

El momento económico internacional y nacional

Marzo 2013

VITTORIO CORBO

- En enero pasado destacábamos que las tensiones financieras en la Zona Euro se habían reducido significativamente producto de las acciones del Banco Central Europeo, de los ajustes en los países periféricos, de los primeros pasos para la creación de una Unión Bancaria y de la reducción del riesgo de Grecia de salir de la Zona Euro.
- Sin embargo, y a pesar de que Grecia, Portugal e Irlanda han mantenido la orientación general de sus programas de ajuste y España ha intensificado sus reformas, las tensiones han regresado, como consecuencia de la parálisis de reformas en Italia, producto de las elecciones parlamentarias y por el resultado de unas elecciones donde el 55% de los votantes apoyó posturas anti-reformas. Italia es *too big to fail and too big to save*. Una profundización de su crisis por incapacidad de lograr apoyo a las reformas pro-crecimiento aumentaría los *spreads* de su deuda y deterioraría la solvencia de su banca, extendiendo su recesión. Una nueva fuente inesperada de incertidumbre y contagio es la solución propuesta para el rescate de Chipre que incluye un impuesto a los depósitos bancarios, incluso menores a los 100.000 euros que están cubiertos por seguros de depósitos.
- España ha seguido avanzando en la capitalización y restructuración de su sistema bancario y en fortalecer la solvencia fiscal. El déficit fiscal, excluyendo la capitalización de la banca, y los déficits de las autonomías se redujeron considerablemente. Además, gracias al avance de las reformas, la competitividad ha mejorado. A pesar de esto, las condiciones crediticias para las empresas medianas y pequeñas siguen siendo restrictivas y la recesión continúa.
- El 2013 debiera ser otro año de bajo crecimiento en EE.UU, la Zona Euro y Japón, aunque sería algo mejor en los países emergentes. En el caso de EE.UU., ajustes fiscales mayores a lo anticipado (entre 1,2 y 1,5% del PIB) y la incertidumbre fiscal afectarán su crecimiento en torno a 1,2 puntos porcentuales respecto a la trayectoria sin estos ajustes. En Europa, el ajuste de los países periféricos seguirá afectando su crecimiento y, en contraste, Japón debiera crecer más que lo proyectado por los efectos de los nuevos estímulos monetarios y fiscales.
- China, Brasil e India debieran tener un 2013 mejor que el 2012. China y Brasil se beneficiarán de los efectos de las políticas expansivas y de programas de inversión en infraestructura. Además, Brasil implementó estímulos tributarios. Por su parte, India debiera comenzar a percibir los beneficios de su masivo programa de reformas.
- Con todo, el crecimiento de la economía mundial, medido a paridad de poder de compra, sería 3,3% el 2013, aunque con bastantes riesgos a la baja, entre los que se destaca: la intensificación de la crisis europea por dificultades políticas en Italia y problemas para mantener el curso de las reformas; posibles dificultades en la aprobación del gasto fiscal para el resto del año en EE.UU. y problemas asociados al cambio de composición del crecimiento en China hacia el consumo interno.
- Las cifras de Chile conocidas en febrero y marzo siguen sorprendiendo positivamente. El PIB creció 5,6% en el 2012 y 6,1% anualizado en el cuarto trimestre, registrando una nueva aceleración. Por el lado del gasto, la demanda interna vuelve a acelerarse y sigue creciendo más que el PIB, apoyada por buenos términos de intercambio, alto crecimiento de la masa salarial real y favorables expectativas de consumidores. Esto profundiza el déficit en cuenta corriente, lo que aumenta el riesgo de mayor inflación.
- Dado el amplio diferencial entre la tasa de interés doméstica y las tasas de interés externas y la abundante liquidez internacional, lo más probable es el uso de medidas micro y macro prudenciales para contener la brecha creciente entre demanda interna y PIB. De resultar insuficiente, serán necesarias alzas de la TPM.

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

1. Introducción

A casi tres años de la explosión de la crisis en la Zona Euro, Europa tiene todavía un largo camino de ajuste por delante para corregir los desbalances macro-financieros que se gestaron en el período 2000-2008. Si bien ha habido importantes progresos, queda una serie de tareas pendientes para facilitar la corrección de los desbalances y crear condiciones más propicias para retomar el crecimiento.

Mientras Grecia, Portugal e Irlanda han mantenido la orientación general de sus programas de ajuste, España ha intensificado sus reformas. En contraste, Italia ha estado paralizada, primero por la campaña política para las elecciones parlamentarias y después, por el resultado de unas elecciones donde el 55% de los votantes terminaron apoyando las posturas anti-reformas. Una fuente adicional de incertidumbre y contagio surgió el último fin de semana con la inclusión en el programa de rescate de Chipre de un impuesto sobre los depósitos bancarios que están cubiertos por los seguros de depósitos, esto es, bajo los 100.000 euros.

En este contexto, dominado por los efectos de los ajustes fiscales de los países avanzados, la incertidumbre sobre la crisis europea y el precipicio fiscal de EE.UU., sumado a los efectos del huracán Sandy, las cifras conocidas recientemente confirman que el crecimiento de la economía mundial fue menor al esperado en el cuarto trimestre. Europa tuvo una contracción que resultó incluso mayor a lo anticipado y fue, especialmente, severa en Alemania y en los países periféricos. Por su parte, EE.UU. creció sólo un 0,1% anualizado y Japón sorprendió con un crecimiento del 0,2%. En los países emergentes, Brasil e India tuvieron un cuarto trimestre más débil que lo anticipado, mientras que China continuó con el dinamismo que ya había tomado en el tercer trimestre.

Mirando hacia adelante, todo apunta a que el 2013 debiera ser otro año de bajo crecimiento en EE.UU, la Zona Euro y Japón, aunque sería algo mejor en los países emergentes.

A diferencia del entorno externo, la economía chilena finalizó un excelente 2012 en términos de crecimiento económico, desempleo e inflación, favorecidos por el buen manejo macroeconómico, los altos términos de intercambio y el bajo costo del financiamiento externo. Así, las últimas cifras económicas de Chile conocidas en febrero y marzo siguen sorprendiendo positivamente, retrasando la esperada desaceleración.

Por el lado de la oferta, los sectores de mayor dinamismo en los últimos meses han sido el comercio, servicios y minería mientras que el sector construcción muestra una desaceleración en el margen. En cuanto al gasto, la demanda interna vuelve a acelerarse y sigue creciendo más que el PIB. Se destaca el dinamismo del consumo privado, principalmente, en su componente de ventas de bienes durables y un mayor impulso del consumo habitual. Por su parte, la inversión sigue impulsada por los proyectos de minería y construcción.

En tanto, la inflación se ha transformado en un verdadero puzzle, y se sigue reduciendo a pesar de la estrechez del mercado laboral, el alto crecimiento de los salarios y el deterioro de la cuenta corriente. Como resultado, se mantiene el desafío para la política macroeconómica, ¿cómo desacelerar el crecimiento de la demanda interna para evitar la acumulación de desequilibrios?

En el siguiente apartado se examina en detalle el progreso de la crisis europea mientras que en la sección 3 se analizan los desarrollos recientes en la economía mundial y sus perspectivas de crecimiento. En la sección 4, se presenta un análisis de la coyuntura económica nacional y las perspectivas para el corto plazo.

2. El progreso de la crisis europea

En enero pasado destacábamos que la situación de la Zona Euro mejoraba, en particular, las tensiones financieras se habían reducido significativamente. Esto lo atribuimos a la disminución significativa del riesgo de un quiebre en la Unión Monetaria que siguió a las declaraciones y acciones del Banco Central Europeo (especialmente, la introducción de su programa de transacciones monetarias inmediatas, OMT por sus siglas en inglés), de los ajustes en los países periféricos, de las etapas iniciales dadas por las autoridades europeas para la creación de una Unión Bancaria con la supervisión de los bancos grandes y sistémicos —estimados en alrededor de 140— centralizada en el BCE y la reducción del riesgo de la salida de Grecia de la Zona Euro.

Como consecuencia, las expectativas económicas mejoraban, los spreads de deuda se reducían y los precios de acciones se recuperaban en Europa y en el resto del mundo. A este marco favorable contribuían también la recuperación de China, la resiliencia de EE.UU. y las políticas monetarias expansivas en los países avanzados.

Sin embargo, en enero también destacábamos que la situación en la Zona Euro era aún frágil dado el recorrido que aún le quedaba al ajuste para corregir los profundos desbalances generados en el período 2000-2008 y a las pobres perspectivas de crecimiento para los próximos años. En particular, quedaban una serie de tareas pendientes para facilitar la corrección de los desbalances y crear condiciones más propicias para retomar el crecimiento.

La lista era y sigue siendo larga:

- (1) Los países periféricos tenían que complementar su austeridad con reformas pro-crecimiento

(laborales, competencia, regulaciones a negocios y consolidación fiscal);

- (2) Los países del norte y el BCE debían proveer estímulos macro para contrarrestar los efectos recesivos de corto plazo de los ajustes fiscales;
- (3) Europa tenía que avanzar más decididamente en la capitalización de la banca y en la creación de la Unión Bancaria, para romper la peligrosa retroalimentación entre la solvencia fiscal y la solvencia de sus sistemas bancarios y para reducir la fragmentación del mercado del crédito entre países miembros de la Unión Monetaria Europea;
- (4) España debía completar el saneamiento de sus cajas y continuar con sus reformas pro-empleo y pro-crecimiento e Italia tenía que balancear su ajuste fiscal con más recortes de gastos que alzas de impuestos, intensificar sus reformas pro-crecimiento y despejar las dudas políticas sobre la continuidad de sus reformas;
- (5) Finalmente, las autoridades europeas tenían que hacer un esfuerzo adicional para graduar los ajustes fiscales de los países periféricos, porque los altos costos en términos de caída de producto y aumento del desempleo podían terminar poniendo en peligro la sostenibilidad misma de las reformas.

En los últimos dos meses, Grecia, Portugal e Irlanda han mantenido la orientación general de sus programas de ajuste, España ha intensificado sus reformas, pero Italia ha estado paralizada, primero por la campaña política para las elecciones parlamentarias y después, por el resultado de unas elecciones donde el 55% de los votantes terminaron apoyando las posturas anti-reformas.

En particular, España ha seguido avanzando en la capitalización y restructuración de su sistema bancario y en fortalecer la solvencia fiscal. Así, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), ha seguido adelante con el programa de restructuración y capitalización de la banca acordado con la Comisión Europea y se avanza con el SAREB, el Banco Malo (Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de las Reestructuración Bancaria) que está encargado de gestionar los activos inmobiliarios de las cajas y bancos nacionalizados y de los bancos privados que han recibido aportes de capital del FROB.

En cuanto a solvencia del sector público, el déficit fiscal, excluyendo la capitalización de la banca, se redujo del 9,4% del 2011 al 6,7% del PIB el 2012 y, lo que es muy importante en cuanto a credibilidad del ajuste, las autonomías redujeron sus déficits considerablemente. Además, gracias al avance de las reformas y la reducción de la probabilidad de un colapso del euro, los flujos de capitales regresan, la competitividad sigue mejorando e incluso en los meses recientes se registró un superávit en cuenta corriente. Ahora, destaca además que, a diferencia de Italia, la continuidad de las reformas se ve facilitada por un gobierno que tiene mayoría absoluta en el parlamento y que no está obligado a llamar a elecciones por algunos años.

Sin embargo, en el lado negativo, las condiciones crediticias para las empresas medianas y pequeñas siguen siendo restrictivas y la recesión continúa. La economía española sufre, además, los efectos de la recesión europea y de la fragmentación de los mercados financieros de la Zona Euro.

En contraste, en Italia, que había avanzado muy poco en mejorar su competitividad, las reformas se paralizaron con la elección y los resultados de ésta aumentan las dudas sobre su capacidad de

acometerlas. Italia es un problema tanto para los italianos como para la Zona Euro. Italia es too big to fail and too big to save. Una profundización de la crisis por su incapacidad de lograr apoyo a las reformas pro-crecimiento aumentaría los spreads de su deuda y el costo del financiamiento para las pequeñas y medianas empresas y, en el proceso, deterioraría la solvencia de su banca, extendiendo su recesión.

Para controlar el contagio, la Comisión Europea y el Grupo Euro se muestran más dispuestos a graduar los ajustes fiscales, pero condicionados a reformas estructurales pro-crecimiento. Portugal e Irlanda, que han avanzado en el ajuste de su balance estructural, serán los países más beneficiados con este cambio de política. De hecho, recientemente Irlanda regresó al mercado de bonos de 10 años y logró un spread incluso por debajo del de España.

De otra parte, como resultado de estos desarrollos disímiles entre España e Italia, se reduce el spread de deuda de España y aumenta el de Italia llevando a diferencias mínimas entre ambos. En el proceso, la tasa de los bonos españoles a 10 años regresó a los niveles de noviembre del 2011.

Con todo, a casi tres años de la explosión de la crisis en la Zona Euro, Europa tiene todavía un largo camino de ajuste por delante para corregir los desbalances macro-financieros que se gestaron en el período 2000-2008: burbuja inmobiliaria, excesivo apalancamiento de familias y empresas, pronunciada apreciación real y pérdida de competitividad de los países periféricos (Gráficos 1, 2 y 3).

A los problemas anteriores hay que agregar el deterioro de la solvencia fiscal y del sector financiero resultante de la recesión y de los aumentos de spreads. Como resultado, la recuperación económica será lenta y gradual con altos riesgos en el proceso.

Gráfico 1

Deuda de los Hogares
(% del PIB)

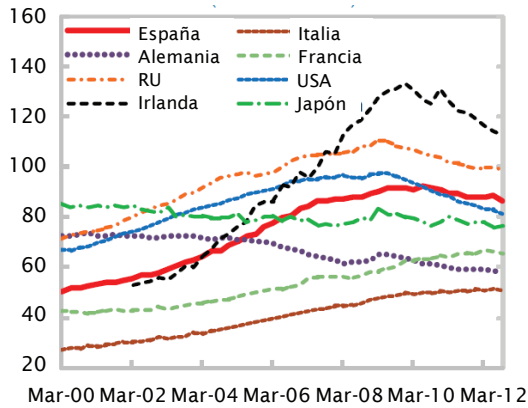
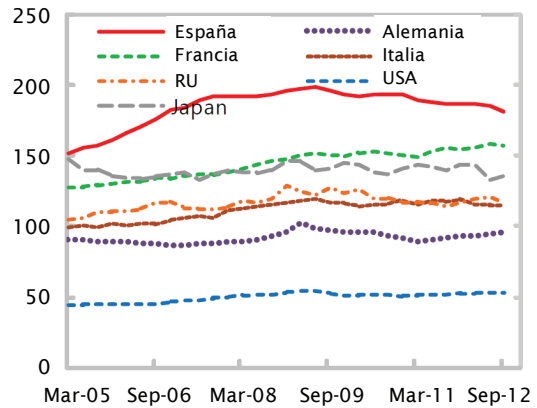


Gráfico 2

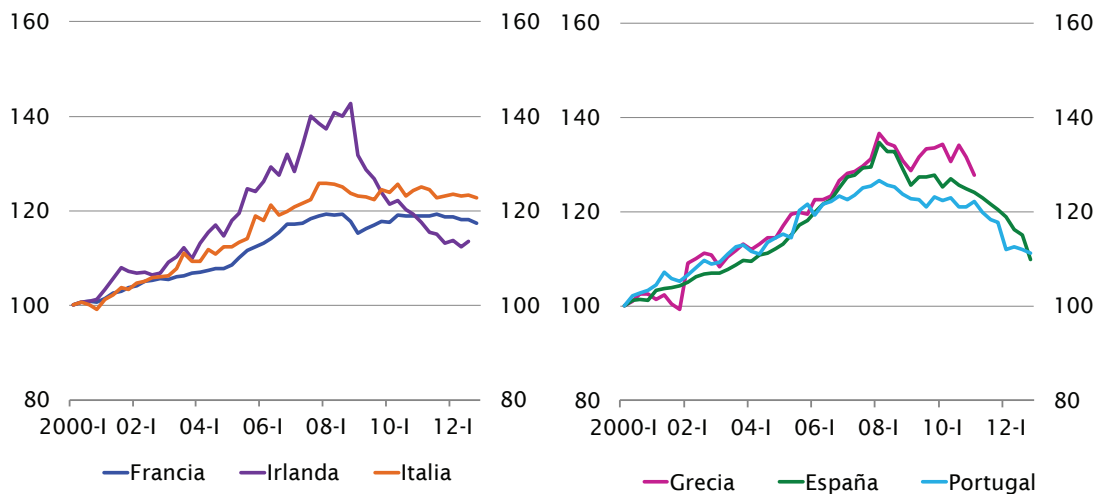
Deuda de las Empresas no Financieras
(% del PIB)



Fuente: FMI, Spain: Financial Sector Reform – Second Progress Report. Marzo del 2013.

Gráfico 3

Evolución de los Costos Laborales Unitarios Relativo a Alemania
(Índice 2000'Q1=100, series desestacionalizadas)



Fuente: OECD Stats.

3. Perspectivas de la economía mundial

En cuanto a las perspectivas de la economía mundial, hacia fines de diciembre los principales riesgos estaban en el desarrollo de la crisis de la Zona Euro, en la manera en que se abordaría el problema del precipicio fiscal de EE.UU. y la incertidumbre sobre el curso de las políticas en EE.UU., la Zona Euro y Japón.

Todo apuntaba también a que el cuarto trimestre del 2012 terminaría siendo un trimestre débil en los países avanzados por los efectos de los ajustes fiscales y la incertidumbre sobre la crisis europea y el precipicio fiscal de EE.UU. Además, en EE.UU se sumaban los efectos del huracán Sandy.

En esos momentos se proyectaba otra contracción del PIB en la Zona Euro y Japón y un débil crecimiento en EE.UU, en torno al 1% anualizado. En contraste, se esperaba una aceleración del crecimiento en China y en Brasil. Cifras conocidas recientemente confirman que en el cuarto trimestre Europa tuvo una contracción que resultó incluso mayor a lo anticipado y fue, especialmente, severa en Alemania y en los países periféricos. EE.UU. creció sólo un 0,1% anualizado y Japón sorprendió con un crecimiento del 0,2% anualizado.

En los países emergentes, Brasil e India tuvieron un cuarto trimestre más débil que lo anticipado, mientras que China continuó con el dinamismo que ya había tomado en el tercer trimestre.

Mirando hacia adelante, todo apunta a que el 2013 debiera ser otro año de bajo crecimiento en EE.UU., la Zona Euro y Japón, aunque sería algo mejor en los países emergentes. En el caso de EE.UU., ajustes fiscales mayor a lo anticipado (entre el 1,2 y el 1,5 del PIB) y la incertidumbre fiscal afectarán su crecimiento en torno a 1,2 puntos porcentuales con respecto a la trayectoria que hubiese seguido sin estos ajustes. En Europa, el ajuste de los países periféricos seguirá afectando su crecimiento y al de Europa como un todo. En con-

traste, Japón debiera crecer más que lo proyectado anteriormente por los efectos de nuevos estímulos monetarios y fiscales.

Cifras parciales del primer bimestre de este año son congruentes con este diagnóstico. Así, en EE.UU., el consumo privado sigue mostrando dinamismo apoyado en un mejor mercado laboral, un aumento de la riqueza por el alza en el mercado accionario y por el aumento en los precios de las viviendas, mientras que la inversión está algo menos dinámica. En Europa, las cifras de producción industrial de enero muestran que la contracción económica continúa y en Japón las cifras mejoran en el margen.

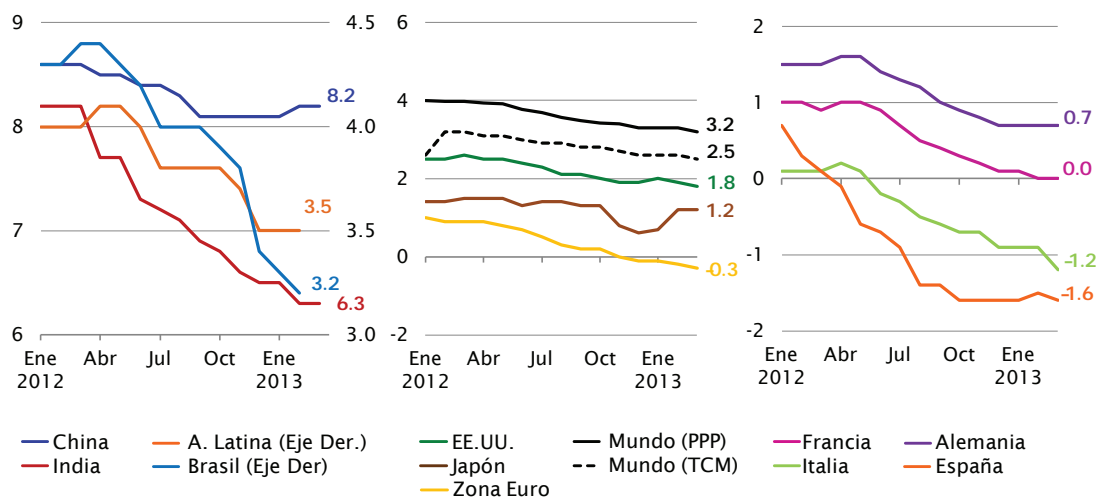
En los países emergentes, China, Brasil e India debieran tener un 2013 mejor que el 2012, ayudados por políticas expansivas en China y Brasil. En China, los estímulos no sólo provienen de políticas fiscales y monetarias expansivas, sino también de programas de inversión en infraestructura pública, aunque neutralizado, en parte, por restricciones crediticias para controlar la formación de burbujas en el sector inmobiliario. En el caso de Brasil, los estímulos derivan de rebajas de impuestos al trabajo, rebajas diferenciadas de otros impuestos y la puesta en marcha de un ambicioso programa de inversión en infraestructura.

Por su parte, India se debiera beneficiar de sus reformas en competencia, acceso de la inversión extranjera, focalización de subsidios, reforma de empresas públicas, infraestructura y reforma financiera. En México, los vientos de reforma mejoran el ambiente para los negocios y las perspectivas de crecimiento.

Como resultado, las proyecciones de crecimiento para el 2013 se han mantenido para algunos países y continúan corrigiéndose a la baja en el caso de la Zona Euro, España, Italia, Estados Unidos y el mundo (Gráfico 4). Las proyecciones de crecimiento para los años 2013 y 2014 aparecen en la Tabla 1.

Gráfico 4

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 ^e	2013				2014			
					FMI	BM	BI	CF	FMI	BM	BI	CF
Estados Unidos	-3.1	2.4	1.8	2.3	2.0 (2.1; 2.3; 2.4)	1.9	1.9 ↑	1.8 ↓	3.0 (2.9; 2.9; 3.1)	2.8	2.8 ↑	2.8 =
Zona Euro	-4.4	2.0	1.4	-0.4	-0.2 (0.2; 0.7; 0.9)	-0.1	-0.4 ↓	-0.3 ↓	1.0 (1.2; 1.4; 1.7)	0.9	1.2 ↓	1.0 =
Japón	-5.5	4.5	-0.6	2.0	1.2 (1.2; 2.4; 1.7)	0.8	1.2 ↑	1.2 =	0.7 (1.1; 1.5; 2.0)	1.2	1.5 =	1.2 =
Asia (ex-Japón)	6.1	9.7	7.6	5.9	6.6 (6.8; 7.0; 7.5)	n.d.	6.8 ↑	6.8 =	7.1 (7.1; 7.5; 8.0)	n.d.	7.5 =	7.0 ↓
China	9.2	10.4	9.3	7.8	8.2 (8.2; 8.5; 8.8)	8.4	8.1 =	8.2 =	8.5 (8.5; 8.7; 9.5)	8.0	8.5 =	8.0 ↓
India	5.9	10.1	7.9	4.5	5.9 (6.0; 6.5; 7.3)	6.1	6.2 =	6.3 =	6.4 (6.4; 7.5; 8.1)	6.8	7.2 ↑	7.4 =
América Latina	-1.5	6.2	4.5	3.0	3.6 (3.9; 4.2; 4.1)	3.5	3.4 =	3.5 =	3.9 (4.0; 4.1; 4.1)	3.9	4.0 ↑	3.9 =
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.0	3.5 (4.0; 4.6; 4.1)	3.4	3.1 ↓	3.2 ↓	4.0 (4.2; 4.0; 4.2)	4.1	3.9 =	3.8 ↓
México	-6.0	5.6	3.9	3.8	3.5 (3.5; 3.6; 3.7)	3.3	3.5 =	3.6 =	3.5 (3.5; 3.8; 3.8)	3.6	4.0 ↑	4.0 =
Mundo (PPP)	-0.6	5.1	3.9	3.2	3.5 (3.6; 3.9; 4.1)	3.4	3.2 =	3.2 ↓	4.1 (4.2; 4.4; 4.7)	3.9	4.0 ↓	3.9 =
Mundo (TCM)	-2.2	4.1	2.9	2.5	2.7 (2.9; 3.2; 3.3)	2.4	2.5 ↑	2.2 ↓	3.4 (3.5; 3.7; 3.9)	3.1	n.d.	3.2 ↓
Comercio Mundial	-10.4	12.6	5.9	2.8	3.8 (4.5; 5.1; 5.6)	6.0			5.5 (5.8; 6.1; 6.7)	6.7		

^e Corresponde a estimaciones del FMI de Enero del 2013.

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

Estas proyecciones de crecimiento siguen enfrentando importantes riesgos, los que siguen sesgados a la baja:

- (1) Una intensificación de la crisis europea por una profundización de las dificultades políticas en Italia y problemas para mantener el curso de las reformas en el medio de una prolongada recesión;
- (2) Dificultades en la aprobación de la autorización de gasto fiscal para el resto de este año fiscal en EE.UU.;
- (3) Problemas en China para cambiar la composición del crecimiento hacia el consumo interno sin afectar en demasía su crecimiento.

Pero también hay riesgos al alza:

- (1) La consolidación de la mejora en los mercados de deuda europeos puede terminar generando una mayor y más rápida recuperación del crédito y del crecimiento en economías con amplias brechas de capacidad.
- (2) Un buen acuerdo fiscal en los EE.UU., por sus efectos en la confianza, el empleo y la inversión.

4. Perspectivas para la economía chilena

En cuanto a la economía chilena, en enero destacábamos el excelente año que finalizaba en términos de crecimiento económico, desempleo e inflación, favorecidos por el buen manejo macroeconómico, los altos términos de intercambio y el bajo costo del financiamiento externo.

Y a diferencia del entorno externo, las últimas cifras económicas de Chile conocidas en febrero y

marzo siguen sorprendiendo positivamente, retrasando la esperada desaceleración. El PIB creció 5,6% en el 2012 y 6,1% anualizado en el cuarto trimestre, registrando una nueva aceleración en el margen. Por su parte, el IMACEC de enero creció 6,5% anual. Con esta última cifra, en el trimestre móvil terminado en enero, el IMACEC corregido por estacionalidad y días trabajados creció un 8,6% anualizado (Gráfico 5).

Los sectores de mayor dinamismo en los últimos meses han sido el comercio, servicios y minería. Esta última creció un 8,6% anual en enero. En tanto, la industria aumentó 4,3% en el mismo mes.

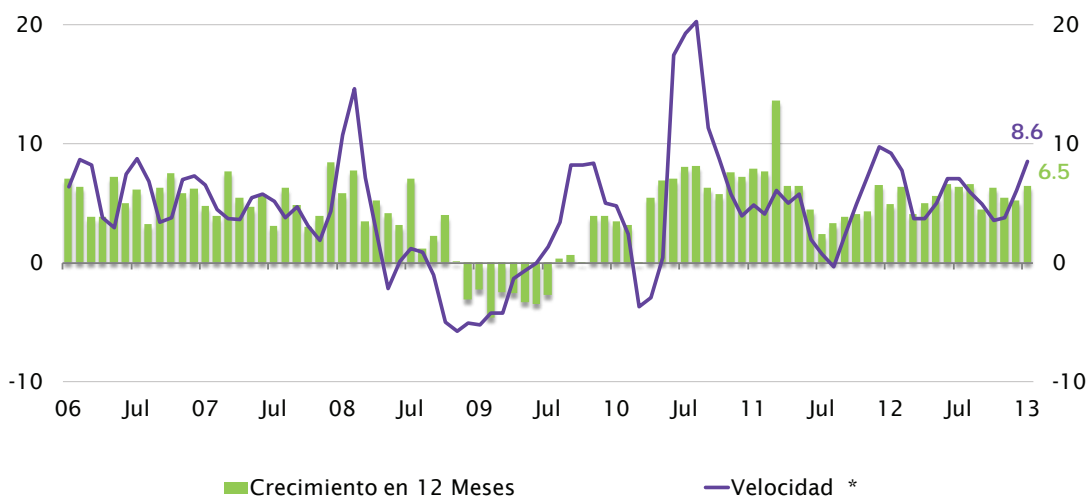
Por su parte, la construcción pierde dinamismo en el margen. Tanto la demanda de insumos de materiales para la construcción como la superficie autorizada para la edificación se han desacelerado, al igual que el IMACON (Índice Mensual de Actividad de la Construcción) que registró su quinta caída consecutiva en enero en su tasa de crecimiento anual.

En cuanto a la confianza empresarial, ésta se mantiene en niveles optimistas en febrero y registra aumentos por segundo mes consecutivo, con excepción del sector construcción.

Por el lado del gasto, la demanda interna vuelve a acelerarse y sigue creciendo más que el PIB, apoyada por buenos términos de intercambio, el alto crecimiento de la masa salarial real y expectativas de consumidores favorables. Se destaca el dinamismo del consumo privado, que creció 7,3% anual en el cuarto trimestre del 2012 después de crecer 6,0% en el trimestre anterior.

Por su parte, la inversión sigue impulsada por los proyectos de minería y construcción. Además, la inversión prevista para el período 2013-2015 se mantiene en niveles históricamente elevados. Sin

Gráfico 5

IMACEC
(%)

* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

embargo, la construcción orientada a la minería se desacelera por la reprogramación de los proyectos de inversión en este sector. La inversión creció 18,1% anual en el cuarto trimestre, liderada por el crecimiento de las maquinarias y equipos en 31,3% anual. Además, en el sector inmobiliario, las ventas de viviendas muestran una leve desaceleración en el margen.

El mercado laboral se mantiene estrecho. En el trimestre noviembre-enero, el empleo creció un 2,0% anual impulsado por el aumento del empleo asalariado con contrato con una variación de 4,7% anual, mientras que la tasa de desempleo se redujo hasta 6,0% desde 6,6% registrado en el mismo trimestre del año anterior.

En tanto, el crecimiento de los salarios nominales se ha reducido en el margen, pero permanece por sobre el 6% anual, mientras que el salario real aumentó 4,4% anual en promedio entre noviembre

y enero. Como resultado, el crecimiento de la masa salarial real, esto es el empleo multiplicado por el salario real, se mantuvo cercano al 7% anual en los últimos tres trimestres móviles.

En cuanto a las condiciones crediticias, después de la desaceleración registrada en los últimos meses del 2012, las colocaciones de créditos volvieron a tomar impulso en diciembre y enero. Por lo tanto, con el aumento en el empleo, las favorables condiciones financieras y la baja inflación, las expectativas de los consumidores permanecen en un terreno optimista.

En materia de precios, en lo que se ha transformado en un verdadero puzzle, la inflación se redujo desde 4,4% anual en febrero hasta 1,5% en diciembre del 2012 y en lo que va del presente año, la inflación de enero fue de 0,2% mensual mientras que en febrero se redujo hasta 0,1%, llegando al 1,3% anual. Con todo, la inflación de no transables

se mantiene por sobre el 3% anual, aunque se ha reducido desde cifras cercanas al 5% registradas a mediados del 2012.

La brecha creciente entre la expansión de la demanda interna y la expansión del PIB se manifiesta en un creciente déficit en cuenta corriente y en un aumento del riesgo de una aceleración de la inflación.

Por su parte, el tipo de cambio ha seguido afectado por la volatilidad externa, la liquidez internacional, la depreciación del dólar y el precio del cobre.

Como resultado, se mantiene el desafío para la política macroeconómica, ¿cómo desacelerar el crecimiento de la demanda interna para evitar la acumulación de desequilibrios?

La política fiscal ha dado un paso en la dirección correcta al adelantar la meta de alcanzar un déficit estructural del 1% del PIB al final de este gobierno. Pero dado el alto dinamismo que mantiene el gasto privado, esto no es suficiente y la política monetaria seguirá presionada. Las opciones disponibles son: (1) el uso de medidas micro y macro prudenciales; y (2) alzas de la TPM.

Ahora bien, dada la brecha creciente entre la demanda interna y el PIB, la amplia brecha existente entre la tasa de interés doméstica y las tasas de interés externas, además de la abundante liquidez internacional, lo más probable es el uso inicialmen-

te de medidas micro y macro prudenciales. De no resultar esto suficiente, serán necesarias alzas en la TPM.

En la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de marzo se corrigió al alza la perspectiva de crecimiento para este año, mientras que las tasas de inflación esperadas a diciembre y a dos años plazo se mantienen ancladas en el 3,0%. En tanto, se espera que la TPM se mantenga en 5,0% a finales de año.

En cuanto a las perspectivas para el 2013, mi escenario central contempla un crecimiento del PIB en torno al 5% y una inflación a diciembre en torno al 3%. En la Tabla 2 se observan las proyecciones para las principales variables macroeconómicas nacionales para el 2013 y 2014.

En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena están en el entorno externo: (1) un deterioro de la crisis europea y los problemas en las negociaciones fiscales en EE.UU. por sus efectos en los mercados financieros internacionales, en las exportaciones y en la incertidumbre; (2) un aterrizaje brusco de China por sus efectos en el resto del mundo, el precio del cobre y los precios de los demás productos primarios.

Además, ha ganado importancia el riesgo de que la demanda doméstica no se desacelere lo suficiente como para acotar las alzas en el déficit de la cuenta corriente y en la inflación.

Tabla 2

Chile: Proyecciones Macroeconómicas
(variación % anual)

	2010	2011	2012	2013				2014		
				BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	5.8	5.9	5.6	(4.25 - 5.25)	4.9 (4.5; 5.4)	4.7	5.0 (4.8; 5.5)	4.8 (4.5; 5.3)	4.9	5.0 (4.7; 5.4)
Demanda Interna	13.6	9.1	7.1	5.7	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.8	8.9	6.1	5.5*	5.3	5.7	-	5.0	5.1	-
Inversión total	12.2	14.7	12.3	7.6	8.4	8.0	-	7.2	7.5	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-	-0.3	1.5	-	-0.1	1.9	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	478.6	-	483.8**	483.2	480*** (470; 500)	496.3**	491.9	490*** (475; 515)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.6	2.9	3.1 (2.8; 3.5)	3.2	3.0 (2.7; 3.2)	3.1 (3.0; 3.5)	3.3	3.0 (3.0; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.2	6.5	-	-	6.5	-	-	6.5	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.7	-1.2	-3.5	-4.6	-3.8 (-5.8; -2.3)	-3.3	-	-3.6 (-7.1; -1.4)	-2.8	-

* 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, 2013) rango en paréntesis; BC: Cuentas Nacionales de Chile (Marzo, 2013) e IPOM (diciembre, 2012); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (marzo, 2013), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (febrero, 2013).