

El momento económico internacional y nacional

Septiembre 2014

VITTORIO CORBO

- Los principales acontecimientos de la economía internacional durante los últimos dos meses se centran en el marcado repunte de la actividad en Estados Unidos, la solidez del crecimiento de China acorde con sus fundamentos, la fragilidad de la actividad en Japón, las cifras de crecimiento menores a las esperadas en las principales economías de la Zona Euro, junto con la sostenida recuperación de los países periféricos. Asimismo, en los países desarrollados se advierte un mayor contraste en la velocidad de la recuperación económica respecto al 2008, tanto en el nivel de actividad, como en la dinámica del mercado laboral de Estados Unidos y la Zona Euro.
- En los países emergentes, además de las buenas cifras de China, India presenta mejores perspectivas y un sólido crecimiento, mientras las economías de Brasil y Rusia se desaceleran, producto de problemas estructurales en el caso de Brasil y externos en el caso de Rusia, a causa del conflicto con Ucrania. Para el resto de los países emergentes, si bien las condiciones de los mercados internacionales son auspiciosas, se observan impactos de menores precios de commodities y ajustes internos en diversas economías.
- En los mercados de activos se mantiene el buen comportamiento del mercado accionario y la menor volatilidad, en un contexto de bajo crecimiento económico. A su vez, el mercado mantiene la expectativa respecto al inicio de alzas de tasas de política por parte de la Reserva Federal (FED), debido a la debilidad estructural que aún existe en el mercado laboral en Estados Unidos, a pesar del repunte en la actividad.
- En cuanto a las proyecciones de crecimiento para el año 2014, éstas se han ajustado a la baja tanto en los países desarrollados como en los países emergentes, siendo estos últimos donde la proyección se ha reducido en mayor medida. De esta forma, se espera que la economía mundial crecerá en 2014 a tasas similares a las observadas en 2013. En todo caso, el crecimiento en 2014 se ubicará en niveles inferiores a lo estimado a principios del año.
- En tanto, en la economía chilena varios acontecimientos han cambiado el cuadro macroeconómico interno. Entre ellos, los datos de Cuentas Nacionales publicadas en agosto muestran una desaceleración más profunda de la actividad, una pérdida de dinamismo del consumo y una contracción de la inversión. A este escenario se suma el aumento de la incertidumbre por el alcance e impacto de diversas reformas impulsadas por el Ejecutivo, y el deterioro de las expectativas de los consumidores y empresarios, junto con un mercado laboral más débil en el margen.
- En materia de precios, la inflación se mantiene en un rango superior al de la meta del Banco Central, mientras la reducción del nivel de precios, después del peak de mayo, ha sido más lenta que lo esperado meses atrás. Con todo, se estima que los efectos asociados a la depreciación de la moneda sean transitorios, lo que permitirá, junto con las mayores brechas de capacidad y el ajuste en la demanda interna, lograr en el mediano plazo la convergencia de la inflación al rango de meta del Banco Central.
- Ante este escenario, la autoridad monetaria ha reaccionado bajando en 75 puntos base la TPM, desde la publicación de "El momento económico" de julio. A su vez, el mercado espera un mayor ajuste de la tasa de política antes de fin de año.
- Mi escenario central para el 2014 es de un crecimiento del PIB en torno al 2 por ciento y una inflación anual entre 4 y 4,5 por ciento.
- A pesar de un entorno interno menos favorable, la actividad para 2015 se beneficiaría de la baja de tasas y de la depreciación de la moneda, junto con la recuperación de la actividad en los mercados internacionales. Sin embargo, Chile enfrenta riesgos asociados a ajustes en los mercados financieros internacionales, a través de tasas de interés, flujos de capitales, volatilidad cambiaria o contracción significativa en la economía China. Estos elementos pueden tener una mayor repercusión si no se dan señales claras y contundentes, en el plano local, que permitan impulsar el crecimiento potencial y disipar la incertidumbre producto de las reformas.

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

1. Introducción

La actividad mundial durante el primer semestre del año avanzó menos de lo esperado a comienzos de año. Las economías desarrolladas aún presentan signos de fragilidad en la expansión del producto, mientras las economías de los países emergentes crecen a menores tasas. Estados Unidos refuerza su recuperación, pero existen algunas dudas sobre la fortaleza de su mercado laboral. Por otro lado, en la Zona Euro la actividad se estancó como resultado de la caída del PIB alemán e italiano en el segundo trimestre, y los magros resultados de Francia. No obstante lo anterior, se observa una recuperación de los países periféricos de la Zona. En tanto, Japón se enfrenta a la necesidad de implementar un conjunto de reformas estructurales que le permitan aumentar su tasa de crecimiento potencial. En los mercados financieros, se mantiene la baja volatilidad y el alza de los precios de los activos, con una reducción en el margen del precio de los *commodities* y un aumento en los flujos de capitales hacia los países emergentes.

En los países emergentes, se destaca el proceso de ajuste de la economía China, donde los programas gubernamentales han apuntalado el crecimiento, a pesar de los riesgos en el mercado de crédito. También destacan los avances en la actividad y la inversión en India. Sin embargo, Brasil enfrenta dificultades de la mano de altos niveles de inflación y contracción de la actividad, mientras Rusia adolece de problemas geopolíticos que han afectado su crecimiento, las perspectivas económicas y los flujos de capitales. Para el resto de países emergentes, la actividad se desacelera, en un escenario de mejores condiciones financieras, pero en un entorno de caída de precios de exportaciones, ajustes internos y problemas de oferta.

En cuanto a las perspectivas, se espera que la economía mundial crezca este año algo menos

de lo proyectado a comienzos del año, pero a tasas similares a las del año pasado. El deterioro de la actividad proviene del bajo dinamismo de los países emergentes y de la debilidad en la recuperación de la actividad en la Zona Euro.

En el frente interno, la economía profundiza la desaceleración de la actividad. La inversión sigue cayendo en términos anuales pero aumenta levemente con respecto al trimestre anterior, mientras el consumo de bienes durables y no durables se desacelera, tanto en términos de variaciones anuales, como de variaciones con respecto al trimestre anterior. Asimismo, el mercado laboral se deteriora en el margen, mientras la inflación se mantiene por encima del límite superior del rango de la meta del Banco Central.

Las expectativas tanto de consumidores como de empresarios se han deteriorado a lo largo del año 2014, mientras el mercado ajusta sus proyecciones de actividad a la baja, afectando, a su vez, las perspectivas de crecimiento para 2015.

En relación a las proyecciones, para este año se estima un crecimiento en torno del 2 por ciento y una inflación diciembre a diciembre en el rango 4 al 4,5 por ciento. Los riesgos de estas proyecciones están balanceados tanto para el crecimiento, como para la inflación.

En la siguiente sección se expone el estado actual de la economía mundial y sus perspectivas de crecimiento. Para finalizar, se presenta el análisis de la economía chilena.

2. La economía mundial

La economía mundial tuvo un primer semestre más flojo de lo inicialmente proyectado. En los países avanzados destacan el renovado dinamismo de Estados Unidos, el estancamiento de la Zona Euro y las dificultades de Japón para sostener su

recuperación. Así, en el segundo trimestre, Estados Unidos se recuperó del bajón del primer trimestre (-2,1 por ciento), creciendo a una tasa anualizada de 4,2 por ciento¹. Este crecimiento estuvo impulsado por el consumo y la inversión privada. En contraste, la Zona Euro, después de un tenue crecimiento de sólo 0,9 por ciento en el primer trimestre, se estancó en el segundo trimestre. Entre los cuatro principales miembros de la Zona, Alemania, después de crecer 2,7 por ciento en el primer trimestre, experimentó una contracción de 0,6 en el segundo trimestre. Francia, que había crecido sólo 0,1 por ciento en el primer trimestre, se estancó en el segundo trimestre. Italia volvió a la recesión con caídas del PIB de 0,3 y 0,7 por ciento en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Sólo España ha crecido, exhibiendo tasas de crecimiento de 1,3 y 2,7 por ciento en el primer y segundo trimestre, respectivamente. No obstante, la mejor noticia de la Zona Euro es, sin duda, el retorno del crecimiento en Irlanda y Portugal, y las señales de que la contracción de Grecia está llegando a su fin.

Japón, cuyo crecimiento reciente ha estado impactado por la pronunciada alza del IVA que tuvo lugar el pasado primero de abril, se expandió 6,1 por ciento en el primer trimestre y se contrajo 7,1 en el segundo trimestre.

Con estas cifras, en el segundo trimestre de este año el PIB de la Zona Euro estaba 2,5 por ciento por debajo del nivel alcanzado el primer trimestre de 2008 (cuando se iniciaba la crisis financiera en los Estados Unidos), comparación donde destaca el caso de Italia, con un PIB del segundo trimestre 9 por ciento por debajo del nivel alcanzado el primer trimestre del 2008. En contraste, en Estados Unidos, el país avanzado más adelantado en su recuperación, el PIB del segundo trimestre estuvo 7,4 por ciento por

encima del alcanzado en el primer trimestre de 2008. El contraste entre la recuperación de Estados Unidos y la de la Zona Euro se ve incluso cuando comparamos cifras de desempleo. Así, mientras en Estados Unidos la tasa de desempleo se encuentra hoy sólo 1,2 puntos porcentuales por encima de la alcanzada en el primer trimestre del 2008, la de la Zona Euro está todavía 4,3 puntos porcentuales por encima para el mismo trimestre (véase gráfico 1).

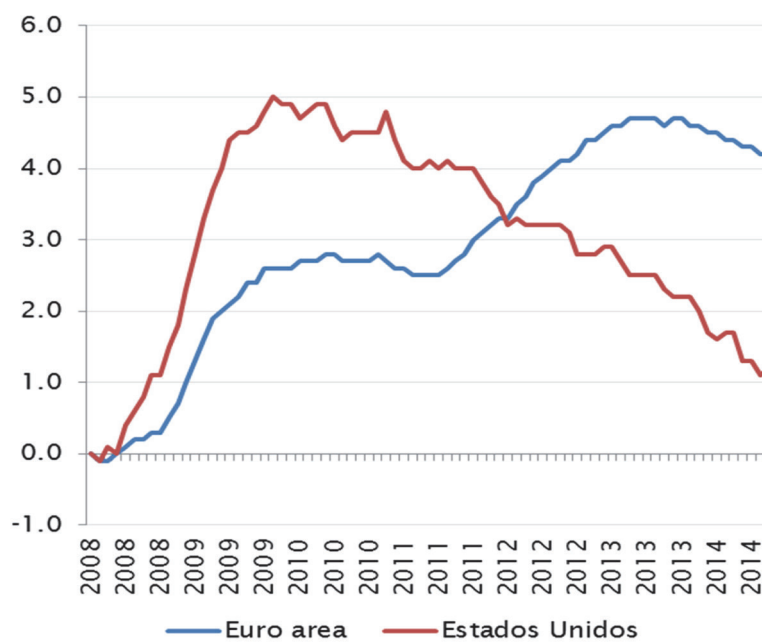
Los países emergentes y en desarrollo también tuvieron un primer semestre más débil de lo proyectado. Entre los cuatro principales países de este grupo, la mejor noticia estuvo en China, que representa 28,1 por ciento del PIB del mundo emergente y en desarrollo, pues se ha estado recuperando del bajón de la segunda mitad del año pasado, creciendo 6,3 y 7,7 por ciento en el primer y segundo trimestre, respectivamente. En la misma dirección, India, que representa el 11,8 por ciento del PIB del mundo emergente y en desarrollo, se ha estado beneficiando de la mejora en expectativas asociadas al cambio de gobierno y sus primeras medidas, lo que ha llevado a un aumento en la inversión extranjera y a una apreciación de su moneda, la rupia. En cuanto a las cifras, luego de crecer 5,4 por ciento en el primer trimestre, el crecimiento aumentó a 6,8 en el segundo trimestre. Por su parte Rusia, que representa 6,1 por ciento del PIB de los países emergentes y en desarrollo, está pagando los costos de su conflicto con Ucrania y las repercusiones que éste ha tenido en sus relaciones internacionales y en el intercambio con los países avanzados. Ello ha llevado a pronunciadas salidas de capitales, a una depreciación de su moneda y a alzas en las tasas de interés, produciéndose una contracción del 3,6 por ciento de la actividad en el primer trimestre y un crecimiento sólo un 1,4 por ciento anualizado en el segundo. Brasil, que representa 5,2 por ciento del PIB de los países emergentes y en desarrollo, está en recesión, con caídas del PIB de 0,6 y 2,3 por ciento en el primer y segundo trimestre de este año, respectivamente.

¹ Estas tasas de crecimiento y las que siguen, son variaciones anualizadas del PIB desestacionalizado con respecto al trimestre inmediatamente anterior.

Gráfico 1

Cambios en la tasa de desempleo, 2008-2014

(%)



Fuente: Eurostat.

En cuanto a la evolución en lo que va del tercer trimestre, la expansión de Estados Unidos sigue tomando fuerza, lo que es patente en indicadores como el Índice de Gerentes de Compras del sector servicios, los pedidos de fábricas, las ventas de viviendas, la confianza empresarial y del consumidor. Sin embargo, hay algunos indicadores menos auspiciosos, como la actividad de la construcción, los precios de viviendas, las ventas al detalle y la creación de empleo. Este crecimiento se sostiene en una política monetaria muy expansiva, una situación fiscal más neutral, una reducción del apalancamiento, un importante aumento de la riqueza de las familias, y mejoras en la confianza de los consumidores y de los empresarios.

La fuerza de la recuperación y el progreso en la reducción del desempleo comienzan a alimentar el debate sobre cuándo iniciar el proceso de alzas de tasas. De este debate no han estado ausentes

los presidentes de distritos de la FED, con varios de ellos expresando su opinión de que el alza de tasas debiera iniciarse pronto. Cifras recientes de creación de empleos y la caída de la tasa de participación de la fuerza laboral a su menor nivel en 37 años (62,8 por ciento) justifican la cautela de la FED.

En contraste, en la Zona Euro, la recuperación está afectada por la incapacidad de Francia e Italia de enfrentar problemas estructurales que limitan su crecimiento potencial (sistemas laborales y tributario, competencia en el sector de servicios, mejoras en infraestructura y ajustes en políticas sociales), y por los efectos en expectativas de la crisis de Ucrania/Rusia. En el lado positivo, frente al riesgo de deflación, con una inflación anual de 0,3 por ciento (bastante por debajo de la meta de la autoridad monetaria), el BCE no sólo redujo la tasa de política, sino que anunció, además, la compra de bonos respaldados por activos privados y bonos convertibles.

Esta nueva política, que se suma a la facilidad del financiamiento de mediano plazo introducida anteriormente, está contribuyendo a la depreciación del Euro y contribuirá, también, a mantener tasas largas bajas por un período más prolongado.

Japón sigue luchando por retomar el dinamismo, después del bajón del segundo trimestre. Ahora, más que nunca, se hace necesario implementar reformas estructurales que permitan aumentar la reducida tasa de crecimiento potencial y poder retomar así un nivel de crecimiento sostenido que le permita fortalecer su precaria solvencia fiscal. En esta dirección el gobierno del Primer Ministro Abe ha introducido reformas orientadas a facilitar las migraciones y a aumentar la baja tasa de participación femenina en la fuerza laboral. Estas reformas tienen que acompañarse más adelante de iniciativas para aumentar la competencia en el sector servicios y la apertura de su sector agrícola.

En los mercados financieros internacionales se mantiene la baja volatilidad y el alza de los precios de los activos, con una reducción en el margen del precio de los *commodities* y el regreso de los flujos de capitales a los países emergentes.

En cuanto a perspectivas de los países emergentes, estos enfrentan mejores condiciones financieras, como consecuencia de las bajas tasas y la gran liquidez en los países avanzados. Pero los exportadores de productos primarios sufren los efectos de la caída de precios de sus productos, otros experimentan problemas de oferta y algunos están enfrentando los efectos de políticas de ajuste que se vieron obligados a implementar para reducir su vulnerabilidad a partir de mayo del año pasado, cuando la FED anunció que, dada la recuperación que estaba experimentando Estados Unidos, lo más probable era que se iba a reducir gradualmente el programa de compra de bonos, algo que finalmente se inició en diciembre del año pasado y que estaría terminando el próximo mes.

Mirando hacia el futuro, con el inicio de la normalización de la política monetaria de la FED, los países emergentes enfrentarán condiciones financieras menos favorables y una mayor volatilidad de sus monedas. La mejor forma de prepararse para este escenario es fortalecer la estabilidad macroeconómica y la flexibilidad cambiaria.

Los indicadores líderes apuntan a que los países avanzados y China continuarían su expansión, pero en los países emergentes (exceptuando China), el crecimiento económico seguiría perdiendo fuerza (véase gráficos 2 y 3).

Como resultado, las proyecciones de crecimiento para 2014 de la economía mundial y de los países emergentes se han estado ajustando a la baja en los últimos 20 meses (véase gráficos 4 y 5). El principal ajuste a la baja de las proyecciones ha estado en los países emergentes. Aunque la economía mundial crecería este año menos de lo proyectado, su crecimiento se proyectaría a una tasa parecida a la del año pasado.

Para el próximo año se proyecta un crecimiento mundial en torno a 3,7 por ciento, muy cercano al crecimiento potencial (véase tabla 1).

Los riesgos de este escenario base se han reducido y, aunque no han desaparecido, siguen sesgados a la baja. Los principales riesgos son:

- (1) Un deterioro de la Zona Euro por problemas de fragilidad financiera, bajo crecimiento y una intensificación de los problemas geopolíticos en Ucrania/Rusia.
- (2) Una normalización más rápida a la esperada de la política monetaria de Estados Unidos, con efectos más pronunciados en tasas largas, mayor volatilidad y salidas de capitales desde los emergentes.
- (3) Mayores dificultades en China, tanto en su sector financiero como en el sector inmobiliario, con efectos en su crecimiento.

Grafico 2

PMI manufacturero (1)
(pivote 50)

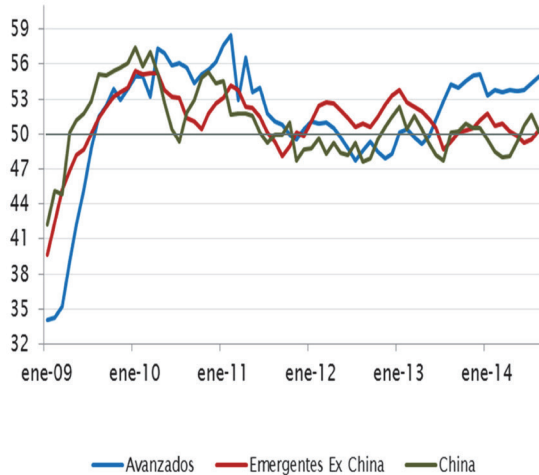
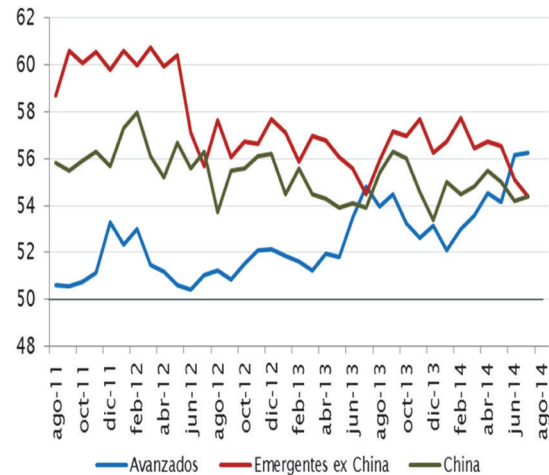


Grafico 3

PMI servicios (2)
(pivote 50)



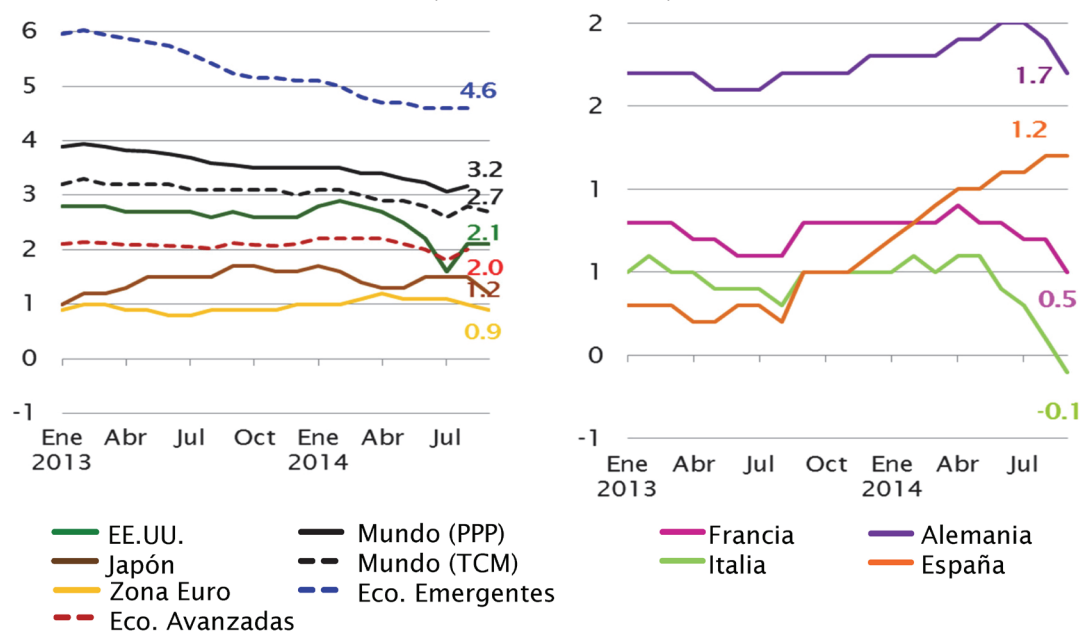
Notas: (1) y (2) Avanzados: Estados Unidos, Japón, Zona Euro y Reino Unido. Emergentes ex China: Brasil, México, Chile y Corea del Sur.

Fuente: Bloomberg e INE.

Gráfico 4

Perspectivas de crecimiento económico para 2014

(Variación % del PIB real)

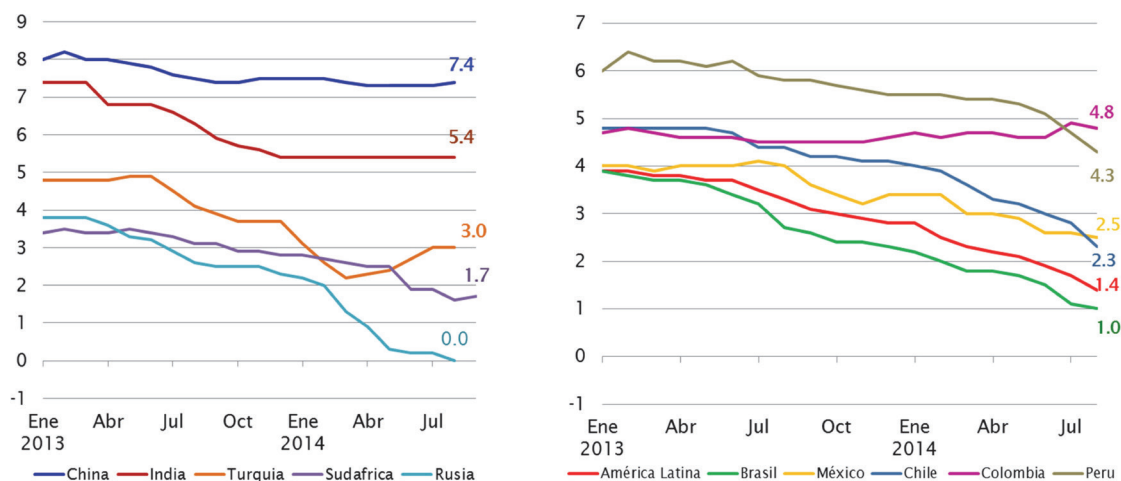


Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 5

Perspectivas de crecimiento económico para 2014

(Variación % del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 1

Proyecciones del crecimiento mundial

(Variación % anual)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2015	
						FMI	CF	FMI	CF
Estados Unidos	-2.8	2.5	1.8	2.8	1.9	1.7 (2.8)	2.1	3.0 (3.0)	3.1
Zona Euro	-4.4	2.0	1.6	-0.7	-0.5	1.1 (1.2)	0.9	1.5 (1.5)	1.4
Japón	-5.5	4.7	-0.5	1.4	1.5	1.6 (1.4)	1.2	1.1 (1.0)	1.3
Asia (ex-Japón)	6.8	9.7	7.5	6.1	6.0	6.2 (6.3)	6.1	6.4 (6.4)	6.3
China	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4 (7.5)	7.4	7.1 (7.3)	7.2
India	8.5	10.3	6.6	4.7	4.4	5.4 (5.4)	5.4	6.4 (6.4)	6.2
América Latina	-1.3	6.0	4.6	3.1	2.7	2.0 (2.5)	1.4	2.6 (3.0)	2.4
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.0	2.3	1.3 (1.8)	1.0	2.0 (2.7)	1.4
México	-4.7	5.1	4.0	3.9	1.1	2.4 (3.0)	2.5	3.5 (3.5)	3.8
África Subsahariana	2.6	5.6	5.5	4.9	4.9	5.4 (5.4)	nd	5.8 (5.5)	nd
Sudáfrica	-1.5	3.1	3.6	2.5	1.9	1.7 (2.3)	1.7	2.7 (2.7)	2.8
Economías Avanzadas	-3.4	3.0	1.7	1.4	1.3	1.8 (2.2)	2.0	2.4 (2.3)	2.5
Economías Emergentes	3.1	7.5	6.3	5.1	4.7	4.9 (4.9)	4.6	5.2 (5.3)	5.0
Mundo (PPP)	-0.4	5.2	3.9	3.2	3.0	3.4 (3.6)	3.2	4.0 (3.9)	3.7
Mundo (TCM)	-2.1	4.1	3.0	2.5	2.4	2.7 (3.1)	2.7	3.3 (3.3)	3.2
Comercio Mundial	-10.6	12.8	6.2	2.8	3.0	4.0 (4.3)	nd	5.3 (5.3)	nd

Fuente: FMI (actualizado en julio de 2014); WEO, entre paréntesis (actualizado en abril de 2014 excepto Asia [ex Japón] que no fue actualizado) y Consensus Forecasts (agosto y septiembre de 2014).

3. Perspectivas de la economía chilena

Después de la reunión de “El momento económico” de julio, el escenario macroeconómico se ha deteriorado, con ajustes a la baja en los principales agregados económicos. Para el primer trimestre se observaron indicios de una desaceleración significativa de la actividad. No obstante, los datos de Cuentas Nacionales publicados en agosto para el segundo trimestre del año indican un ajuste marcado a la baja en la actividad y una pérdida de dinamismo de la economía en su conjunto, asociado a una mayor contracción de la inversión (en términos anuales), aunque con un leve repunte respecto del trimestre anterior, y una desaceleración más profunda del consumo. Todo esto en un contexto de aumentos en el nivel de desempleo y deterioro de las expectativas por parte de consumidores y empresarios.

Durante el segundo trimestre, el PIB registró una tasa de crecimiento interanual de 1,9 por ciento —la más baja desde el cuarto trimestre de 2009—, explicado por una contracción de la inversión de 8,1 por ciento anual y un leve aumento del consumo privado de 1,9 por ciento. Durante el segundo trimestre, la velocidad del PIB creció un magro 0,6 por ciento anualizado. En el corto plazo, el IMACEC de julio aumentó 0,9 por ciento en doce meses, superior a lo esperado por parte del mercado. Con todo, el IMACEC, ajustado por estacionalidad y días trabajados, creció sólo un 1,1 por ciento anualizado en el trimestre mayo-julio (véase gráfico 6).

Por el lado de la demanda interna, la desaceleración del consumo se acentúa. El consumo privado marca el menor crecimiento anual, desde el segundo trimestre del 2009. Esto se refleja en el crecimiento de 2,3 por ciento anual del consumo de bienes no durables, en tanto que el consumo de los bienes durables se contrajo 0,1 por ciento. Además, las ventas

minoristas se siguen desacelerando, al crecer sólo 1,5 por ciento real anual en julio, luego de crecer 2,4 en junio (véase gráfico 7). Estas cifras demuestran como los hogares están ajustando su gasto, en un entorno de menor crecimiento de los ingresos laborales reales y de deterioro en las expectativas de los consumidores. En la misma dirección, las importaciones de bienes de consumo se redujeron 5,1 por ciento comparando el periodo enero-agosto de 2014 con el mismo periodo del año anterior.

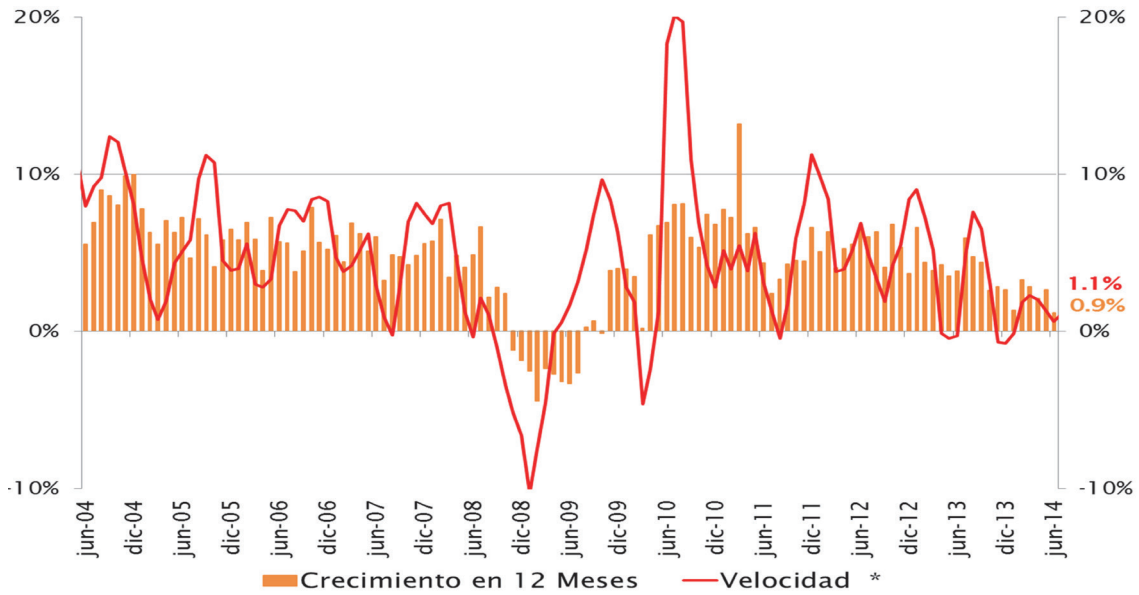
En cuanto a la inversión, las importaciones de bienes intermedios y de capital siguen cayendo con respecto a iguales periodos del año 2013, con tasas anuales de contracción de 5,8 y 24,6 por ciento, cada una de ellas, para el periodo enero-agosto de 2014, frente al mismo periodo del 2013.

En tanto, el déficit de la cuenta corriente se ha reducido en línea con la brusca caída de la tasa de inversión, hasta alcanzar un 2,4 por ciento del PIB durante el primer semestre.

El continuo deterioro de las expectativas de consumidores y empresarios se ha acentuado en los últimos meses. Así, el índice de confianza empresarial se mantiene en terreno pesimista desde el mes de abril, alcanzando en agosto un nivel de 41,3 puntos, luego de marcar todos los meses un descenso en cada uno de sus sectores. Por su parte, la confianza del consumidor mantiene su tendencia a la baja, llegando en agosto a 43,1 puntos.

Por otra parte, el crecimiento de las colocaciones nominales mantiene su ajuste a la baja, por razones tanto de demanda como de oferta. Así, las colocaciones nominales totales continúan desacelerándose, con un alza de 8,3 por ciento anual al mes de agosto. Por componentes, las colocaciones destinadas a las empresas (que incluye las colocaciones comerciales y de comercio exterior) redujeron su crecimiento a 5,8 por ciento anual, mientras las colocaciones del consumo crecieron en 9,1 anual.

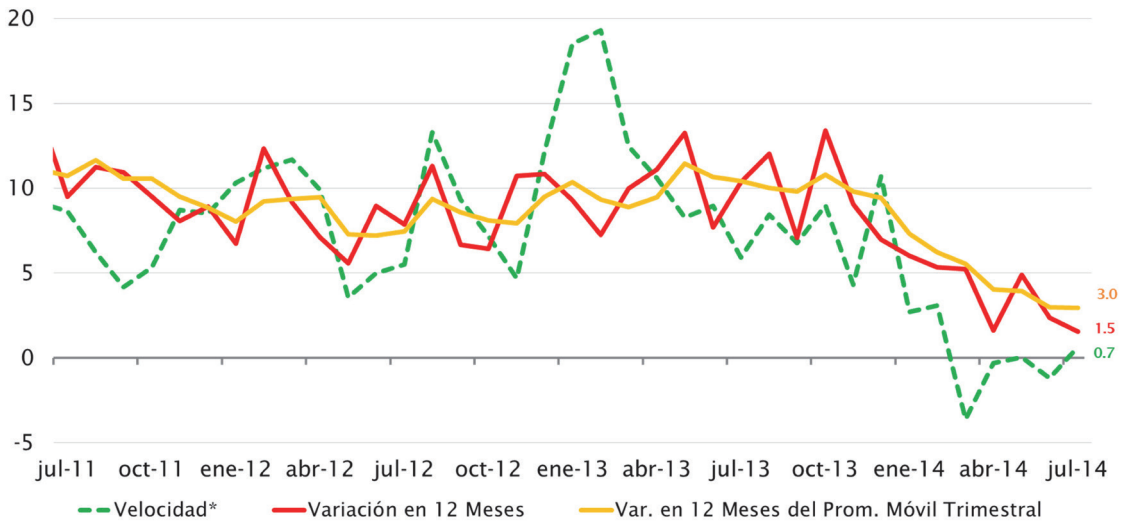
Gráfico 6
IMACEC
(%)



* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7
Ventas reales del comercio minorista



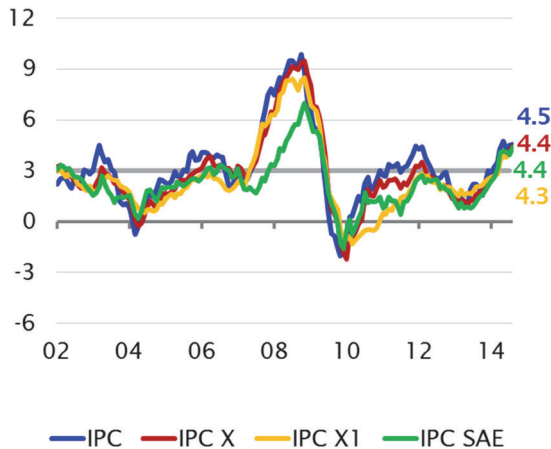
* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie ajustada por efecto estacional y calendario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 8

Índices de Precios al Consumidor (IPC)

(Variación % anual)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Por su parte, las colocaciones de vivienda también se desaceleran.

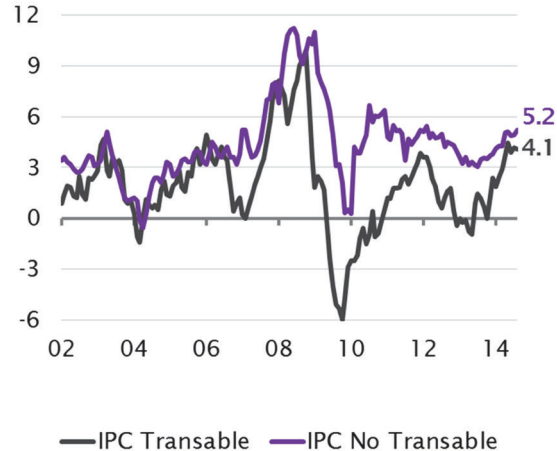
En cuanto al mercado laboral, se profundizan las señales de un mayor deterioro. La tasa de desempleo en el trimestre mayo-julio fue de 6,5 por ciento, lo cual indica el aumento paulatino del desempleo a lo largo del año, aunque sigue por debajo del promedio histórico. El empleo, por su parte, creció sólo 1 por ciento en términos anuales (la menor expansión de este año) y la fuerza de trabajo lo hizo en 1,8 por ciento. A su vez, el crecimiento del empleo por cuenta propia se ha desacelerado hasta llegar a una variación del 3 por ciento anual, mientras el crecimiento del empleo asalariado se mantiene en torno al 0,4 por ciento anual. Por otra parte, indicadores adelantados del mercado laboral (caída en el crecimiento del PIB, horas trabajadas, vacantes, solicitudes de subsidios de desempleo) anticipan que la tasa de desempleo, ajustada por estacionalidad, seguirá aumentando.

Frente al comportamiento de las finanzas públicas, los ingresos acumulados del gobierno general caen al mes de julio en 1,8 por ciento en términos

Gráfico 9

IPC de bienes transables y no transables

(Variación % anual)



reales, frente al mismo período del año anterior, debido a la desaceleración de la economía. Mientras el gasto de inversión presenta un nivel de ejecución del 40,8 por ciento del presupuesto aprobado este año.

En cuanto a los precios, durante el mes de agosto el IPC varió 0,3 por ciento, superior a lo esperado por el mercado, llevando a una inflación acumulada anual de 3,1 por ciento y una inflación anual de 4,5 (véase gráfico 8). Si bien se mantiene una tasa de inflación más arriba del límite superior de la banda alrededor de la meta del Banco Central, y se espera que los efectos sean transitorios, existe una marcada alza del IPC SAE y el IPCX1, dado por un crecimiento de 4,4 y 4,3 por ciento, respectivamente, (véase gráfico 9), siendo estas las mayores variaciones anuales de estos dos índices a lo largo del 2014. Con todo, el IPC se desacelera levemente después del *peak* de mayo, de la mano del IPC transable, en un contexto de mayor desaceleración de la actividad y de ampliación de brechas de capacidad.

En cuanto a las expectativas de inflación por parte del mercado, éstas se ubican en torno a 3,8

por ciento para 2014, pero permanecen en 3 por ciento en el horizonte de política. Sin embargo, en el último IPoM, el Banco Central estima una inflación a diciembre de 4,1 por ciento, superior a la proyección del IPoM de junio. En todo caso, mantenemos el diagnóstico según el cual el aumento de la inflación en estos meses se debe a efectos transitorios de la depreciación del peso, donde las perspectivas de aumentos en la tasa de desempleo y ampliación de brechas de capacidad refuerzan la percepción de que la inflación anual debiera comenzar a descender hacia la meta del Banco Central a lo largo del 2015.

Así, en un contexto macroeconómico interno menos auspicioso del que se tenía en julio, el Banco Central (BC) ha reducido desde entonces la TPM en 75 puntos base. Con estas nuevas bajas, el BC ha bajado la TPM en 175 puntos bases desde octubre pasado, cuando inició este ciclo de bajas de tasas. Estas acciones del BC son consistentes con las perspectivas de que las brechas de capacidad se seguirán ampliando y que, en consecuencia, la inflación comenzará a ceder.

En cuanto a las proyecciones, por el lado de la demanda interna la inversión se mantendrá floja (por incertidumbre y menores perspectivas de crecimiento) y el crecimiento del consumo privado debiera seguir reduciéndose (por expectativas, depreciación real, mercado laboral, crédito).

Mientras, los sectores exportables y los que compiten con importaciones se beneficiarán de la depreciación real, y las exportaciones, además, por el mayor crecimiento mundial. Por el lado de la oferta, el producto destinado al mercado interno seguirá flojo, mientras que el producto minero se continuará beneficiando de la maduración de los proyectos que se efectuaron en los últimos años.

En el escenario considerado como más probable, el BC seguirá con las bajas de tasas. Dicho proceso está internalizado por parte del mercado,

tanto en las expectativas como en las tasas *swaps*. Este ciclo de baja de tasas podría alcanzar unos 50 puntos bases adicionales.

La semana pasada se hizo público un nuevo IPoM. En éste el Banco Central varió en el margen el escenario externo, ajustando a la baja el crecimiento mundial. Sin embargo, el mayor ajuste se dio en el mercado local, a través de la baja del rango de crecimiento, el alza de la inflación anual en el margen y el menor déficit en cuenta corriente. El Banco Central mostró su preocupación por la mayor desaceleración y su persistencia en la actividad, frente a lo estimado meses atrás. Su Consejo atribuye esto a términos de intercambio menos favorables y a una mayor incertidumbre interna. En cuanto a las proyecciones de inflación, éstas se ajustaron sólo marginalmente. En cuanto al crecimiento potencial, una variable importante a la hora de medir brechas de capacidad, el Banco Central lo redujo del 5 por ciento anterior a uno en el rango 4 a 4,5 por ciento. Este rango incluye la estimación que acaba de entregar para el año 2015 el Comité de Expertos convocado por el Ministerio de Hacienda a objeto de preparar el presupuesto del año 2015.

En cuanto a proyecciones, mi escenario central para el 2014 es de un crecimiento en torno al 2 por ciento y una inflación en el rango del 4 al 4,5 por ciento (con los efectos de la reforma tributaria incluidos). Los riesgos de estas proyecciones están balanceados tanto para el crecimiento como para la inflación.

En la tabla 2 se presentan proyecciones de las principales variables macroeconómicas para 2014 y 2015, de varias fuentes. Estas proyecciones reflejan la percepción que tenía el mercado en agosto y septiembre, junto con las proyecciones del BC de comienzos de este mes. Para el crecimiento, el mercado tenía un rango por encima de la proyección del Banco Central, pero no hay grandes diferencias

Tabla 2
Proyecciones macroeconómicas de Chile
(Variación % anual)

	2010	2011	2012	2013	2014				2015			
					BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	5.8	5.8	5.4	4.1	1.75 - 2.25	2.3 (1.8; 3.0)	2.8	2.0 (1.8; 2.2)	3.0 - 4.0	3.5 (2.8; 4.2)	3.8	3.3 (2.7; 3.6)
Demanda Interna	13.6	9.3	6.9	3.4	0.1	-	-	-	3.4	-	-	-
Con. privado	10.8	8.9	6.0	5.6	2.6*	2.7	2.5	-	3.6*	3.2	3.4	-
Inversión total	12.2	14.4	12.2	0.4	-4.1	-2.9	-1.2	-	1.8	3.3	3.2	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-0.6	-	-1.8	-1.4	-	-	-1.6	-1.0	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	478.6	523.8	-	588**	573.4	598*** (556; 620)	-	593.6**	590.3	591*** (546; 623)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.5	3.0	4.1	3.8 (3.5; 4.2)	4.0	3.8 (3.5; 4.1)	2.8	2.7 (2.0; 3.3)	3.0	3.0 (2.5; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	8.3	7.2	6.5	6.0	-	-	6.5	-	-	-	6.4	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.7	1.2	-3.4	-3.4	-1.8	-2.1	-2.7	-	-2.2	-2.2	-3.0	-

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

Fuentes: BC: IPoM, Banco Central de Chile (septiembre, 2014); LACF: Latin American Consensus Forecasts (agosto, 2014) rango en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (agosto, 2014); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (septiembre, 2014), deciles 1 y 9 en paréntesis.

en las proyecciones de inflación diciembre a diciembre, las que también están en torno al 4 por ciento. Para el 2015, las estimaciones de crecimiento se ubican en torno al 3,5 por ciento y una inflación en torno a la meta del Banco Central. No obstante, el crecimiento esperado para el próximo año será resultado del peso relativo de los factores expansivos y contractivos. Entre los factores expansivos se

cuentan: una política monetaria expansiva, el efecto de la depreciación real en las exportaciones netas, el mayor crecimiento mundial y el progreso que se logre en la agenda energética y de infraestructura. Entre los factores contractivos destacan: condiciones financieras internacionales menos favorables, la aún elevada incertidumbre y un ambiente menos favorable para los negocios. **PdeR**