

## El momento económico internacional y nacional

### Noviembre 2014

VITTORIO CORBO

- Los principales desarrollos de la economía internacional durante los últimos dos meses se centran en la pérdida de dinamismo de la actividad en la Zona Euro, Japón y los países emergentes. En contraste, la actividad en Estados Unidos y el Reino Unido mantiene su ciclo expansivo.
- En el mercado de bonos y acciones se presenta una mayor volatilidad asociado a primas de riesgo bajas, lento crecimiento de la actividad real y problemas geopolíticos. En este escenario y a cinco años del inicio de la crisis, las brechas de capacidad son todavía muy amplias y las trayectorias del producto potencial en los países desarrollados se han ajustado a la baja.
- En EE.UU., las mejores condiciones del mercado laboral, expectativas positivas y condiciones financieras más auspiciosas han impulsado la actividad, mientras la FED finaliza su QE3. En contraste, la Zona Euro se encuentra prácticamente estancada y al borde de la deflación, por falta de reformas estructurales en sus principales economías y las dificultades para introducir estímulos de demanda. Japón, por su parte, aun no se recupera del alza de impuestos.
- En China, las medidas tomadas por las autoridades para controlar el crecimiento del crédito, el endeudamiento de los gobiernos locales y la banca en las sombras, han reducido la vulnerabilidad de su economía, pero ha tenido como consecuencia una moderación de su crecimiento. Esta desaceleración ha tenido efectos en el crecimiento mundial y en los precios de *commodities*.
- En el resto de países emergentes, India presenta buenas perspectivas, debido a las medidas tomadas por el nuevo gobierno. En América Latina, México y Perú se beneficiarían de la implementación de reformas económicas, mientras Brasil deberá hacer frente a los problemas estructurales que frenan su crecimiento. En todo caso los países emergentes deberán enfrentarse a la caída de precios de *commodities*, a ajustes internos, a limitaciones de oferta y a los efectos de la caída del precio del petróleo.
- En cuanto a las proyecciones de crecimiento mundial, se espera para este año un crecimiento en torno al 3,3%, mientras que para 2015 se estima un crecimiento en torno al 3,5%.
- En Chile, la desaceleración de la economía se ha profundizado debido a la caída de la inversión y al menor dinamismo del consumo, especialmente el consumo de bienes durables.
- El ajuste de la actividad ha tenido impacto en la recaudación tributaria y en el menor dinamismo del mercado laboral, lo cual se refleja en la recomposición del empleo. En este escenario, los salarios reales crecen a menores tasas, las condiciones del mercado de crédito son más restrictivas y las expectativas por parte de los consumidores y empresarios se mantienen en terreno pesimista. Por sectores, se destaca el mayor dinamismo de los sectores manufacturero y electricidad, gas y agua, los cuales compensan la caída registrada en el sector minero.
- En cuanto a la inflación, esta sorprendió al mercado en octubre, ubicándose muy sobre el límite del rango de tolerancia del Banco Central, el cual ha reducido la tasa de política monetaria (TPM) hasta un 3%, tasa que se espera se mantenga un tiempo dado el carácter transitorio del alza de precios, el crecimiento por debajo del potencial y las expectativas de inflación en torno a la meta en el horizonte de política.
- Mi escenario central para el 2014 es de un crecimiento del PIB entre el 1,5% al 2% y una inflación anual entre 4,5% y 5%.

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

## 1. Introducción

Desde nuestra última reunión en el CEP, en septiembre de este año, la actividad mundial ha seguido perdiendo dinamismo, mientras la volatilidad en los mercados financieros ha aumentado.

El aumento en la volatilidad en los mercados de bonos y acciones puede estar relacionado con una serie de factores. Entre estos se incluyen: primas de riesgos que estaban en niveles anormalmente bajos, problemas geopolíticos, y la renovada debilidad de la Zona Euro, de Japón y de los países emergentes.

Dentro de los países desarrollados, la Zona Euro y Japón se muestran muy débiles, lo que se compensa, en parte, con el mayor dinamismo de Estados Unidos y el Reino Unido. En paralelo, las economías emergentes crecen a menores tasas, de la mano de la desaceleración de China.

China mantiene el ajuste de su economía, con el fin de reducir vulnerabilidades en el mercado interno, afectando el crecimiento global y el precio de los *commodities*. En los países emergentes destaca el mayor dinamismo de la economía India, asociado a las medidas impulsadas por el nuevo gobierno. En América Latina, México se encuentra impulsando reformas y medidas para aumentar tanto la inversión como el producto potencial, mientras Brasil enfrenta la necesidad fortalecer las finanzas públicas, reducir distorsiones micro, y mejorar la infraestructura y el ambiente de negocios.

Frente a estas perspectivas, las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para este año han continuado corrigiéndose a la baja, donde el principal ajuste se ha centrado en la Zona Euro y en los países emergentes, mientras que Japón sigue mostrando un crecimiento lento.

La economía local se enfrenta a una mayor desaceleración de la actividad respecto a lo esperado

meses atrás. El consumo se sigue ajustando a la baja, con una caída significativa del consumo de bienes durables, mientras la inversión sigue cayendo. El mercado laboral presenta un menor dinamismo en la generación de empleo, y la composición de éste cambia en favor de los trabajos por cuenta propia en desmedro del empleo asalariado. Por otra parte, la inflación supera con holgura el límite superior del rango de tolerancia de la meta del Banco Central.

En cuanto a las expectativas, éstas se mantienen en terreno pesimista, tanto para los consumidores como para los empresarios.

En cuanto a proyecciones, el crecimiento de este año se estima en el rango del 1,5% al 2% y la inflación en el rango del 4,5% al 5,0%. Los riesgos de estas proyecciones están balanceados tanto para el crecimiento y como para la inflación. Para el próximo año se estima un crecimiento en la parte baja del rango del 2,5% al 3,5% y una inflación anual en torno al 3%.

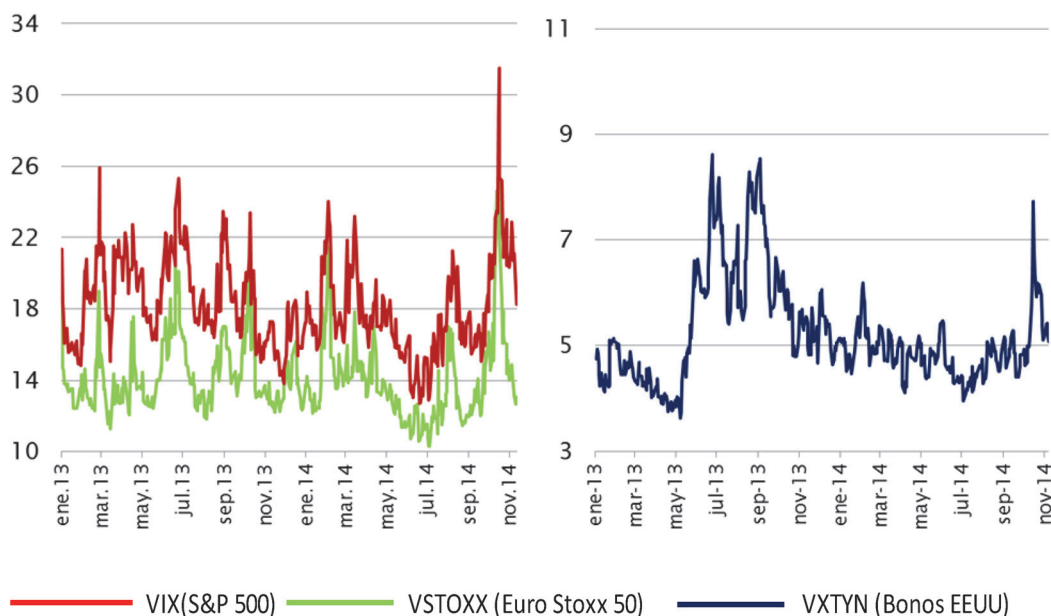
En la siguiente sección se expone el estado de la economía mundial y sus perspectivas. Para finalizar, se presenta el análisis de la economía chilena.

## 2. La economía mundial

Después de un largo período de calma, en el último mes ha regresado la volatilidad de los precios de activos financieros en los mercados financieros internacionales (véase gráfico 1). Varios factores pueden explicar esta situación. En primer lugar, primas de riesgo que estaban en niveles extremadamente bajos, alimentadas por la búsqueda de retornos dada la baja tasa de interés de los bonos soberanos de alta calidad, algo que nos recordó con mucha fuerza el último *Global Financial Stability Report* (GFSR) del FMI. En segundo lugar, la pérdida de dinamismo y la incertidumbre sobre las perspectivas de la Zona Euro y China y las continuas revisiones a la baja del

Gráfico 1

## Volatilidad de precios de acciones y tasa de bonos del tesoro



Fuente: CBOE - Bloomberg.

crecimiento de los países emergentes. Finalmente, los problemas geopolíticos en Ucrania, el Medio Oriente y ahora en Hong Kong.

En cuanto a la actividad económica mundial, la Zona Euro se encuentra cerca de la deflación y prácticamente estancada, mientras que Japón, China y los países emergentes muestran una renovada debilidad. De hecho, en su reciente World Economic Outlook (WEO), el FMI estimó que la probabilidad de una recesión en la Zona Euro en los próximos cuatro trimestres alcanza al 40%, en tanto que la probabilidad de una deflación la estima en 30%. Entre los países G7, sólo Estados Unidos y el Reino Unido se encuentran en un ciclo expansivo, pero su crecimiento se ve amenazado por la debilidad del resto del mundo y por la apreciación de sus monedas.

Pasados cinco años desde el inicio de la crisis, las brechas de capacidad son todavía muy amplias. Las dificultades para reactivar las economías de los

países avanzados, a pesar de las bajas significativas en las tasas de interés, han llevado a algunos a hablar de un estancamiento secular y a otros, como el FMI y el *Financial Times*, de la “nueva mediocridad”. Se entiende por estancamiento secular la dificultad de poder equilibrar la demanda de inversión y la oferta de ahorro en una situación de pleno empleo, con una tasa de interés real que difícilmente puede bajar de cero. Esto en un contexto en que la demanda por inversión se ha reducido por el menor crecimiento de la población, las mejoras tecnológicas y la caída en los precios de los bienes de capital intensivos en tecnología. En paralelo, la oferta de ahorro ha aumentado por los esfuerzos del sector privado por reducir su endeudamiento neto y mejorar su situación patrimonial, y por el cambio en la distribución del ingreso hacia grupos que tienen una mayor propensión a ahorrar. Es muy prematuro para abrazar esta hipótesis, pero no se puede descartar.

Por otra parte, en años recientes se ha revisado también a la baja la trayectoria proyectada del PIB potencial, tanto en Estados Unidos como en Europa, como resultado de las secuelas que ha dejado la crisis reciente. Esta histéresis sería el resultado de la caída en la tasa de inversión, el deterioro del capital humano (por la persistencia del alto desempleo), y la menor inversión en investigación y desarrollo (I+D) en estos años de crisis.

La desaceleración de China ha estado asociada a sus políticas de ajuste para reducir vulnerabilidades (e.g. alto aumento de la relación de crédito a PIB, potencial burbuja en el sector inmobiliario, aumento en la deuda de los gobiernos locales), y a los avances que ha logrado en su convergencia hacia los ingresos medios de países avanzados. Dado su peso en la economía mundial (15,8%), y su relevancia en la demanda de *commodities*, la desaceleración de China ha tenido efectos en el crecimiento mundial y en los precios de *commodities*. El resto de los países emergentes sufren las consecuencias de la desaceleración de China por sus efectos en precios de productos primarios, la pronunciada desaceleración del crecimiento del comercio mundial —que ha superado con creces a la desaceleración del crecimiento del producto mundial—, la caída en la inversión extranjera directa como proporción del PIB que se ha observado en el mundo en los últimos cinco años y, por último, limitaciones de oferta y deterioro de políticas internas. La desaceleración de los países emergentes se ha dado a pesar de que las condiciones financieras se mantuvieron muy favorables (e.g. precios de bonos, entradas de capitales), aunque han dejado de mejorar.

Pero no todas son malas noticias en los países emergentes. En India, la nueva administración de Narendra Modi trabaja en reducir el déficit fiscal, mejorar el ambiente de negocios, liberalizar la inversión extranjera y su mercado laboral, y aumentar la

competencia, lo que, unido a un banco central que avanza en la implementación de un esquema de metas de inflación con creciente credibilidad e independencia, debiera ayudar a mejorar las perspectivas de crecimiento tanto efectivo como potencial. India se beneficiará también de la caída pronunciada en el precio del petróleo. En la misma dirección, México ha introducido una serie de reformas estructurales que, se estima, incrementarán su crecimiento potencial en torno a 2 puntos porcentuales, llevándolo a un valor en torno al 4,5% anual.

Una mención aparte merece la pronunciada caída que ha experimentado en los últimos 90 días el precio del petróleo. Esta caída se atribuye principalmente a factores de oferta ligados a aumentos de la producción más allá de lo proyectado en Libia e Iraq en momentos en que se reduce el crecimiento de la demanda por la desaceleración de los países emergentes, y el débil crecimiento de los países avanzados. Esta caída en el precio del petróleo es una buena noticia para los importadores netos de este producto y una mala noticia para los exportadores netos, en particular para los que han engendrado importantes desequilibrios macroeconómicos.

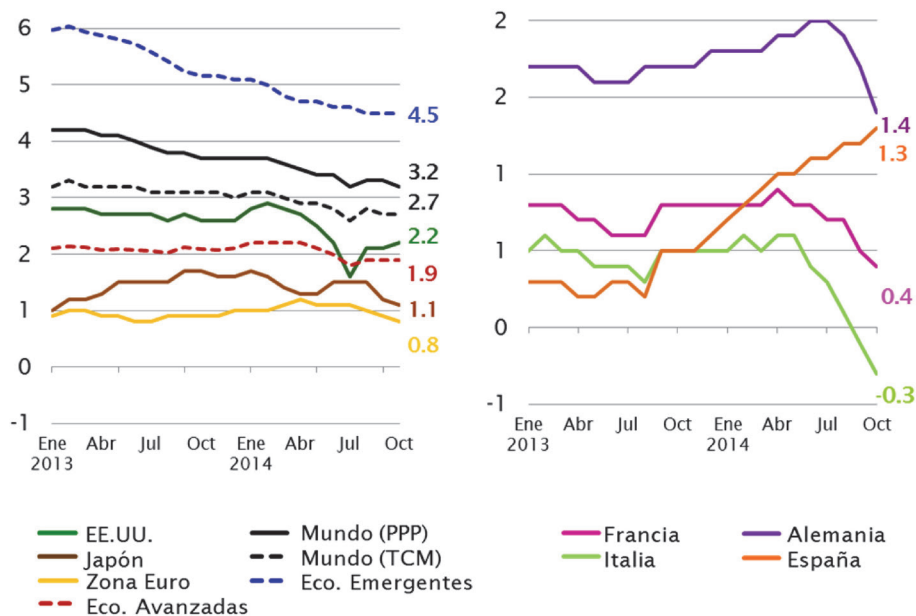
Con este cuadro, no es sorprendente que las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para este año se hayan seguido corrigiendo a la baja, y que una parte importante del ajuste se ha centrado en los países emergentes. Destacan las revisiones a la baja y el magro crecimiento proyectado para América Latina (ahora se proyecta un crecimiento del 1,1% en el Consensus Forecast de Octubre y un 1,3% en el último WEO del FMI). Sin considerar la crisis financiera de 2009, este crecimiento sería el segundo más bajo en 12 años (véase gráficos 2 y 3).

En cuanto a perspectivas para el año 2015, el crecimiento mundial tomaría más dinamismo, impulsado principalmente por Estados Unidos y el Reino Unido, y por la importante baja que ha tenido el precio

Gráfico 2

Perspectivas de crecimiento económico para 2014

(Variación % del PIB Real)

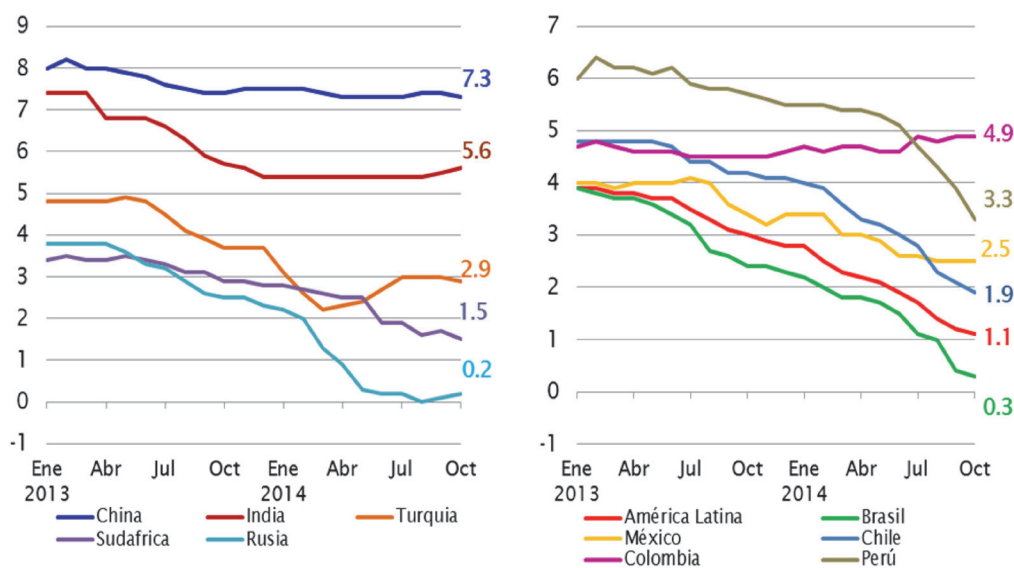


Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 3

Perspectivas de crecimiento económico para 2014

(Variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

del petróleo. En particular, destaca la proyección de crecimiento de Estados Unidos, que superaría su tasa de crecimiento potencial. Este país tiene una serie de factores favorables para su recuperación (e.g. mejores condiciones financieras, un mejor mercado laboral, un menor drenaje fiscal, una baja en el endeudamiento relativo de las familias y empresas, un aumento en la riqueza, mejores expectativas de personas y empresas, un mercado de viviendas que deja atrás los años de crisis, y un menor precio del petróleo). Consistente con estas mejores perspectivas, la FED finalizó su programa QE3 y ahora comienza a analizar el momento apropiado para comenzar a subir su tasa de política. Las perspectivas del Reino Unido también son favorables, aunque siguen las preocupaciones por el desarrollo de una eventual burbuja en su mercado inmobiliario. En contraste, las perspectivas de la Zona Euro son menos auspiciosas por las dificultades para introducir estímulos de demanda en la Zona como un todo, y la incapacidad de Francia e Italia de poder avanzar en reformas estructurales para facilitar su reestructuración e impulsar un mayor crecimiento potencial.

A Japón le ha costado recuperarse del efecto del alza de impuestos introducida el 1 de abril de este año, al mismo tiempo que a su Banco Central le ha resultado difícil llevar la inflación proyectada hacia su meta del 2% anual. Frente a esta realidad, el Banco Central de Japón sorprendió recientemente al mercado aumentando su programa QE, pero en paralelo la administración de Shinzo Abe deberá acelerar sus reformas pro-crecimiento (la tercera flecha del programa económico), para poder impulsar un mayor crecimiento potencial que le ayude a estimular la demanda agregada y, también, a fortalecer su muy débil solvencia fiscal. Con todo, se proyecta que en los próximos años el crecimiento de la Zona Euro y de Japón seguirá siendo bajo.

Dada la pronunciada diferencia en el dinamismo de Estados Unidos y el Reino Unido, por un lado, y

la Zona Euro y Japón, por el otro, el dólar y la libra esterlina se han apreciado. Estas apreciaciones ayudarán a la recuperación de la Zona Euro y Japón, pero son un riesgo a la recuperación de Estados Unidos y el Reino Unido.

En los países emergentes, China continuaría desacelerándose hacia niveles en torno al 7% anual el próximo año y cercanos al 6% o menos hacia finales de esta década. El resto de los emergentes enfrentarían en 2015 una economía global algo más favorable en cuanto a crecimiento, pero menos favorable en cuanto a condiciones financieras internacionales. Los exportadores de *commodities* enfrentarán también precios más débiles. Entre estos últimos, los más afectados serán los exportadores de petróleo, especialmente Rusia e Indonesia.

En América Latina, México y Perú repuntarían impulsados por reformas y estímulos. En Brasil, el reelecto gobierno de Dilma Rousseff va a tener que fortalecer las finanzas públicas, reducir distorsiones microeconómicas, y mejorar la infraestructura y el ambiente de negocios. En paralelo, su banco central deberá invertir en recuperar su credibilidad.

Las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para 2015 también se han estado revisando a la baja (véase gráficos 4 y 5, y tabla 1).

Este escenario central enfrenta una serie de riesgos, los que han aumentado en los últimos meses:

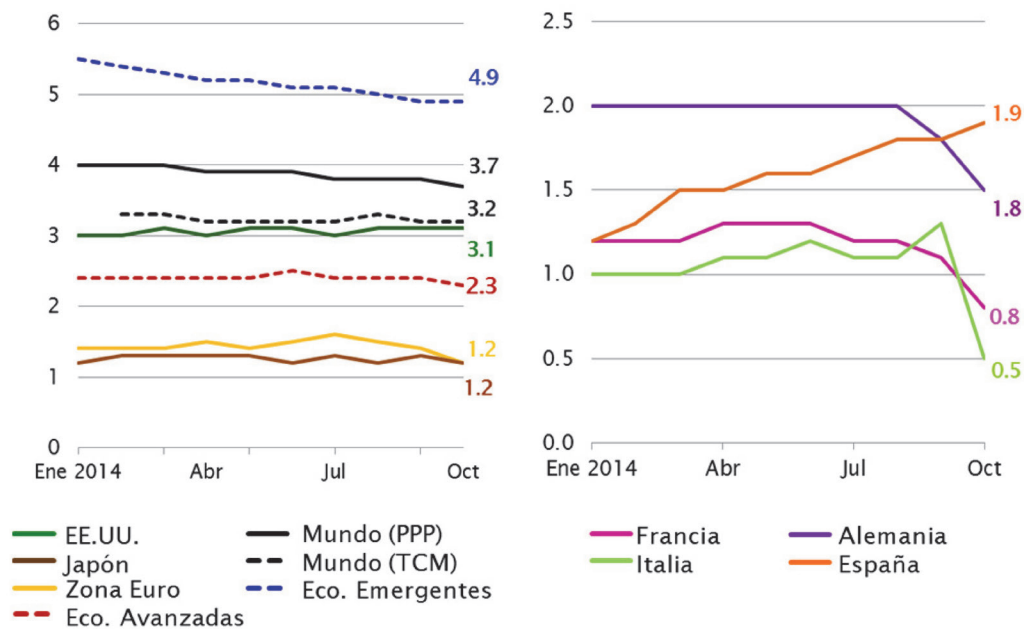
- (1) Un período pronunciado de bajo crecimiento, inflaciones bajas o deflación en los países de la Zona Euro con efectos negativos en su estabilidad económica, política y social;
- (2) En circunstancias en que las bajísimas tasas de interés en los países avanzados han llevado a una búsqueda agresiva de retornos y a una subestimación de los riesgos, los mercados financieros están expuestos a un aumento pronunciado en la volatilidad frente a shocks inesperados, o bien, cuando se acerque el mo-



Gráfico 4

Perspectivas de crecimiento económico para 2015

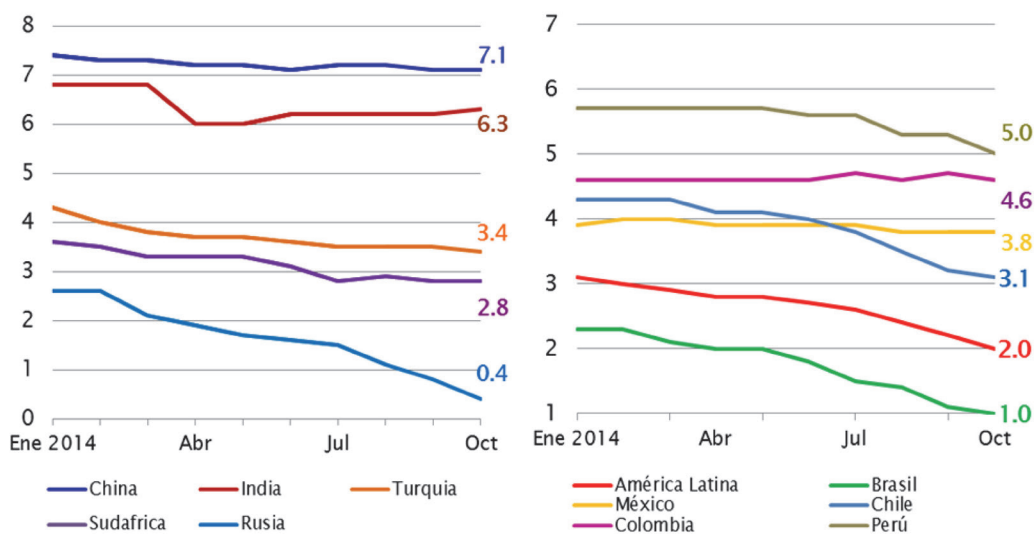
(Variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 5

Perspectivas de crecimiento económico para 2015



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  | 1.6  | 2.3  | 2.2  | 2.2 (1.7) | 2.2 | 3.1 (3.0) | 3.1 |
| Zona Euro            | -4.5  | 2.0  | 1.6  | -0.7 | -0.4 | 0.8 (1.1) | 0.8 | 1.3 (1.5) | 1.2 |
| Japón                | -5.5  | 4.7  | -0.5 | 1.5  | 1.5  | 0.9 (1.6) | 1.1 | 0.8 (1.1) | 1.2 |
| Asia (ex-Japón)      | 6.8   | 9.7  | 7.5  | 6.1  | 6.0  | 6.2 (6.2) | 6.1 | 6.4 (6.4) | 6.3 |
| China                | 9.2   | 10.4 | 9.3  | 7.7  | 7.7  | 7.4 (7.4) | 7.3 | 7.1 (7.1) | 7.1 |
| India                | 8.5   | 10.3 | 6.6  | 4.7  | 5.0  | 5.6 (5.4) | 5.6 | 6.4 (6.4) | 6.3 |
| América Latina       | -1.3  | 6.0  | 4.5  | 2.9  | 2.7  | 1.3 (2.0) | 1.1 | 2.2 (2.6) | 2.0 |
| Brasil               | -0.3  | 7.5  | 2.7  | 1.0  | 2.5  | 0.3 (1.3) | 0.3 | 1.4 (2.0) | 1.0 |
| México               | -4.7  | 5.1  | 4.0  | 4.0  | 1.1  | 2.4 (2.4) | 2.5 | 3.5 (3.5) | 3.8 |
| África Subsahariana  | 4.1   | 6.9  | 5.1  | 4.4  | 5.1  | 5.1 (5.4) | nd  | 5.8 (5.8) | nd  |
| Sudáfrica            | -1.5  | 3.1  | 3.6  | 2.5  | 1.9  | 1.4 (1.7) | 1.5 | 2.3 (2.7) | 2.8 |
| Economías Avanzadas  | -3.4  | 3.1  | 1.7  | 1.2  | 1.4  | 1.8 (1.8) | 1.9 | 2.3 (2.4) | 2.3 |
| Economías Emergentes | 3.1   | 7.5  | 6.2  | 5.1  | 4.7  | 4.4 (4.9) | 4.5 | 5.0 (5.2) | 4.9 |
| Mundo (PPP)          | 0.0   | 5.4  | 4.1  | 3.4  | 3.3  | 3.3 (3.4) | 3.2 | 3.8 (4.0) | 3.6 |
| Mundo (TCM)          | -2.0  | 4.1  | 2.9  | 2.4  | 2.5  | 2.6 (2.7) | 2.7 | 3.2 (3.3) | 3.2 |
| Comercio Mundial     | -10.6 | 12.6 | 6.7  | 2.9  | 3.0  | 3.8 (4.0) | nd  | 5.0 (5.3) | nd  |

Fuente: Consensus Forecast y WEO, IMF. Actualizado a octubre del 2014, y entre paréntesis proyecciones del WEO de julio del 2014.

mento en que la FED comience a aumentar su tasa de política, efecto que se vería exacerbado si la normalización de la FED se inicia antes de lo anticipado, y con alzas de tasas mayores a las que espera el mercado;

- (3) Una mayor persistencia y una profundización de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, Ucrania o Hong Kong;
- (4) Una desaceleración más pronunciada de China.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

La economía chilena ha continuado con su pronunciada desaceleración. Los indicadores de actividad de los últimos meses muestran una mayor desaceleración de la actividad respecto a lo

estimado meses atrás. Así, condiciones externas menos favorables, una mayor incertidumbre local por el alcance de las reformas impulsadas por el ejecutivo, condiciones de crédito menos auspiciosas y un mercado laboral más estrecho, han afectado significativamente las expectativas de los agentes del mercado, lo cual se refleja en la caída de la inversión y en la dinámica decreciente en el consumo.

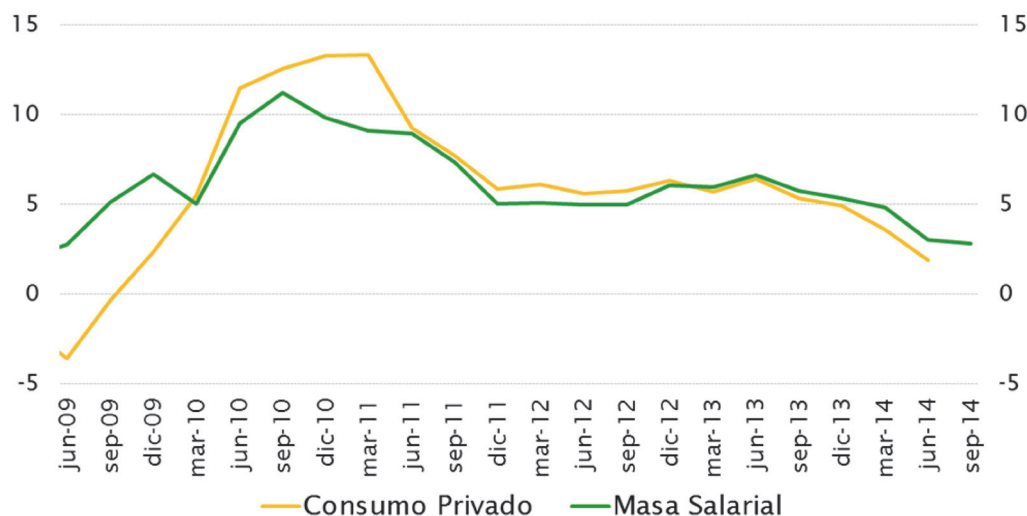
La inversión mantiene su descenso anual a lo largo de 2014, lo cual se refleja en una contracción de 24,1% anual de las importaciones de bienes de capital para el periodo enero-octubre. Mientras, el sector de la construcción profundiza su desaceleración, con una caída del IMACON en 2,1% anual en septiembre, al mismo tiempo que diversos indicadores de la construcción son consistentes con la desaceleración del sector.



Gráfico 6

## Consumo privado y masa salarial real

(Variación anual (izq.), porcentaje (der.))



Fuente: Banco Central de Chile-INE.

En el lado de la demanda, las ventas minoristas reales mantienen la tendencia a la baja con una caída de 0,9% anual en septiembre, una caída que no observábamos desde 2009. La venta de bienes durables se contrajo 5,4% anual, mientras las ventas de bienes no durables sólo aumentaron 1,2% anual. En tanto, las importaciones de bienes de consumo continúan mostrando una marcada desaceleración al contraerse un 6,6% anual para el periodo enero-octubre. El ajuste significativo del consumo se presenta en un escenario de reducción en el ritmo de expansión de la masa salarial real en 2014 (véase gráfico 6), de deterioro de las expectativas de los consumidores y de mayor inflación en el margen.

En cuanto a la actividad, el IMACEC de septiembre se expandió 1,4% anual, por debajo de lo esperado por el mercado, registrando una caída de 0,2% mensual en la serie ajustada por estacionalidad y días trabajados (véase gráfico 7). Con estos datos, el PIB del tercer trimestre del año habría crecido

cerca de un 0,9% anual y un 1,2% anualizado, lo cual confirmaría que el PIB terminará creciendo bajo el 2% este año.

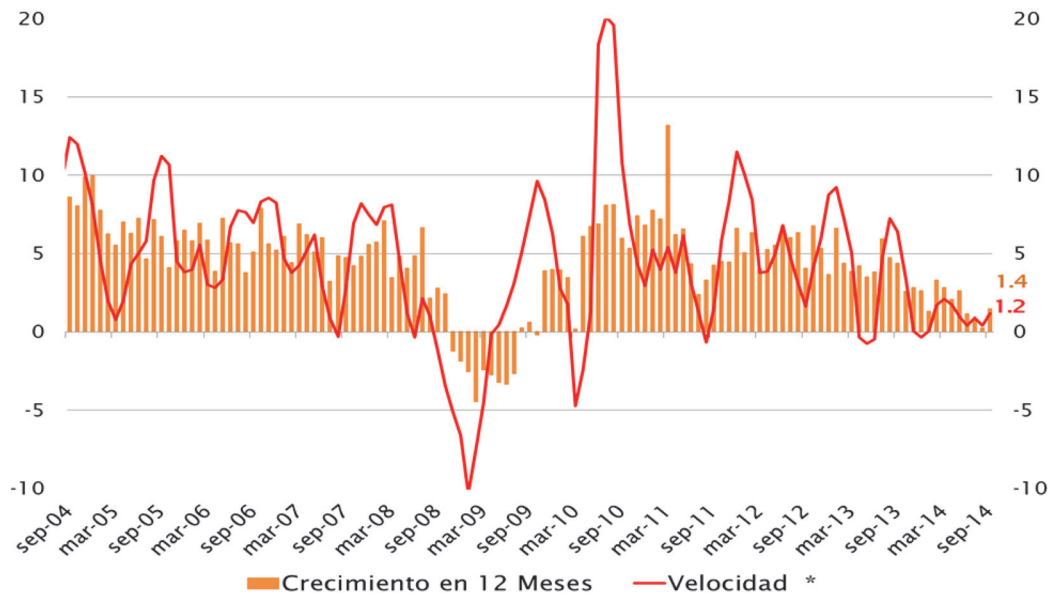
El índice de confianza empresarial total alcanzó en octubre un nivel no visto desde la crisis 2009, registrando una caída de 19,4% respecto al año anterior. A nivel sectorial, únicamente el sector minero permanece levemente en terreno optimista. En todo caso, se observa que la caída en la confianza empresarial ha reducido su ritmo en los últimos meses.

Por su parte, el índice de percepción económica del consumidor medido por la encuesta de empleo de la Universidad de Chile correspondiente al tercer trimestre, refleja una caída anual significativa, asociado a una percepción negativa de la situación actual del país y una peor percepción de la situación futura en el mediano plazo. Este resultado está en línea con el índice medido por la encuesta de Adimark en octubre, el cual se mantiene en terreno pesimista. Cabe destacar, además, un deterioro im-

Gráfico 7

## IMACEC

(%)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

portante en la percepción de los consumidores para adquirir bienes durables.

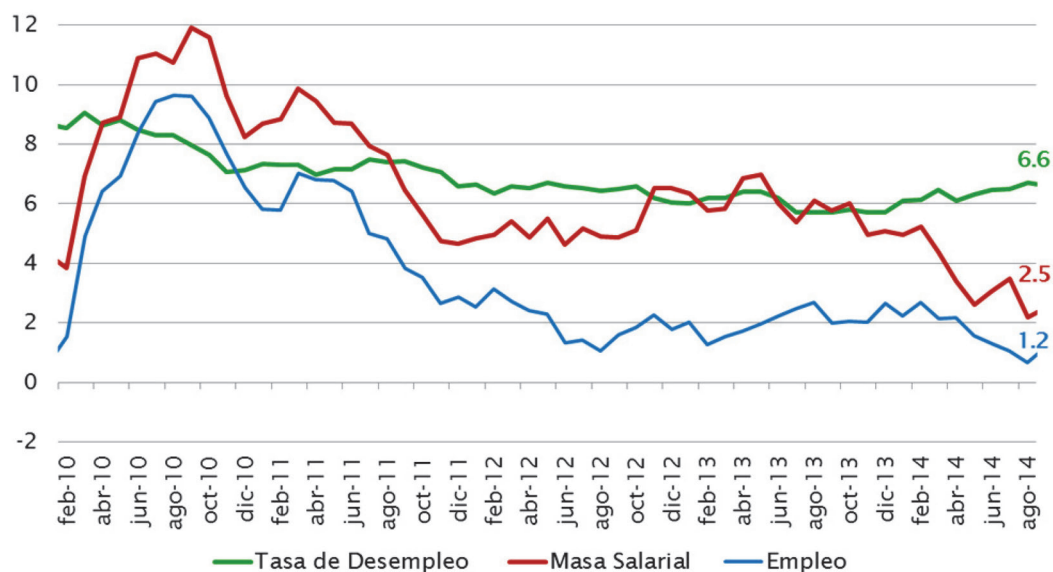
Por otro lado, si bien la tasa de desempleo el trimestre móvil julio-septiembre (6,6%) se redujo marginalmente respecto al trimestre anterior, el mercado laboral ha perdido dinamismo, con aumentos acotados tanto del empleo asalariado, como del empleo por cuenta propia. Por sector, se reduce el empleo principalmente en los sectores de la construcción, comercio y minería, mientras el empleo en la industria modera su crecimiento. Los salarios reales, por su parte, crecen a tasas más moderadas y las vacancias disminuyen (véase gráfico 8).

En cuanto a las condiciones crediticias, el crecimiento de las colocaciones nominales ha aumentado en el margen, aunque las colocaciones de consumo mantienen su desaceleración. Además, los resultados del tercer trimestre de la Encuesta de

Condiciones del Crédito Bancario del Banco Central de Chile refleja que las condiciones de oferta y demanda son aún más restrictivas, asociado a una mayor percepción de riesgo, y menores expectativas de crecimiento en el mediano plazo.

En el frente fiscal, la caída de la actividad económica repercute en menores ingresos tributarios, por lo que los ingresos acumulados del gobierno central al tercer trimestre cayeron 1% en términos reales, con una contracción del impuesto a la renta de 6,5% y un aumento de la recaudación por IVA de 3,4%. Los menores ingresos efectivos en 2014 llevarán a un déficit efectivo de 1,8% del PIB, según estimaciones del Ministerio de Hacienda. Por su parte, el presupuesto de 2015 considera un déficit cíclicamente ajustado de 1,1% del PIB, lo que, unido a los parámetros del Comité Consultivo del PIB Potencial (4,3%) y del Comité Consultivo del Precio de

**Gráfico 8**  
**Mercado laboral**  
(Variación % anual)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Referencia (3,07 USD/lb), llevará a un crecimiento proyectado del gasto del gobierno central de 9,9% real anual.

En tanto, el IPC de octubre aumentó sorpresivamente en 1% mensual, llevando la inflación anual a un 5,7%, un nivel bastante por encima del límite superior del rango de tolerancia del Banco Central. Con todo, el diagnóstico sobre el comportamiento de la inflación se mantiene, esto es, el aumento de la inflación obedece a efectos transitorios asociados a la depreciación del peso, el alza de impuestos específicos, aumentos puntuales en precios de alimentos perecibles, y los aún altos precios internos de los combustibles. Hacia adelante, la ampliación de brechas, la ausencia de nuevas olas de depreciación del peso y menores precios de los combustibles, debieran contribuir a que la inflación anual comience a disminuir para converger paulatinamente hacia la meta del Banco Central durante el año 2015.

En cuanto a la política monetaria, con las expectativas de inflación en torno a la meta en el horizonte de política y el crecimiento económico proyectado por debajo del potencial, el Banco Central de Chile ha decidido bajar hasta un 3% la tasa de política monetaria (TPM) en el mes de octubre, lo cual era esperado por parte del mercado. A su vez, en el comunicado de su última reunión de Política Monetaria, el Banco Central moderó el sesgo de la política monetaria a neutral. Dada la alta inflación anual y la pronunciada baja que ya han tenido las tasas de interés de mercado, el ciclo de baja de tasas tomaría una pausa por ahora.

En cuanto a perspectivas, la inversión privada se mantendría floja debido a la incertidumbre y al bajo crecimiento, mientras que el crecimiento del consumo privado debiera seguir débil por expectativas negativas, depreciación real, caída en el crecimiento de la masa salarial real, y por ajustes en los merca-

**Tabla 2**  
**Proyecciones macroeconómicas de Chile**  
*(Variación % anual)*

|  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014        |                   |       |                     |      | 2015      |                   |       |                     |      |
|--|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------------|-------|---------------------|------|-----------|-------------------|-------|---------------------|------|
|  |       |       |       |       | BC          | LACF              | EIU   | EEE                 | MH   | BC        | LACF              | EIU   | EEE                 | MH   |
| PIB                                      | 5.8   | 5.8   | 5.4   | 4.1   | 1.75 - 2.25 | 1.9<br>(1.7; 2.2) | 2.0   | 1.8<br>(1.7; 2.0)   | 2.1  | 3.0 - 4.0 | 3.2<br>(2.5; 4.2) | 3.3   | 3.0<br>(2.5; 3.3)   | 3.6  |
| Demanda Interna                          | 13.6  | 9.3   | 6.9   | 3.4   | 0.1         | -                 | -     | -                   | -0.1 | 3.4       | -                 | -     | -                   | 3.9  |
| Con. privado                             | 10.8  | 8.9   | 6.0   | 5.6   | 2.6*        | 2.1               | 1.6   | -                   | -    | 3.6*      | 3.2               | 2.2   | -                   | -    |
| Inversión total                          | 12.2  | 14.4  | 12.2  | 0.4   | -4.1        | -4.8              | -4.7  | -                   | -    | 1.8       | 3.1               | 2.0   | -                   | -    |
| Balance Fiscal<br>(% del PIB)            | -0.5  | 1.3   | 0.6   | -0.6  | -           | -1.9              | -2.2  | -                   | -1.8 | -         | -1.6              | -2.0  | -                   | -1.9 |
| Tipo Cambio<br>(fin período)             | 468.4 | 521.5 | 478.6 | 523.8 | -           | 592               | 600.6 | 600**<br>(561; 625) | -    | -         | 598.2             | 608.1 | 590**<br>(550; 630) | -    |
| Inflación (dic-dic)                      | 3.0   | 4.4   | 1.5   | 3.0   | 4.1         | 4.5<br>(4.0; 4.8) | 4.7   | 4.6<br>(4.3; 4.8)   | 4.4  | 2.8       | 2.9<br>(2.0; 3.5) | 3.4   | 3.0<br>(2.3; 3.6)   | 2.8  |
| Tasa de Desempleo (%)                    | 8.3   | 7.2   | 6.5   | 6.0   | -           | -                 | 6.5   | -                   | -    | -         | -                 | 6.5   | -                   | -    |
| Saldo en Cuenta<br>Corriente (% del PIB) | 1.7   | 1.2   | -3.4  | -3.4  | -1.8        | -1.6              | -2.0  | -                   | -    | -2.2      | -1.8              | -2.1  | -                   | -    |

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

*Fuentes:* BC: IPOM, Banco Central de Chile (Septiembre, 2014); LACF: Latin American Consensus Forecasts (Octubre, 2014) rango en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Octubre, 2014); EEE: Encuesta Expectativas Económicas, Banco Central de Chile (Noviembre, 2014), deciles 1 y 9 en paréntesis; MH: Ministerio de Hacienda, Informe de Finanzas Públicas (Octubre 2014).

dos laboral y crediticio. En contraste, los sectores exportables y los que compiten con importaciones se beneficiarán de la depreciación real, y las exportaciones tendrán un beneficio extra debido a un mayor crecimiento mundial.

Mi escenario central para el año 2014 es de un crecimiento del PIB entre el 1,5% y el 2%, y una inflación en el rango del 4,5% al 5%.

El próximo año, el crecimiento resultará de los efectos contrapuestos de factores expansivos y contractivos. Los factores expansivos serían la política monetaria, la depreciación real, un mayor impulso fiscal, el crecimiento mundial, un menor precio del petróleo, y el progreso que se logre en la agenda energética y de infraestructura. Por su parte, los

factores contractivos están asociados a condiciones financieras internacionales, la desaceleración de China, la incertidumbre interna, y malas expectativas de empresarios y consumidores.

Para el año 2015, el crecimiento se ubicaría en la parte baja del rango del 2,5% al 3,5%, y la inflación en torno al 3%. En la tabla 2 se presentan las distintas proyecciones de las principales variables económicas para los años 2014 y 2015. Además de los riesgos globales, el principal riesgo para el crecimiento en el año 2015 es una posible lentitud en revertir las malas expectativas de empresarios y consumidores, condición necesaria para mejorar el entorno de negocios, y facilitar el emprendimiento, el crecimiento y el empleo. **PdeR**