes; (2) un ajuste fiscal asociado a la negociación para subir el techo de la deuda en EE.UU., que resulte muy cargado al corto plazo y que termine arrastrando al país de regreso a la recesión; y (3) dificultades en cambiar la composición del crecimiento en China hacia el consumo interno, que reduzcan significativamente su crecimiento.

Pero también estas proyecciones tienen riesgos al alza asociados a: (1) una solución más comprehensiva y agresiva de la crisis europea que genere una mayor y más rápida respuesta de oferta que la proyectada; y (2) un buen acuerdo fiscal que permita elevar el techo de la deuda pública en los EE.UU. con efectos más positivos a los esperados en el empleo y en la inversión.

Sumando y restando estos riesgos, en el escenario más probable, el crecimiento de la economía mundial de este año no debiera ser muy distinto del alcanzado el año 2012. Sin embargo, los riesgos de una profundización de la crisis europea, aunque aún están presentes, se han reducido significativamente.

### 3. Perspectivas económicas para la economía chilena

En el 2012, Chile completó un excelente año con un crecimiento económico cercano al 5,5% que supera por tercer año consecutivo su tasa de crecimiento de tendencia, con una tasa de desempleo promedio de 6,5% —la tasa promedio anual más baja registrada en los últimos 15 años— y una tasa

de inflación promedio de 3,0%. Este desempeño se vio favorecido por el buen manejo macroeconómico, los altos términos de intercambio y el bajo costo del financiamiento externo.

Sin embargo, a pesar de estas buenas cifras macroeconómicas, este dinamismo esconde una situación muy distinta al interior de la economía. Por un lado, los sectores transables no mineros se encuentran golpeados por la situación internacional y las alzas de los costos internos, a diferencia de los sectores no transables y la minería, que aunque también han enfrentado las alzas de costos internos tanto laborales como energéticos, han sido favorecidos por precios más altos para sus productos y servicios.

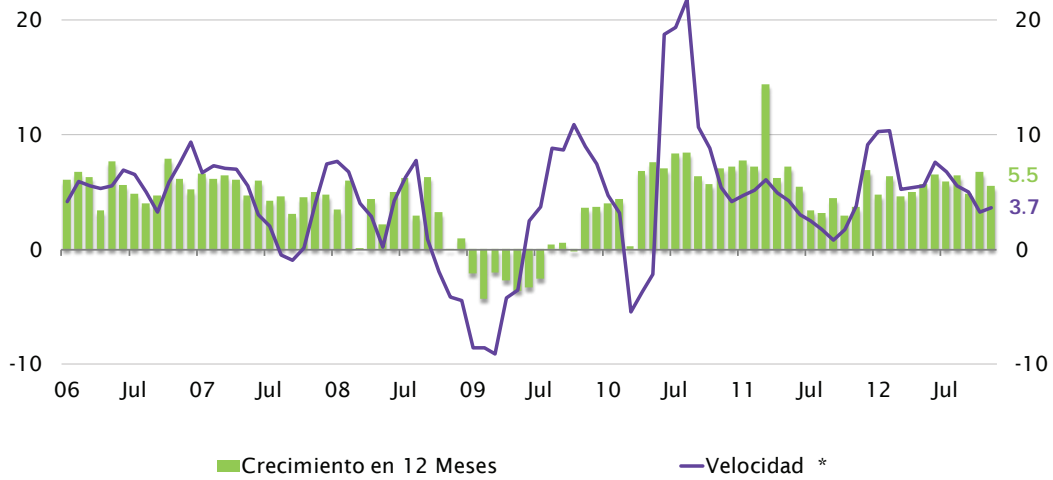
En el agregado, el PIB creció a una tasa de 5,7% anual y, también, anualizada en el tercer trimestre, después de crecer 5,5% anual y 7,1% anualizado en el primer semestre del 2012. Sin embargo, el crecimiento ha perdido dinamismo, en el margen, durante los últimos meses. El IMACEC de noviembre creció 5,5% anual, pero en el trimestre móvil terminado en noviembre creció sólo un 3,7% anualizado, después de crecer 3,3% en el trimestre móvil anterior (Gráfico 2).

Los sectores de mayor dinamismo han sido los más ligados a la demanda interna (comercio, construcción y servicios) y, en los últimos meses, la minería. Por su parte, la industria cayó 0,3% anual en el tercer trimestre, aunque mostró un leve repunte en octubre y noviembre.

Por el lado del gasto, la demanda interna se mantiene dinámica y crece más que el PIB, apoyada por buenos términos de intercambio, bajo desempleo y expectativas favorables de personas y empresarios (Gráfico 3).

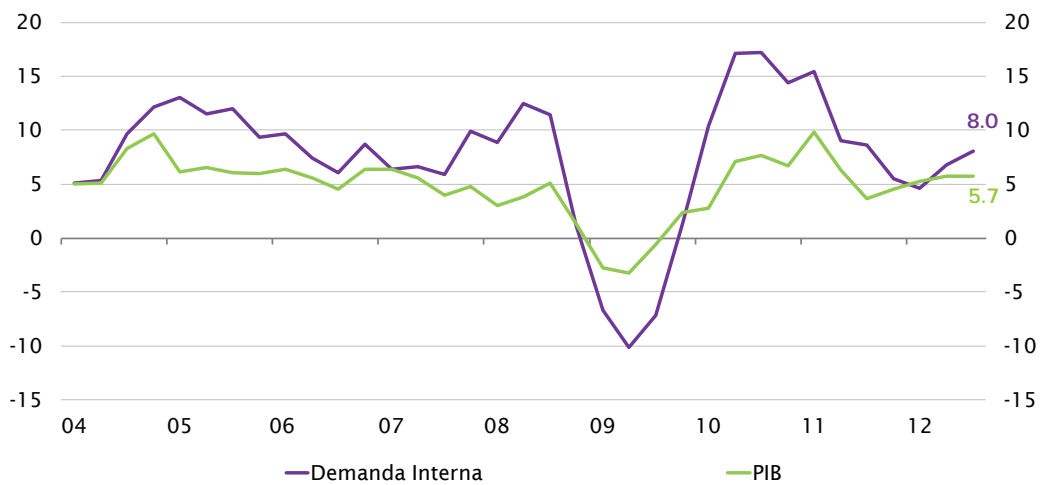
Entre los componentes del gasto interno, el consumo privado creció 6,4% anual en el tercer trimestre, después de crecer 5,4% en el trimestre

**Gráfico 2**  
IMACEC  
(%)



\* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.  
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 3**  
PIB y Demanda Interna Trimestral  
(variación % anual)



Fuente: Banco Central de Chile.



anterior. El crecimiento fue liderado por la expansión de los bienes durables en 12,8% anual. Por su parte, las ventas al detalle crecieron 7,9% anual en el promedio móvil del trimestre septiembre-noviembre, registrando una leve desaceleración en el margen.

Por otro lado, la inversión aceleró su dinamismo en el tercer trimestre debido, principalmente, al repunte del componente de maquinarias y equipos al crecer 19,9% anual mientras que construcción y otras obras creció 8,8%. Para el corto plazo, se espera que la inversión siga creciendo más que el consumo y que el producto.

El mercado laboral mantiene su estrechez. La tasa de desempleo del trimestre móvil septiembre-noviembre se redujo hasta 6,2% desde 7,1% registrado para el mismo período doce meses atrás y desde 6,6% en el trimestre móvil anterior. Además, la ocupación aceleró su tasa de crecimiento por tercer mes consecutivo hasta una tasa de 2,3% anual.

La masa salarial sigue creciendo a una tasa cercana al 6% real anual, debido a un mayor aumento del empleo, y con salarios reales creciendo por encima del 3% anual. En el corto plazo se prevé que el consumo se seguirá expandiendo, aunque con algo menos de fuerza por un menor crecimiento de la masa salarial real y un menor dinamismo del crédito.

Por otro lado, se ha comenzado a activar la discusión sobre la creación de una eventual burbuja inmobiliaria. El Banco Central ha estado advirtiendo los quiebres estructurales en los índices de precios de viviendas en 6 comunas en el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) de junio y en 13 comunas en el último IEF. Por su parte, el crecimiento del crédito hipotecario se ha mantenido alrededor del 8% promedio real anual hasta noviembre del 2012. Sin embargo, la razón de deuda a garantía hipotecaria ha aumentado desde fines del 2011, con la mayoría de los préstamos realizados con una razón mayor al 80% (Gráficos 4 y 5).

En cuanto a los precios, la inflación que llegó hasta 4,4% anual en febrero del 2012 se redujo hasta 1,5% en diciembre. Sin embargo, al dividir el índice de precios según la transabilidad de los bienes y servicios, la inflación de no transables se mantiene cercana al 4% anual (Gráfico 6 y 7) mientras que la inflación de los bienes transables se redujo desde 3,6% anual a inicios del 2012 hasta -0,4% en diciembre.

Se suma, además, el deterioro sostenido del saldo en cuenta corriente desde principios del 2010 (Gráfico 8), que en conjunto a la dinámica interna de la inflación, reflejan escasas holguras del mercado laboral y altas presiones de demanda.

Todo lo anterior aumenta el riesgo de que el alto dinamismo del gasto interno lleve a un sobrecalentamiento de la economía, lo que preocupa a las autoridades macroeconómicas. Por lo tanto, la pregunta clave es: ¿cómo desacelerar el crecimiento de la demanda interna?

En este escenario, la política fiscal adelantó al 2013 la meta de alcanzar un déficit estructural del 1% el año 2014, lo que va en la dirección correcta, en conjunto con el anuncio de que el gasto público habría crecido sólo un 5% real anual en el 2012.

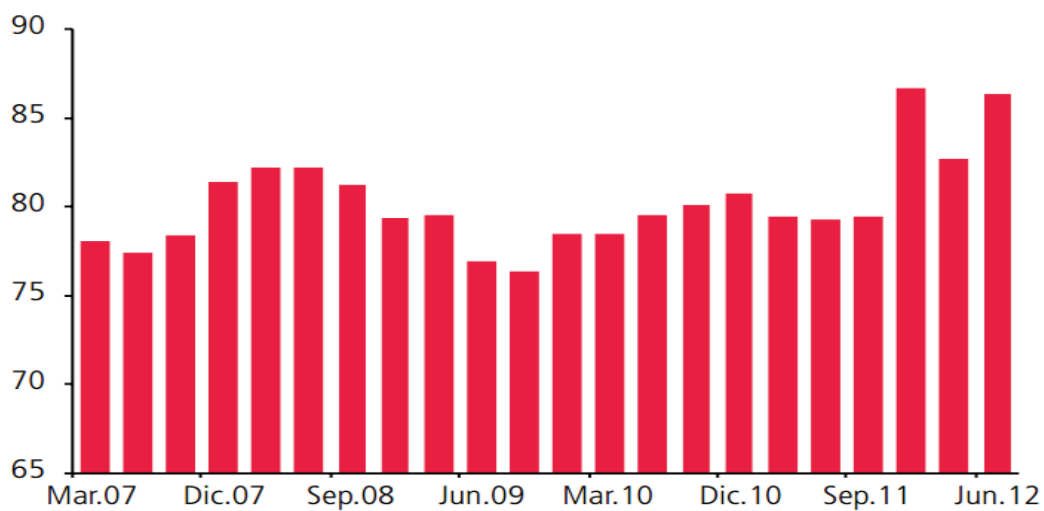
Por su parte, la política monetaria seguirá presionada y se manejará entre dos opciones: (1) alzas de la TPM; y (2) esperar a que el crecimiento del gasto se modere con un menor crecimiento del crédito, menor crecimiento de la masa salarial real y con los efectos de la crisis internacional.

Sin embargo, dado el dinamismo que lleva el gasto interno y la pérdida de dinamismo del PIB, lo más probable es una combinación de algunas alzas de tasas y de ser necesario, si las intervenciones verbales no surten efecto, con medidas macro y micro prudenciales para así evitar la formación de burbujas en los precios de las viviendas.

Por su parte, el tipo de cambio ha seguido afectado por las condiciones macroeconómicas ex-

**Gráfico 4**

Razón de Deuda Hipotecaria a Garantía: Evolución\*  
(%)

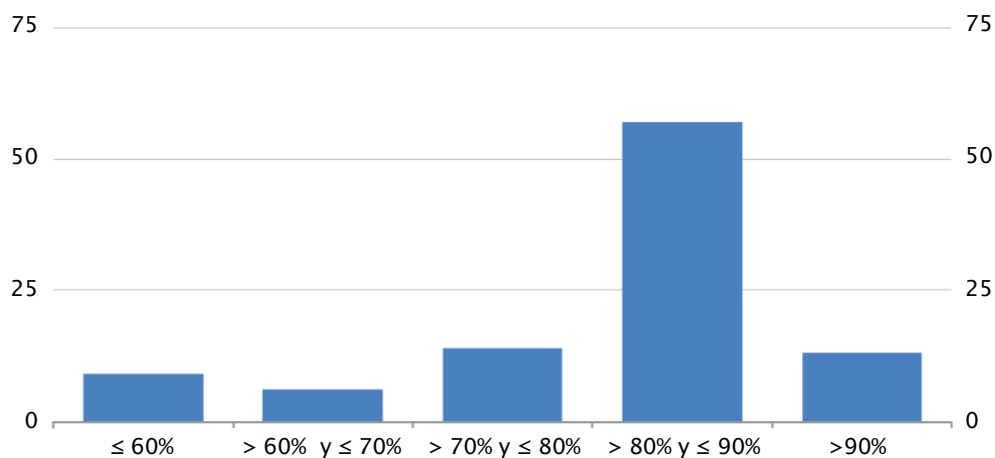


\* Cifras preliminares, correspondientes a nuevas operaciones cursadas en cada período.

Fuente: Banco Central de Chile, IEF, Diciembre 2012 con datos de la SBIF.

**Gráfico 5**

Distribución de la razón de deuda hipotecaria a garantía\*  
(% de colocaciones hipotecarias)

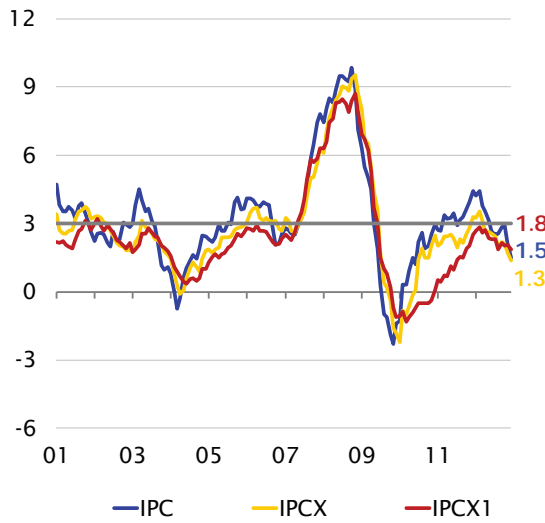


\* Corresponde a la razón auto reportada por los bancos al tercer trimestre del 2012 (Encuesta de Crédito Bancario).

Fuente: Banco Central de Chile.

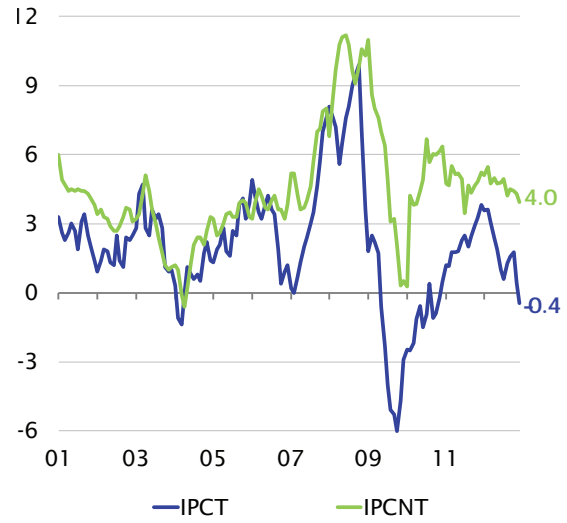
**Gráfico 6**

Índices de Precios al Consumidor  
(variación % anual)



**Gráfico 7**

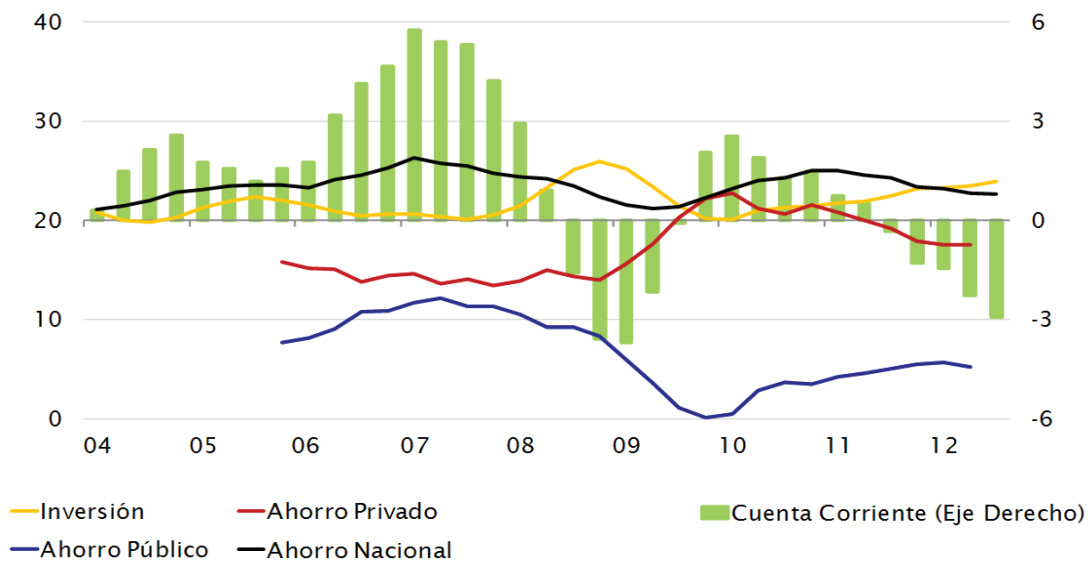
IPC de Bienes Transables y No Transables  
(variación % anual)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 8**

Cuenta Corriente, Ahorro Nacional e Inversión  
(Acumulado en un año móvil, % del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

	2010	2011	2012				2013			
			BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	6.1	6.0	5.5	5.5 (5.1; 5.8)	5.4	5.2 (5.0; 5.4)	(4.25 - 5.25)	4.7 (4.5; 5.4)	4.7	4.8 (4.5; 5.3)
Demanda Interna	14.8	9.4	6.6	-	-	-	5.7	-	-	-
Con. privado	10.0	8.8	5.3	5.9	5.9	-	5.5*	5.0	5.3	-
Inversión total	14.3	17.6	11.3	9.3	11.0	-	7.6	7.7	8.0	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	1.3	-	0.3	1.4	-	-	-0.4	1.5	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	-	491.4**	482.23	485** (470; 500)	-	499.9**	481.9	490** (470; 520)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.6	1.9 (1.5; 2.6)	2.0	2.3	2.9	3.1 (2.5; 3.4)	3.2	3.0 (2.8; 3.3)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.2	-	-	6.4	-	-	-	6.5	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.5	-1.3	-3.8	-3.0 (-3.8; -1.7)	-3.8	-	-4.6	-3.8 (-5.8; -1.7)	-3.4	-

\* Se refiere al consumo total.

\*\*Corresponde a fines de Diciembre del siguiente año.

*Nota:* Proyecciones para el 2012 del PIB y de la Inflación de la EEE corresponde a Diciembre del 2012.

*Fuentes:* LACF: Latin American Consensus Forecasts (Diciembre, 2012), media y rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Diciembre, 2012); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh, (Diciembre 2012 y Enero 2013), mediana, deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Enero, 2013).

ternas, la depreciación del dólar a nivel mundial y el precio del cobre, además de la presión por la fuerte entrada de flujos de capitales que están registrando las economías emergentes.

En cuanto a las perspectivas para el 2013, mi estimación para el crecimiento del PIB se ubica entre 4 y 5% con una inflación a diciembre en torno al 3%. En la Tabla 2 se observan las proyecciones para las principales variables macroeconómicas para el 2012 y 2013.

En relación a los riesgos al escenario central, en el corto plazo, los principales peligros que enfrenta la economía chilena están en el entorno externo y son: (1) un deterioro de la crisis europea y los problemas en las negociaciones fiscales en

EE.UU. por sus efectos en las exportaciones y en la incertidumbre; y (2) un aterrizaje brusco de China por sus efectos en el precio del cobre.

A lo anterior, se suma el riesgo interno de que la demanda doméstica no se desacelere lo suficiente para acotar el alza en el déficit en cuenta corriente y evitar un aumento de la inflación.