

## El momento económico internacional y nacional

Marzo 2014

VITTORIO CORBO

- Los principales desarrollos de la economía internacional durante los últimos dos meses han estado centrados en las cifras de actividad, algo más débiles que las proyectadas, en EE.UU., China y Japón; y algo mejores que las esperadas en la Zona Euro. En paralelo, los mercados de activos de los países emergentes comienzan a adaptarse a la puesta en práctica de la reducción gradual del programa de compra de bonos de la Reserva Federal (FED). Como resultado de estos desarrollos, las tasas de bonos de los países avanzados han bajado, los premios por deuda de los países periféricos de Europa se han reducido, los precios de metales han caído y las monedas de los países emergentes se han depreciado.
- En cuanto a la actividad mundial, la recuperación de los países avanzados ha perdido fuerza en EE.UU. y Japón, pero se afirma en la Zona Euro y el Reino Unido. En EE.UU., el crecimiento se redujo en el cuarto trimestre, afectado por la incertidumbre fiscal y por los problemas climáticos de diciembre. En contraste, la recuperación de la Zona Euro se fortalece y es apoyada por la baja en las tasas de interés de los bonos de los gobiernos, la atenuación del ajuste fiscal, el aumento de las exportaciones, mejoras en las expectativas, y una mayor rentabilidad de las empresas.
- En tanto, los países emergentes están siendo afectados por fuerzas contrapuestas: en el lado positivo, un mayor dinamismo de los países avanzados; en el lado negativo, los efectos de la reducción gradual del programa de compra de bonos de la FED, la desaceleración de China y sus efectos en los precios de los productos primarios, todo sumado a los ajustes internos en los países más vulnerables.
- En China, el intento de las autoridades por controlar el crecimiento del crédito, el endeudamiento excesivo de los gobiernos locales, la banca en las sombras, los precios de las propiedades y la polución y, al mismo tiempo, por cambiar el impulso del crecimiento desde la inversión hacia el consumo interno, está resultando en una moderación del crecimiento mayor a la anticipada.
- En cuanto a las proyecciones de crecimiento mundial, se espera para este año un crecimiento (ponderado por los PIBs medidos en Paridad de Poder de Compra) en torno al 3,5%, cifra seis décimas por encima del crecimiento del año pasado.
- Por su parte, en Chile, la desaceleración de la economía se ha acentuado debido a, por un lado, la maduración del ciclo de inversiones mineras y la finalización del proceso de reconstrucción y, por el otro, al deterioro del entorno externo que se manifiesta a través de condiciones financieras menos favorables y menores términos de intercambio. Además, se suma la incertidumbre asociada al cambio de gobierno y al contenido que, finalmente, tomarán las reformas que llevará a cabo el nuevo gobierno.
- Los sectores de mayor dinamismo han sido los servicios empresariales y personales, compensando las caídas registradas en la minería, la industria manufacturera y el comercio mayorista. En tanto, la demanda interna se sigue desacelerando, ahora no sólo en su componente de inversión sino que, también, en el consumo, que está siendo afectado por las alzas de los precios de combustibles y en la inflación efectiva, la caída de la confianza del consumidor, y el menor crecimiento de la masa salarial real.
- El Banco Central ha iniciado bajas de tasas, y en el escenario más probable, con las expectativas de inflación ancladas, vamos a tener una o dos bajas adicionales. No obstante, la segunda baja va a estar condicionada a los efectos de segunda vuelta de la depreciación cambiaria, en la medida que sean acotados y que no pongan en riesgo el mantenimiento de la tendencia inflacionaria en torno a la meta.

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

**Puntos de Referencia** es editado por el Centro de Estudios Públicos. Director: Harald Beyer B. Dirección: Monseñor Sótero Sanz 162, Providencia, Santiago de Chile. Fono 2328 2400 - Fax 2328 2440.

Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP. Esta institución es una fundación de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es el análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a una sociedad libre.

## 1. Introducción

Los principales desarrollos de la economía internacional durante los últimos dos meses han estado centrados en las cifras de actividad, algo más débiles que las proyectadas, en EE.UU., China y Japón, y algo mejores que las esperadas en la Zona Euro. En paralelo, los mercados de activos de los países emergentes comienzan a adaptarse a la puesta en práctica de la reducción gradual del programa de compra de bonos de la Reserva Federal (FED). Como resultado de estos desarrollos, se han registrado distintas reacciones en los precios de los activos financieros y de los productos primarios. Las tasas de bonos de los países avanzados han bajado, los premios por deuda de los países periféricos de Europa se han reducido, los precios de metales han bajado y las monedas de los países emergentes se han depreciado.

En cuanto a la actividad mundial, la recuperación de los países avanzados ha perdido fuerza, como en EE.UU. y Japón, pero se afirma en la Zona Euro y el Reino Unido. La desaceleración de EE.UU. y Japón tiene mucho que ver con los efectos de un invierno muy crudo. La recuperación de la Zona Euro sigue progresando. Se destaca la recuperación que se ha iniciado en los países periféricos de la Zona Euro.

En cuanto a los países emergentes, éstos están siendo afectados por fuerzas contrapuestas: en el lado positivo, un mayor dinamismo de los países avanzados; en el lado negativo, los efectos de la reducción gradual del programa de compra de bonos de la FED, la desaceleración de China y sus efectos en los precios de los productos primarios, sumado a los ajustes internos en los países más vulnerables.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento mundial, se espera para este año un crecimiento en torno al 3,5%, cifra seis décimas por encima del crecimiento del año pasado.

En cuanto a la economía interna, en los últimos meses la desaceleración se ha acentuado debido a, por un lado, la maduración del ciclo de inversiones mineras y la finalización del proceso de reconstrucción y, por el otro, al deterioro del entorno externo que se manifiesta a través de condiciones financieras menos favorables y menores términos de intercambio. Además, se suma la incertidumbre asociada al cambio de administración y al contenido que, finalmente, tomarán las reformas que llevará a cabo el nuevo gobierno.

En la siguiente sección se analizan los principales acontecimientos recientes en los mercados financieros internacionales, la actividad económica mundial y sus perspectivas de crecimiento. Para finalizar, se presenta la evaluación de la economía chilena y las proyecciones para el corto y mediano plazo.

## 2. Los mercados financieros internacionales y la economía mundial

Los principales desarrollos de la economía internacional de los últimos dos meses han estado centrados en las cifras de actividad, algo más débiles a las proyectadas, en EE.UU., China y Japón, y algo mejores a las esperadas en la Zona Euro.

En paralelo, los mercados de activos de los países emergentes comienzan a adaptarse a la implementación de la reducción gradual del programa de compra de bonos de la Reserva Federal (FED). Esto ha sido complementado, en algunos casos, con ajustes en las políticas internas para reducir la vulnerabilidad, como en los casos de Brasil, India, Turquía y Sudáfrica.

Como resultado de estos desarrollos, tanto los precios de los activos financieros, como de los productos primarios, han respondido de distinta manera. Las tasas de los bonos a 10 años de los países avanzados se han reducido. Se registran

nuevas bajas en los premios por riesgo de la deuda de los países periféricos de Europa (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España, conocidos como los PIIGS). Se han producido ajustes a la baja en los precios de los CDSs de la deuda de las economías emergentes y una moderación en las salidas de capitales de los países emergentes, mientras que los precios de los metales se reducen con fuerza (gráficos 1 y 2, y tabla 1).

Con todo, con la excepción de Chile, en los principales países emergentes integrados al mundo, desde el 22 de mayo del 2013, las tasas largas han aumentado sobre los 200 puntos base.

En cuanto a la actividad mundial, la recuperación de los países avanzados ha perdido fuerza, como en EE.UU. y Japón, pero se afirma en la Zona Euro y el Reino Unido. En EE.UU., el crecimiento anualizado del cuarto trimestre del año pasado se redujo a 2,4%. Este registro estuvo muy afectado por la incertidumbre fiscal y por los problemas climáticos de diciembre. Esta desaceleración se ha dado a pesar del importante estímulo al consumo y a la inversión que proviene del importante aumento de la riqueza, las favorables condiciones crediticias y la recuperación del sector inmobiliario.

En contraste, la Zona Euro creció 1,1% anualizado en el cuarto trimestre, creciendo por encima de lo proyectado y completando tres trimestres consecutivos de crecimiento. Esta recuperación está siendo apoyada por la baja en las tasas de interés de los bonos de los gobiernos (reducción de la tasa del bono alemán y de los premios por riesgo de la deuda de los otros países europeos, especialmente de los periféricos), la atenuación del ajuste fiscal, el aumento de las exportaciones, las mejoras de las expectativas y una mayor rentabilidad de las empresas.

Por su parte, en Japón la recuperación se debilitó en el cuarto trimestre y creció sólo 0,7% anua-

lizado, también afectado por problemas climáticos, pero, también, por la incertidumbre por los efectos del alza programada del impuesto a las ventas que entrará en operación el 1 de abril de este año. Por otro lado, el Reino Unido sigue sorprendiendo con su dinamismo, al crecer 2,9% anualizado en el último cuarto del 2013, impulsado por mejores condiciones crediticias y un aumento en la confianza.

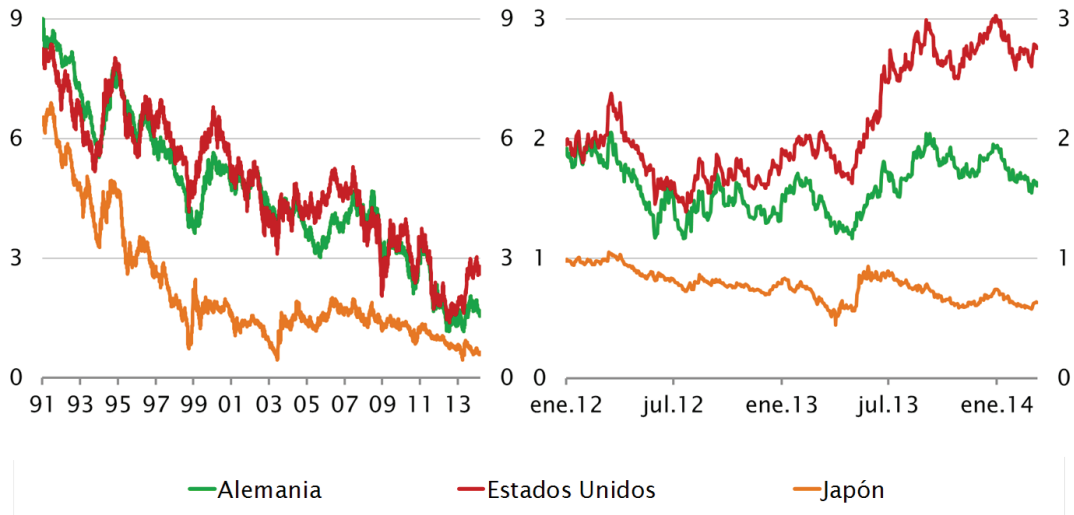
En cuanto a las perspectivas futuras, en el transcurso del año debiera fortalecerse la expansión de EE.UU. y de la Zona Euro, pero la de Japón va a perder fuerza después del primer trimestre. EE.UU., después de un primer trimestre también afectado por el crudo invierno, se verá beneficiado por las mejoras en el mercado de crédito, la disminución del freno fiscal, los aumentos de riqueza y las mejoras en el mercado laboral. Las cifras de empleo de febrero son consistentes con una economía que sigue tomando dinamismo.

La Zona Euro también debiera tomar más dinamismo con las mejoras en los mercados financieros, la menor consolidación fiscal y las mejores expectativas. Sin embargo, la velocidad de recuperación se verá afectada por la apreciación del Euro. Destaca la recuperación que se ha iniciado en los países periféricos de la Zona Euro. Con todo, la recuperación de estos países será lenta y estará limitada por los ajustes de los balances, actualmente en proceso, y por la fragmentación financiera que impacta las condiciones crediticias, especialmente de las empresas pequeñas y medianas. Empero, la inflación en la Zona Euro continúa siendo muy baja y se corre el riesgo de que, si se enfrenta un shock adverso a la actividad, caiga en una deflación con efectos negativos en la demanda agregada y en la dinámica de la deuda, tanto pública como privada.

En tanto, Japón, a pesar del crudo invierno, tendrá un buen primer trimestre por el anticipo del gasto interno frente al aumento del impuesto a las ventas que tendrá lugar el 1 de abril. Sin embargo,

**Gráfico 1**

Rendimientos de bonos de gobiernos a 10 años (%)

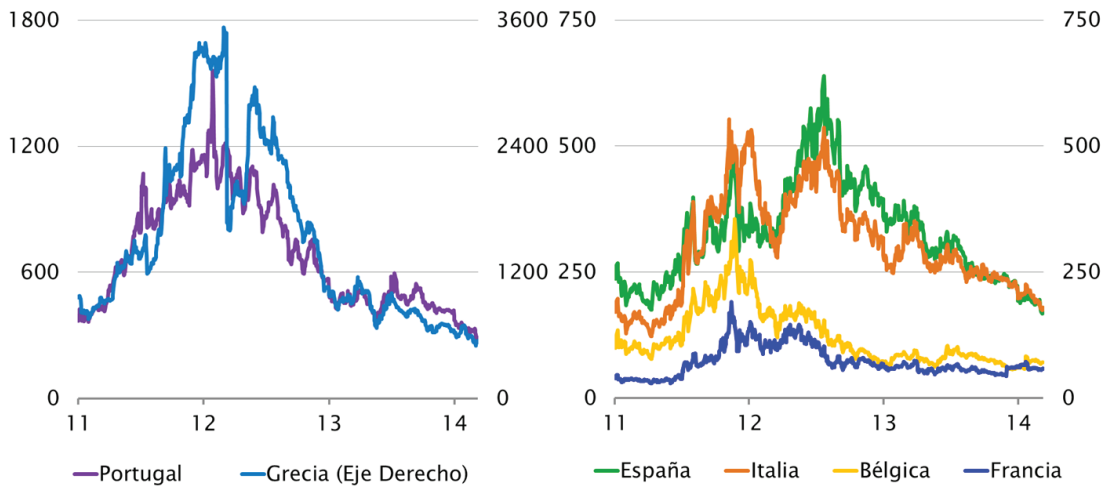


Fuente: Bloomberg, 12 de marzo del 2014.

**Gráfico 2**

Premios por Riesgo Soberano

(medidos como spreads de rendimientos de los bonos a 10 años sobre bonos alemanes)



Fuente: Bloomberg, 12 de marzo del 2014.

**Tabla 1**

Rendimiento de los bonos de gobiernos  
(%)

	Pre Crisis 31-10-2009	Máximo Desde el 31-10-2009	Actual 12-03-2014
<b>Grecia</b>			
10 años	---	29.88	6.89
30 años	---	25.07	6.93
<b>Irlanda</b>			
2 años	1.76	23.22	0.57
10 años	4.41	15.51	3.02
<b>Portugal</b>			
2 años	1.36	21.01	1.53
10 años	3.79	17.39	4.49
<b>España</b>			
2 años	1.69	6.64	0.69
10 años	3.79	7.62	3.33
<b>Italia</b>			
2 años	1.53	7.66	0.87
10 años	4.07	7.26	3.40
<b>Alemania</b>			
10 años	2.23	4.23	1.61

Fuente: Bloomberg, 12 de marzo del 2014.

va a tener un pobre segundo trimestre por la caída anticipada en el consumo interno y la inversión, que ya se anticipó para el primer trimestre, y por la incertidumbre sobre el modo en que la economía absorberá el alza de los impuestos. La forma de enfrentar esto será con más estímulos monetarios y fiscales (transitorios), pero, mucho más importante, con una aceleración de las reformas estructurales orientadas a aumentar la tasa de crecimiento potencial.

Los PMIs y los indicadores líderes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) para los países avanzados son consistentes con el fortalecimiento de la recuperación (gráficos 3 y 4).

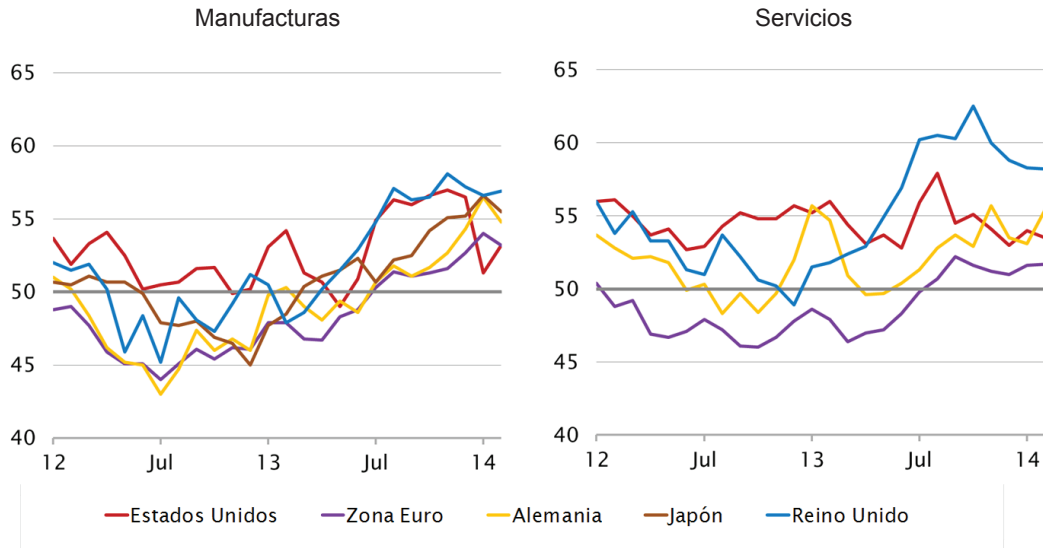
En cuanto a los países emergentes, éstos están siendo afectados por fuerzas contrapuestas: en el lado positivo, un mayor dinamismo de los países avanzados; en el lado negativo, los efectos de la reducción gradual del programa de compra de

bonos de la FED, la desaceleración de China y sus efectos en los precios de los productos primarios, sumados a los ajustes internos en los países más vulnerables.

En la economía emergente más importante (China), el intento de las autoridades por controlar el crecimiento del crédito, el endeudamiento excesivo de los gobiernos locales, la banca en las sombras, los precios de las propiedades y la contaminación y, al mismo tiempo, los intentos por cambiar el impulso del crecimiento desde la inversión hacia el consumo interno están resultando en una moderación del crecimiento mayor a la anticipada. Esta moderación coincide con una baja en la inflación al 2% anual. Todo esto se produce en un contexto donde el Congreso reciente del Partido Comunista confirmó como objetivos macroeconómicos para este año un crecimiento del 7,5% y una inflación del 3,5% anual.

**Gráfico 3**

Índices PMI en las economías avanzadas

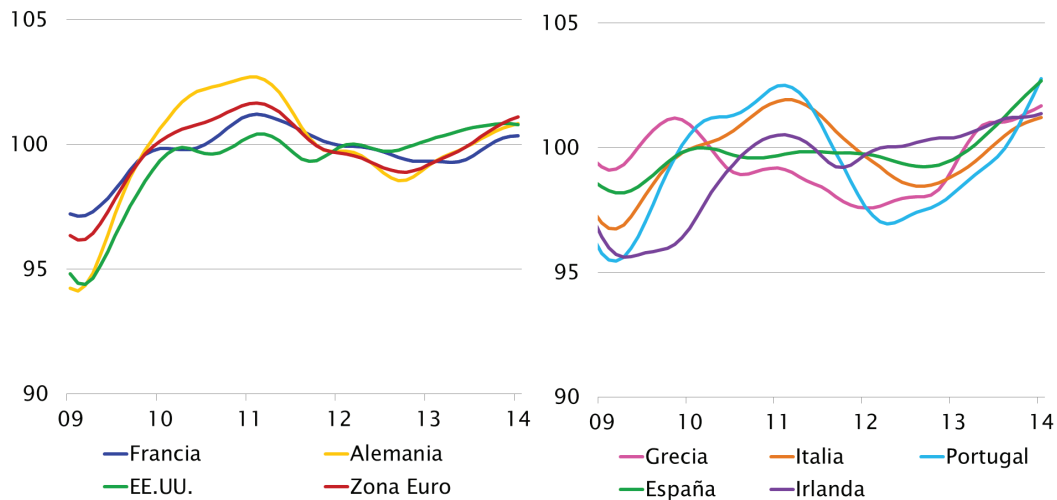


Valor mayor a 50 implica expansión.

Fuente: Bloomberg y Markit Economics.

**Gráfico 4**

Indicadores Líderes compuestos de la OCDE



Fuente: OECD Stats.

Sin embargo, con un crecimiento que pone en duda el logro de este objetivo, una inflación substancialmente por debajo de la meta y una caída importante en el crecimiento del crédito total, se abre un espacio para estímulos monetarios. Con todo, cualquier estímulo agregado va a tener que ir aparejado de regulación macro-prudencial, para evitar realimentar presiones en los precios de activos inmobiliarios, la expansión de la banca en las sombras y aumentos en el gasto de los ya muy endeudados gobiernos locales. La forma de lograr esto es con condiciones financieras más favorables para los consumidores, trabajando en paralelo con la ambiciosa agenda de reformas estructurales que ha definido la nueva administración: aumento del costo del capital para las empresas públicas, aumentos de impuestos a las empresas, liberalización de las migraciones internas, liberalización de la política de un hijo por familia y un avance más significativo en extender la red de protección social.

En tanto, en el resto de los países emergentes se destaca Brasil, donde el crecimiento de corto plazo va a perder fuerza por una severa sequía, los shocks externos (financieros y términos de intercambio) y los ajustes internos (monetarios y fiscales), a pesar del estímulo generado por la inversión en infraestructura. Por su parte, India se beneficia de un mejor monsoon, de reformas y de mejores expectativas.

En México, a pesar de las extensas reformas que logró aprobar la administración de Peña Nieto en su primer año de gobierno y del empuje de EE.UU., el crecimiento sigue decepcionando. Con todo, el aumento de la inversión extranjera directa en la industria energética, la mayor ejecución fiscal y la aceleración del crecimiento de los EE.UU. debieran apuntalar su crecimiento. La actividad en Turquía se verá afectada por el deterioro de la situación política interna y por los aumentos en las tasas de interés que tuvo que introducir para

controlar la inflación y el abultado déficit en cuenta corriente.

Por su parte, Asia Emergente (excluida China) y Europa del Este y Central se van a beneficiar del mayor dinamismo de EE.UU. y de la Zona Euro, pero enfrentarán condiciones financieras menos favorables. Además, las economías emergentes de Europa enfrentarían, también, los efectos negativos en las expectativas del conflicto entre Ucrania y Rusia.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento mundial, se espera para este año un crecimiento (ponderado por los PIBs medidos en Paridad de Poder de Compra) en torno al 3,5%, cifra seis décimas por encima del crecimiento del año pasado.

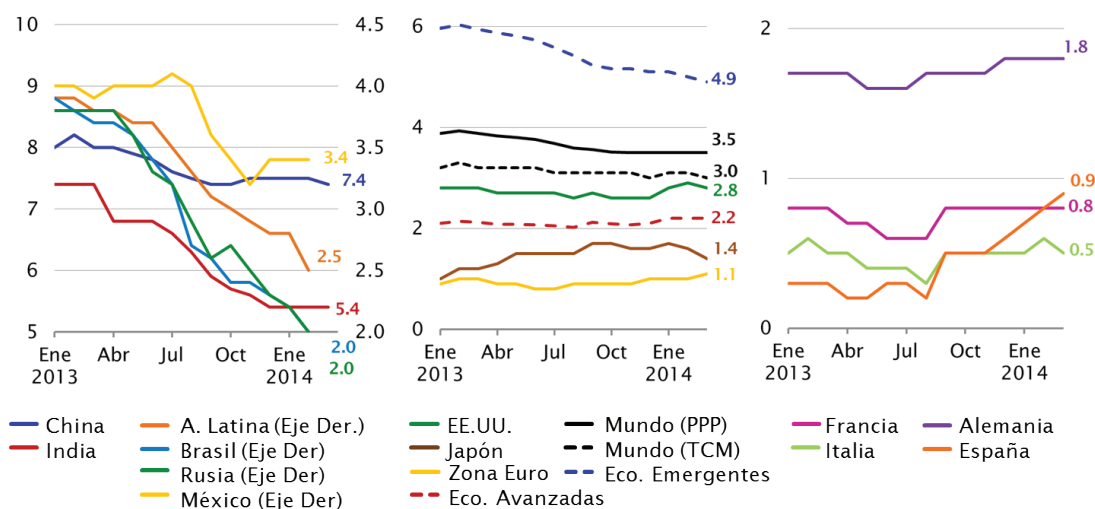
Estas proyecciones se han mantenido prácticamente iguales como grupo para los países avanzados desde comienzos del 2013, pero se han estado revisando a la baja para los países emergentes. Al interior de estas dos categorías, se destaca la revisión a la baja para Japón y la mantención, en los últimos meses, de las proyecciones para China y México (gráfico 5 y tabla 2).

Los riesgos a la baja de este escenario central de proyecciones se han reducido en los últimos meses, pero no han desaparecido. Entre los principales riesgos se encuentra: 1) aumentos de volatilidad en los mercados financieros y en los flujos de capitales a medida que la FED avance con la reducción de sus compras de bonos; 2) deflación en la Zona Euro frente a un shock adverso a la actividad; 3) dificultades mayores en el ajuste y reestructuración de China con mayores efectos en su crecimiento, en los precios de los productos primarios y en el crecimiento mundial, y 4) intensificación de los problemas geopolíticos en Ucrania.

Pero, también, hay un riesgo al alza: si la atenuación del QE no crea mayores dificultades, el crecimiento de EE.UU. y del resto del mundo puede tomar más dinamismo que el proyectado.

Gráfico 5

Perspectivas de crecimiento económico para el 2014  
(variación % del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 2

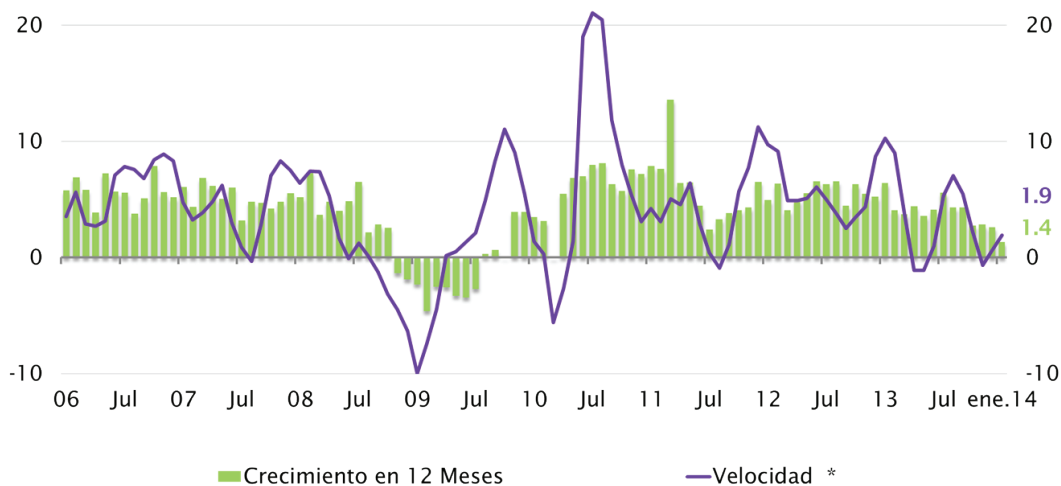
Proyecciones del crecimiento mundial  
(variación anual, %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014			2015		
						FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	-2.8	2.5	1.8	2.8	1.9	2.8	2.8	2.8	3.0	2.9	3.1
Zona Euro	-4.4	2.0	1.5	-0.7	-0.4	1.0	1.1	1.1	1.4	1.4	1.4
Japón	-5.5	4.7	-0.6	1.4	1.7	1.7	1.4	1.4	1.0	1.2	1.3
Asia (ex-Japón)	6.7	9.8	7.4	5.8	6.0	6.3	nd	6.1	6.4	nd	6.5
China	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.5	7.7	7.4	7.3	7.5	7.3
India	8.5	10.5	6.3	3.2	4.6	5.4	6.2	5.4	6.4	6.6	6.8
América Latina	-1.2	6.0	4.6	3.0	2.6	3.0	2.9	2.5	3.3	3.2	3.0
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.0	2.3	2.3	2.4	2.0	2.8	2.7	2.3
México	-4.5	5.1	4.0	3.7	1.2	3.0	3.4	3.4	3.5	3.8	4.0
Economías Avanzadas	-3.4	3.0	1.7	1.4	1.3	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4
Economías Emergentes	3.1	7.5	6.2	4.9	4.7	5.1	5.3	4.9	5.4	5.5	5.4
Mundo (PPP)	-0.4	5.2	3.9	3.1	3.0	3.7	3.7	3.5	3.9	3.9	3.8
Mundo (TCM)	-2.1	4.1	2.9	2.5	2.4	3.1	3.2	3.0	3.4	3.4	3.3
Comercio Mundial	-10.6	12.8	6.1	2.7	2.7	4.5	4.6	nd	5.2	5.1	nd

Fuente: FMI, WEO Octubre del 2013 para Asia (ex-Japón) y Update enero 2014; Banco Mundial, Global Economic Prospects enero 2014, Consensus Forecasts, febrero 2014.



Gráfico 6

Ifacec  
(%)

\* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

En los últimos meses, la desaceleración de la economía se ha acentuado debido a, por un lado, la maduración del ciclo de inversiones mineras y la finalización del proceso de reconstrucción, y, por el otro, al deterioro del entorno externo que se manifiesta a través de condiciones financieras menos favorables y menores términos de intercambio. Además, se suma la incertidumbre asociada al cambio de gobierno y al contenido que, finalmente, tomarán las reformas que llevará a cabo.

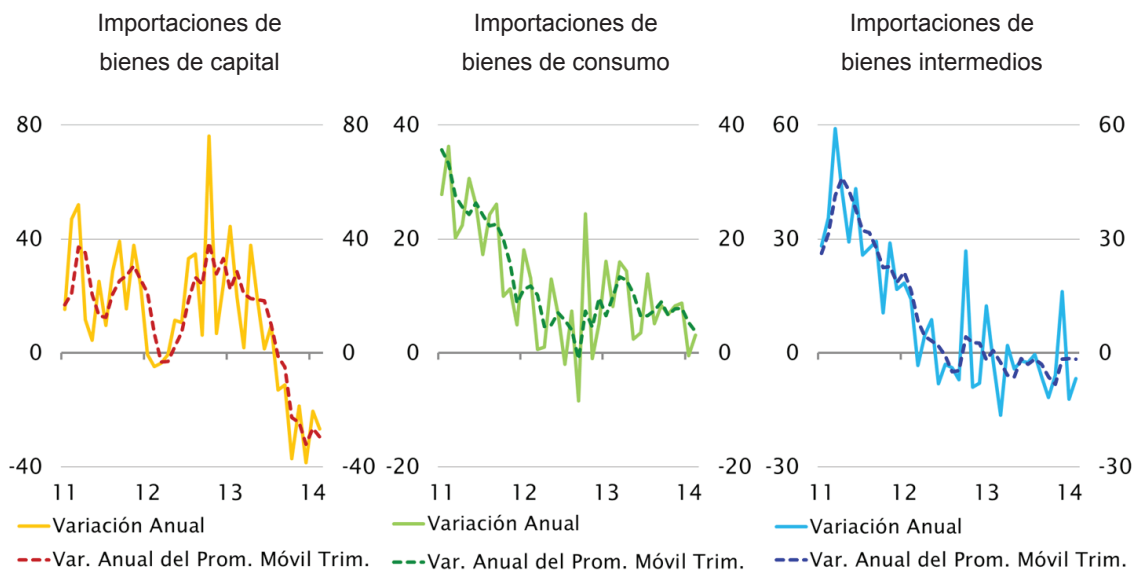
En términos de actividad, el Ifacec de enero creció sólo 1,4% anual —sorprendiendo al mercado— y se contrajo en 0,6% mensual en la serie desestacionalizada. El aumento estuvo impulsado por el crecimiento de los servicios empresariales y personales, compensando las caídas de la minería, la industria manufacturera y el comercio mayorista. Como resultado, en el trimestre noviem-

bre-enero, el Ifacec ajustado por estacionalidad y días trabajados aumentó sólo 1,9% anualizado, después de crecer 0,6% en el trimestre móvil anterior (gráfico 6). Con las cifras del Ifacec, el crecimiento del 2013 se estima en torno al 4,0%.

En tanto, la minería, que había registrado tasas de crecimiento cercanas al 7% anual en el segundo semestre del año, se contrajo en 2,7% anual en enero y el sector manufacturero, que en el 2013 se contrajo 0,4%, empezó el 2014 con una caída del 1,4% anual.

En cuanto a la demanda interna, ésta se sigue desacelerando, ahora no sólo en su componente de inversión, sino que, también, en el consumo. Las importaciones de bienes de capital siguen registrando caídas anuales cercanas al 25% en los últimos seis meses, mientras que las importaciones de bienes intermedios se reducen en 4% anual en el mismo periodo (gráfico 7). En tanto, las estimaciones de inversión en construcción y obras de ingeniería realizadas por el Catastro de la Corporación

Gráfico 7



Fuente: Banco Central de Chile.

de Bienes de Capital (CBC) para el primer semestre del 2014 se han corregido a la baja.

Por su parte, el crecimiento del consumo está siendo afectado por las alzas de los precios de combustibles, la inflación efectiva, la caída de la confianza del consumidor y el menor crecimiento de la masa salarial real; es decir, de los ingresos reales del trabajo. Así, las ventas reales del comercio minorista muestran una fuerte desaceleración en su crecimiento en los últimos meses y se expanden sólo 6,8% anual en enero. En la misma dirección, las importaciones de bienes de consumo siguen perdiendo fuerza, al crecer 6% anual en los últimos seis meses, después de crecer 10% en el primer semestre del 2013.

En cuanto a las expectativas, la confianza empresarial se recupera marginalmente en febrero y se mantiene levemente sobre la zona neutral, con una mejora en la industria y en la minería, y un deterioro en la construcción y el comercio. Por su parte, la confianza del consumidor, si bien se

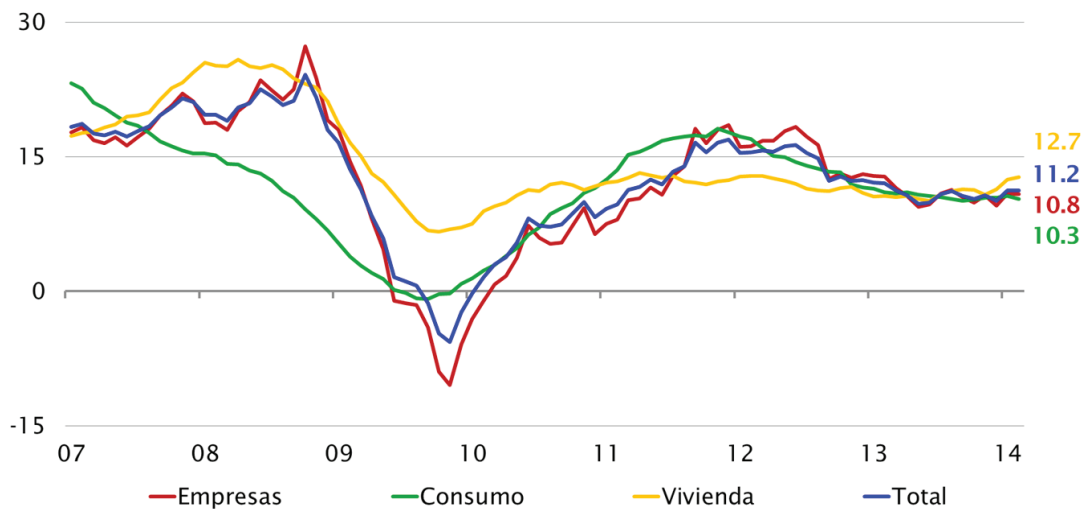
mantiene en la zona optimista, volvió a caer en febrero.

El crecimiento de las colocaciones nominales totales se ha mantenido estable en febrero, con el crédito al sector empresarial (incluye los créditos comerciales y de comercio exterior) creciendo en 10,8% anual (10,9% en enero) y las colocaciones de consumo registrando una tasa de 10,3% (10,6% en enero). Sin embargo, las colocaciones para viviendas aumentaron su tasa de crecimiento hasta 12,7% (12,4% en enero) (gráfico 8).

El mercado laboral ha seguido mostrando una menor estrechez. El empleo creció 2,2% anual en el trimestre noviembre-enero, en tanto que la fuerza de trabajo lo hizo en 2,4%, con lo que la tasa de desempleo aumentó hasta 6,1%. Por su parte, las remuneraciones reales crecen cerca del 3% anual, por debajo de la tasa promedio exhibida en el 2013. Así, el crecimiento de la masa salarial real se ha estabilizado en los últimos meses cerca del 5% anual.

Gráfico 8

Colocaciones nominales  
(variación en 12 meses, %)



Fuente: Banco Central de Chile.

En materia de precios, el IPC de febrero —medido en la nueva base 2013=100— sorprendió con un aumento de 0,5% mensual (0,2% en enero), por sobre el 0,2% esperado por el mercado, con lo que la inflación anual aumentó hasta 3,2%. Los principales aumentos de precios se dieron en el sector transporte (afectados por el alza en el precio de la gasolina, la depreciación cambiaria y los pasajes de bus), vivienda, alimentos y servicios básicos. En tanto, la inflación subyacente medida por el IPC sin Alimentos y Energía (IPCSAE) fue de 0,3% mensual, al igual que en el mes anterior, llegando a 2,5% anual.

En cuanto a las proyecciones, el crecimiento del consumo privado debiera seguir moderándose debido al menor dinamismo esperado en el mercado laboral, la caída de términos de intercambio, el alza en la inflación, la desaceleración del crecimiento del PIB y las deterioradas condiciones financieras externas. La inversión seguirá débil por lo señalado con anterioridad. En tanto, las exporta-

ciones netas debieran fortalecerse impulsadas por el mayor crecimiento mundial, la depreciación real y la desaceleración del gasto interno.

En cuanto al deterioro en el entorno externo, Chile está bien preparado para enfrentarlo. Nuestro país cuenta con un marco de política monetaria administrado por un Banco Central creíble, con expectativas de inflación ancladas en torno a la meta y tipo de cambio flotante. Además, gracias a la regla fiscal, el gasto público es acíclico, lo que permite el uso de políticas monetarias contracíclicas y su asociada depreciación real.

De hecho, el Banco Central (BCCh), en sus últimas Reuniones de Política Monetaria (RPM), ratificó su marco de política y se ocupó de la ampliación de las brechas de capacidad por sus efectos en las proyecciones de inflación. En este punto, es importante destacar que la depreciación cambiaria es una parte integral del proceso de ajuste de un esquema de metas de inflación con tipo de cambio flexible.

**Tabla 3**  
Proyecciones macroeconómicas de Chile  
(variación % anual)

	2010	2011	2012	2013 BC	2014				2015		
					BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	5.8	5.9	5.6	4.2	3.75 - 4.75	3.9 (3.5; 4.3)	4.1	3.7 (3.0; 4.0)	4.3 (3.5; 4.8)	4.8	4.0 (3.0; 4.5)
Demanda Interna	13.6	9.1	7.1	3.9	4.8	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.8	8.9	6.1	5.4*	4.7*	4.4	4.0	-	4.6	4.6	-
Inversión total	12.2	14.7	12.3	3.9	4.1	3.8	6.1	-	4.9	6.6	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-	-	-1.0	-1.0	-	-1.0	-0.6	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	478.6	-	-	554.0**	564.2	565*** (539; 582)	561.4**	581.0	560*** (528; 595)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.5	2.6	2.5	2.9 (2.5; 3.4)	3.4	3.0 (2.8; 3.8)	3.0 (3.0; 3.0)	3.3	3.0 (3.0; 3.4)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.2	6.5	-	-	-	5.8	-	-	6.0	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.7	-1.3	-3.5	-3.2	-3.7	-3.4	-4.1	-	-3.5	-4.0	-

\*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, 2014) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (diciembre, 2013); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (marzo, 2014), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (febrero, 2013).

En este contexto, y como resultado de lo anterior, en la última RPM el BCCh volvió a bajar la Tasa de Política Monetaria (TPM) y mantuvo el sesgo bajista. Sin embargo, este fuerte sesgo y una nueva caída en el precio del cobre han empujado a una depreciación adicional del peso, con efectos (hasta ahora) acotados en las expectativas de inflación en el horizonte de política. En el escenario más probable, con las expectativas de inflación ancladas, vamos a tener una o dos bajas adicionales de la TPM. No obstante, la segunda baja va a estar condicionada a que los efectos de segunda vuelta de la depreciación cambiaria sean acotados y a que no pongan en riesgo el mantenimiento de la tendencia inflacionaria en torno a la meta.

En resumen, mi escenario central, para el 2014, es un crecimiento del PIB en la parte baja del rango del 3 al 4% y una inflación anual a diciembre en torno al 3%. En la tabla 3 se presentan las distintas proyecciones de las principales variables macroeconómicas.

En cuanto al mediano plazo, reiteramos que las perspectivas son poco favorables para sostener tasas de crecimiento en torno al 5% anual. El crecimiento potencial se va a reducir por la caída en la tasa de crecimiento del empleo (ya estamos en pleno empleo) y del stock de capital (por la caída fuerte en la inversión), sumado a los problemas de oferta en energía e infraestructura.

La mayor inversión que ha prometido el nuevo gobierno para mejorar la calidad de la educación

es una buena política para reducir las desigualdades y aumentar el crecimiento, pero sus efectos tendrán resultados recién en el largo plazo. En el corto plazo, facilitar el ingreso a la fuerza laboral de las mujeres y de los jóvenes con baja educación y baja experiencia laboral ayudaría al crecimiento y a reducir la desigualdad.

Finalmente, la solución para los problemas de mediano plazo se obtendrá con esfuerzos concretos que permitan destrabar los cuellos de botella presentes en el sector energético, productividad y ambiente de negocios que restringen actualmente el crecimiento potencial.