

# Puntos de Referencia

Edición online  
N° 392, enero 2015

## El momento económico internacional y nacional Enero 2015

**Vittorio Corbo**

### Resumen

**E**n los últimos meses ha persistido un crecimiento mundial moderado y heterogéneo. En los países avanzados se destaca la expansión del producto en EE.UU. y Reino Unido, debido a las mejores expectativas, aumentos de riqueza y mejor entorno laboral.

En contraste, la actividad en la Zona Euro no repunta, producto del mal desempeño de Francia e Italia, enfrentando riesgos de deflación y un escenario político complejo.

Asimismo, la actividad en Japón se recupera levemente en un ambiente de baja inflación.

Los países emergentes enfrentan un escenario de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, con reversión de flujos de capitales, menores términos de intercambio y mayor dinamismo de EE.UU.

Los mercados financieros internacionales presentan ajustes en precios de activos y mayor volatilidad debido a la incertidumbre por las elecciones anticipadas en Grecia, la crisis en Rusia y la mayor desaceleración de China, causada por los ajustes realizados para reducir desequilibrios en diversos mercados.

La pronunciada caída del precio del petróleo tendrá un efecto neto positivo sobre la economía mundial en cuanto a ingreso disponible, costos de producción e inflación, con impactos diferenciados entre exportadores e importadores netos del crudo.

Para 2015 se proyecta un crecimiento mundial en torno a 3,5 por ciento, superior, en el margen, a lo estimado para 2014.

La economía chilena se desaceleró durante 2014, con un crecimiento muy por debajo de su potencial y una inflación superior a la meta del Banco Central (BC). La menor actividad obedece a menores términos de intercambio, fin de la reconstrucción, maduración del ciclo de inversión minera y la incertidumbre generada por las reformas impulsadas por el ejecutivo, las cuales han repercutido en las expectativas de los agentes respecto a decisiones de consumo e inversión.

Chile sigue mostrando una desaceleración en su demanda interna, producto de un menor consumo de bienes durables, a pesar de la reducción en la caída de la inversión.

Los sectores exportadores aceleran su crecimiento, mientras las expectativas de empresarios y consumidores se mantienen pesimistas.

El BC ha decidido mantener la TPM, con la inflación cediendo paulatinamente, expectativas de inflación ancladas en el mediano plazo, ampliación de las brechas de capacidad y reducción del precio del petróleo. Estos factores aumentan la probabilidad de bajas adicionales a la TPM durante el primer semestre.

Para 2015 se proyecta un crecimiento de Chile entre 2,5 y 3,5 por ciento y una inflación entre 2,2 y 2,7 por ciento.

---

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

## 1. Introducción

Los principales desarrollos de la economía internacional durante los últimos dos meses han estado centrados en la consolidación del crecimiento de EE.UU., los débiles datos de la Zona Euro y Japón, y cifras de actividad algo más bajas que las proyectadas en China. En cuanto a los mercados financieros internacionales, estos se han visto afectados por una mayor volatilidad y correcciones en precios de los activos, producto de la incertidumbre en la Zona Euro por las elecciones anticipadas en Grecia, las repercusiones de la abrupta caída del precio del petróleo en los países exportadores netos de petróleo, especialmente Rusia, y cifras algo más débiles en China.

En cuanto al crecimiento mundial, se destaca la sostenida recuperación de EE.UU. y Reino Unido. En EE.UU., el crecimiento se fortalece de la mano de un mercado laboral más dinámico y de mejores expectativas, efectos que se potencian por la baja en el precio del crudo. Por su parte, la Zona Euro enfrenta riesgos de deflación, con baja actividad y ausencia de reformas estructurales en Francia e Italia. En cuanto a Japón, la expansión monetaria y fiscal le comienza a dar otro respiro, pero no bastan para alcanzar un crecimiento sostenido.

En tanto, dentro de las economías emergentes, el crecimiento de China ha perdido fuerza debido a los ajustes realizados por sus autoridades, encaminados a reducir los desequilibrios en los mercados de vivienda y crédito, y en las finanzas públicas territoriales.

El resto de los países emergentes enfrentan una mayor volatilidad en los mercados financieros, caídas en precios de los *commodities* y la depreciación de sus monedas, lo cual se ha reflejado en la caída en precios de activos, salidas de capitales y aumento de las primas de riesgo. En este sentido, Rusia enfrenta no sólo los efectos de la caída pronunciada en el precio del petróleo, sino que también san-

ciones internacionales, las que han llevado a un ajuste drástico en su economía. Esto ha aumentado la probabilidad de una crisis financiera y de deuda.

En cuanto a las perspectivas de la economía mundial, se estima que este año la actividad crecería en torno a 3,5 por ciento, algo por encima del crecimiento estimado para el año 2014. Ello de la mano de una mayor expansión de EE.UU y el Reino Unido, y una recuperación en el margen de la Zona Euro y Japón. En contraste, los países emergentes enfrentarán el año 2015 con condiciones menos auspiciosas en los mercados financieros, con menores precios de *commodities* y con una mayor volatili-

---

La inflación del IPC pierde impulso, pero la inflación subyacente se mantiene alta y el mercado laboral mejora en el margen en cuanto a la tasa de desempleo, pero principalmente por un aumento del empleo público y de trabajos por cuenta propia.

---

dad en los mercados financieros internacionales. Nuevamente, Asia Emergente seguirá creciendo sobre 6 por ciento anual, apuntalada por un mayor dinamismo de India.

Por su parte, el crecimiento de Chile se mantiene débil, con un consumo que se desacelera y una inversión que no repunta. En tanto la inflación del IPC pierde impulso, pero la inflación subyacente se mantiene alta y el mercado laboral mejora en el margen en cuanto a la tasa de desempleo, pero principalmente por un aumento del empleo público y de trabajos por cuenta propia.

En cuanto a proyecciones, el crecimiento de este año se estima en la parte baja del rango de 2,5 a 3,5 por ciento y la inflación diciembre a diciembre entre 2,2 y 2,7 por ciento.

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.

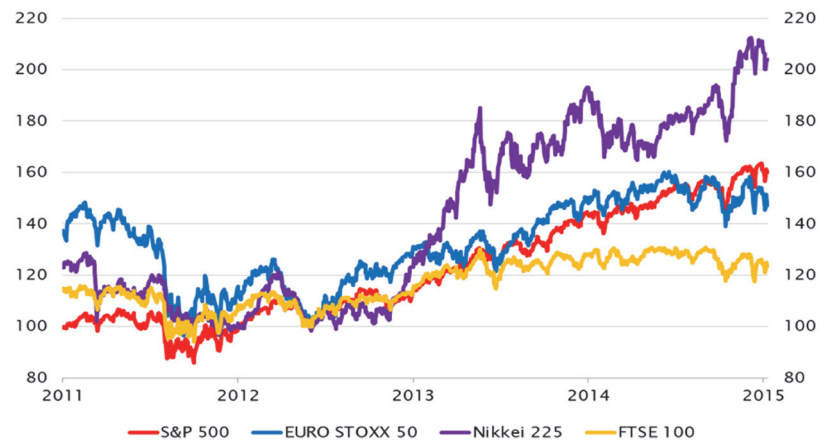
## 2. La economía mundial

En las últimas semanas los precios de los activos financieros han experimentado una corrección y su volatilidad ha aumentado (véase gráficos 1 y 2). Una serie de factores han estado detrás de estos movimientos, entre los que destacan: una pronunciada caída en el precio del petróleo, con efectos importantes en países donde el sector petrolero tiene una alta participación en el PIB, en los ingresos fiscales y en las exportaciones netas (véase gráfico 3); la incertidumbre desatada con el llamado anticipado a elecciones en Grecia y la alta probabilidad de que de éstas emerja un gobierno que intente renegociar los acuerdos de años recientes; señales que apuntan a que los ajustes de China están llevando a una desaceleración mayor a la esperada; y el deterioro que ha sufrido la economía rusa, el que ha estado asociado a la fuerte caída en el precio del petróleo, las salidas de capitales y la pronunciada depreciación de su moneda. Esto último no es sorprendente, dado que en Rusia el petróleo contribuye con un 25 por ciento del PIB, un 70 por ciento de las exportaciones y un 50 por ciento de los ingresos federales. Dada la importante

deuda en moneda extranjera que han acumulado las empresas, y la recesión que está experimentando su economía, el riesgo de que Rusia caiga en una crisis financiera y de deuda ha aumentado considerablemente.

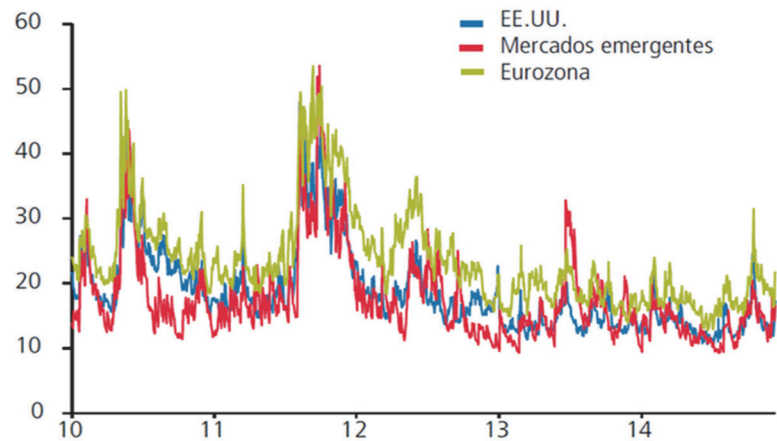
Los países emergentes están siendo afectados, también, por el fin del super-ciclo de precios de commodities, que va más allá de la caída en el precio del petróleo, la apreciación del dólar y el deterioro en las condiciones financieras internacionales. Como resultado, en los mercados emergentes han caído los precios de las acciones, han aumentado las pri-

Gráfico 1 PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (1 junio 2012 = 100)

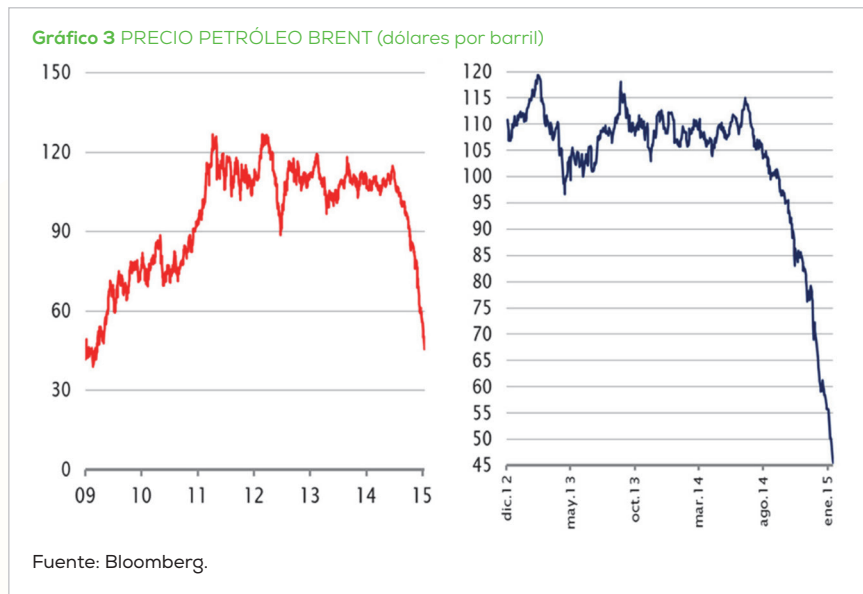


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2: ÍNDICE DE VOLATILIDADES



Fuente: IPOM, Banco Central de Chile (Diciembre 2014).



mas de riesgo, han salido capitales y se han depreciado sus monedas. Dentro de este grupo, los países más afectados han sido los que tienen un sector de commodities con gran peso en su producto, los que han tenido episodios recientes de alto crecimiento del crédito y altos déficit en cuenta corriente y que, al mismo tiempo, han acumulado una importante deuda en dólares.

Con todo, la mayoría de los países emergentes están mejor preparados que en el pasado para enfrentar este cambio en su entorno externo, exhibiendo mejores marcos de políticas macroeconómicas, mayor flexibilidad cambiaria, mayores niveles de reservas internacionales, y una menor deuda pública y externa como proporción del PIB.

En cuanto a actividad, la economía mundial continúa con un crecimiento bajo y muy heterogéneo. En EE.UU., la principal economía del mundo, la expansión se fortalece, transformándose en el principal impulsor del crecimiento mundial. Algo parecido sucede en Reino Unido, aunque su peso es menor en la economía mundial, y está más expuesto a la Zona Euro, que crece débilmente y está al borde de la deflación. Japón, después del alza de impuestos de abril pasado, regresó a la recesión de la cual estaba saliendo con más estímulos fiscales y monetarios en

fuerza de India, empujada por mejores expectativas, un boom de inversión extranjera directa y los efectos de la caída en el precio del petróleo.

La caída en el precio del petróleo, de mantenerse, incrementaría el crecimiento mundial en torno a medio punto porcentual, como resultado de un mayor ingreso disponible, menores costos de producción y tasas de política más expansivas. No obstante, el efecto en los países avanzados estaría limitado por la incapacidad de poder reducir tasas frente a una baja de la inflación.

En cuanto a perspectivas de la economía mundial, se estima que ésta debiera tomar algo más de dinamismo durante este 2015, en particular gracias a los países avanzados. En EE.UU. el crecimiento será impulsado por un mejor mercado laboral, una mayor confianza de los consumidores y empresarios, ganancias de riqueza por la apreciación de los activos, y la caída en el precio del crudo. En la Zona Euro, en tanto, la recuperación debiera apoyarse en un menor freno fiscal, una política monetaria más expansiva, la depreciación del Euro, la baja del precio del petróleo y la recuperación de los mercados de crédito. El talón de Aquiles de Europa siguen siendo las pobres perspectivas de crecimiento de Francia e Italia, países que necesitan en forma ur-

desmedro de reformas estructurales que le permitan dar un salto en su producto potencial. China y los países emergentes exportadores netos importantes de commodities, por su parte, o están introduciendo ajustes para reducir sus desequilibrios o experimentan una renovada y generalizada debilidad. Dentro de los países emergentes sigue destacando el dinamismo de Asia, que volvería a crecer sobre 6 por ciento, donde sobresale la

gente reformas estructurales que aún no concitan el suficiente apoyo para concretarse.

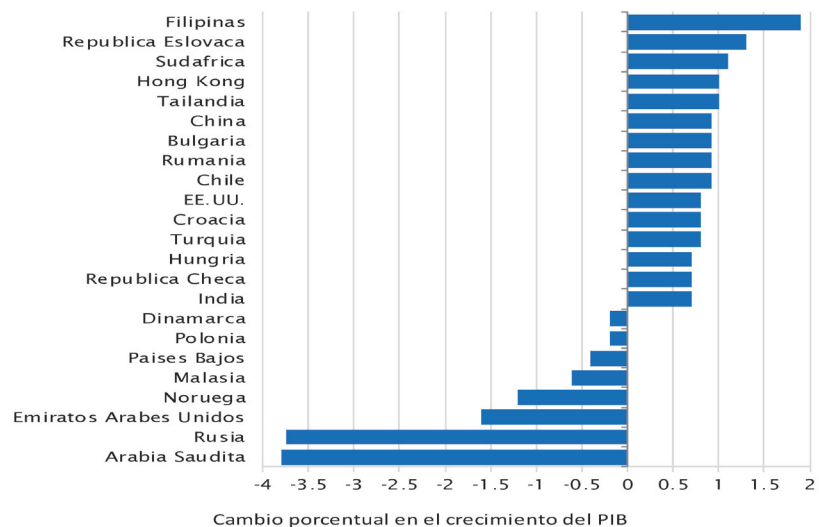
En los países periféricos de la Zona Euro ha aumentado, también, el riesgo de que la combinación de una alta deuda, la persistencia de un bajo crecimiento y un alto desempleo continúen alimentando movimientos populistas que pueden terminar desestabilizando al total de la Zona. El caso más claro e inmediato de esta situación es Grecia.

Reino Unido tomaría más dinamismo, pero al Bank of England (BoE) le sigue preocupando la apreciación y el bajo dinamismo de la Zona Euro. Japón va a tomar más dinamismo de la mano de políticas macro, pero va a requerir reformas estructurales para aumentar su crecimiento potencial y, de esta forma, alcanzar un crecimiento sostenible, que le permita fortalecer su precaria solvencia fiscal; seguir sólo con más expansión monetaria y fiscal no es sostenible. Su Primer Ministro, que acaba de ganar las elecciones, va a tener que utilizar su capital político para promover estas reformas estructurales.

Los países emergentes, como grupo, enfrentarán en 2015 un mayor dinamismo de los países avanzados y del comercio mundial, pero también condiciones financieras menos favorables y más turbulentas. Evidentemente, los efectos de la caída en el precio del petróleo serán favorables para los emergentes importadores netos y desfavorables para los exportadores netos. Al interior de los países emergentes las perspectivas son muy heterogéneas. China, el principal país emergente y la segunda economía más grande del mundo, se ha

estado desacelerando a medida que intenta controlar desequilibrios internos —sector inmobiliario, deuda de los gobiernos locales, y excesivo crecimiento del crédito y de la banca en la sombra—, al mismo tiempo que intenta cambiar sus motores de crecimiento de la inversión al consumo interno. En el proceso, el crecimiento se ha ido desacelerando y ahora se proyecta un crecimiento a una tasa en torno a 7 por ciento el 2015 y en torno a 6 por ciento al final de la década.

Gráfico 4 EFECTO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2015-16 DEL PETRÓLEO A USD 40 EL BARRIL FRENTE A USD 84



Fuente: Bloomberg.

En el resto de los emergentes, los países con alta dependencia de *commodities* serán los más afectados, aunque, como se dijo, los importadores netos de petróleo se verán beneficiados. Una evaluación más exhaustiva de los efectos de la pronunciada caída en el precio del petróleo merece un párrafo aparte. La sostenida reducción en el precio del crudo genera ganadores y perdedores. Entre los exportadores netos de petróleo, los grandes perdedores serían Venezuela, Ecuador, Rusia, Nigeria, Malasia, Colombia y México. En cuanto a los importadores netos de crudo, los principales ganadores serían India, Sudáfrica, Turquía y Chile. (Véase gráfico 4).



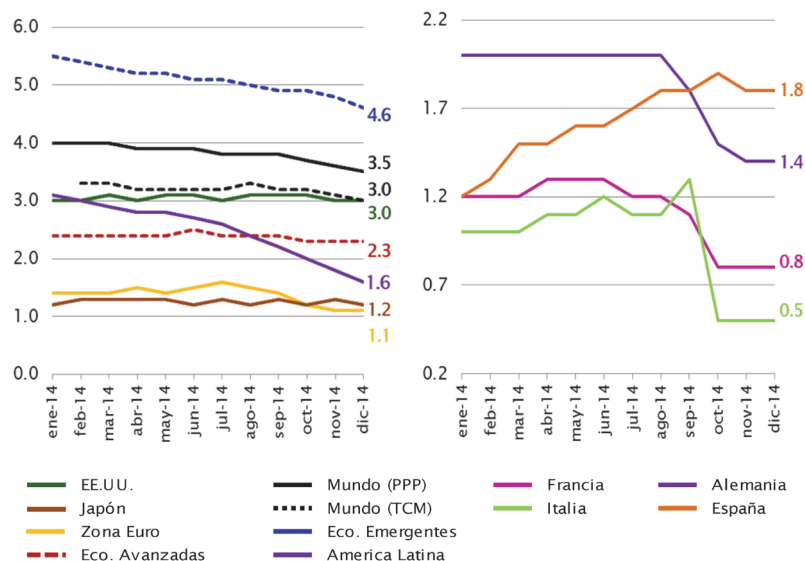
El escenario central de proyecciones para el año 2015 se ha ido ajustando gradualmente a la baja. Nuevamente destacan las correcciones de las proyecciones para los principales países de América Latina. (Véase gráfico 5).

Con todo, la economía mundial crecería algo más este 2015 de lo que creció el año 2014, explicado principalmente por el alza en el crecimiento de EE.UU. y la resiliencia de Asia Emergente (véase tabla 1).

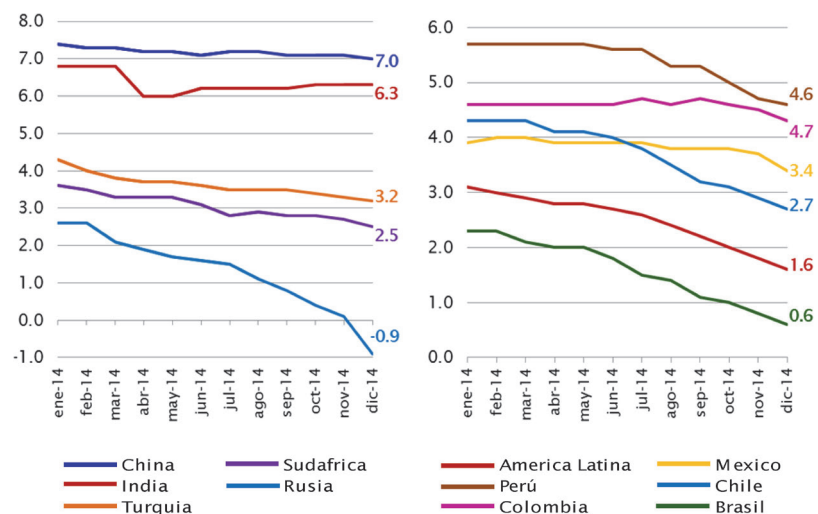
Este escenario central enfrenta importantes riesgos a la baja, entre los cuales destacan:

- (i) Dada la persistencia de un bajo crecimiento, un alto desempleo y la caída de ingresos reales, la Zona Euro puede ver amenazada su estabilidad económica, política y social con la aparición de movimientos populistas que ofrezcan soluciones fáciles de promocionar, pero difíciles y costosas de concretar.
- (ii) Un agravamiento de la recesión en Rusia que lleve a una crisis financiera, a una cesación de pagos y a un deterioro mayor en su relación con Occidente.
- (iii) Dificultades en el ajuste y la reconversión de China, que terminen llevando al gigante asiático a una desaceleración más abrupta de su crecimiento.

Gráfico 5 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2015 (Variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.



Fuente: Consensus Forecasts.

- (iv) El ciclo de alzas de tasas de la FED podría iniciarse antes de lo anticipado y ser algo más pronunciado con efectos en los flujos de capitales, el costo del crédito y las paridades de los países emergentes.

En el lado positivo, la caída en el precio del petróleo, si se debe principalmente a un shock de oferta y de estabilizarse su precio en torno a los 60 dólares

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)	2.3	3.1 (3.0)	3.0
Zona Euro	-4.5	2.0	1.6	-0.7	-0.4	0.8 (1.1)	0.8	1.3 (1.5)	1.1
Japón	-5.5	4.7	-0.5	1.5	1.5	0.9 (1.6)	0.3	0.8 (1.1)	1.2
Asia (ex-Japón)	6.8	9.7	7.5	6.1	6.0	6.2 (6.2)	6.0	6.4 (6.4)	6.2
China	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4 (7.4)	7.3	7.1 (7.1)	7.0
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)	0.9	2.2 (2.6)	1.6
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.0	2.5	0.3 (1.3)	0.1	1.4 (2.0)	0.6
México	-4.7	5.1	4.0	4.0	1.1	2.4 (2.4)	2.1	3.5 (3.5)	3.4
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)	2.5
Economías Avanzadas	-3.4	3.1	1.7	1.2	1.4	1.8 (1.8)	1.8	2.3 (2.4)	2.3
Economías Emergentes	3.1	7.5	6.2	5.1	4.7	4.4 (4.9)	4.4	5.0 (5.2)	4.6
Mundo (PPP)	0.0	5.4	4.1	3.4	3.3	3.3 (3.4)	3.2	3.8 (4.0)	3.5
Mundo (TCM)	-2.0	4.1	2.9	2.4	2.5	2.6 (2.7)	2.6	3.2 (3.3)	3.0
Comercio Mundial	-10.6	12.6	6.7	2.9	3.0	3.8 (4.0)	nd	5.0 (5.3)	nd

Fuente: FMI, WEO actualizado octubre del 2014 y entre paréntesis WEO actualizado julio del 2014. Consensus Forecasts, Diciembre 2014.

el barril, proporcionaría un importante estímulo al crecimiento de los países avanzados y de la economía mundial, estímulo que alcanzaría alrededor de medio punto de mayor crecimiento en el año 2015.

### 3. La economía chilena

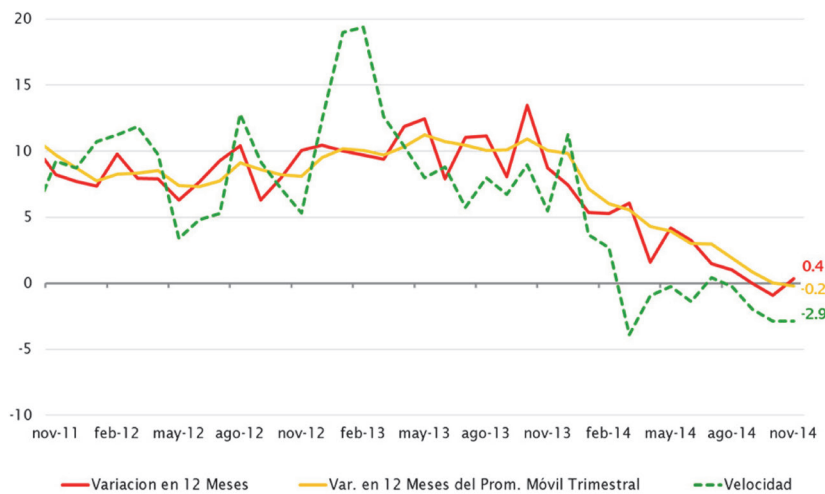
La economía chilena perdió dinamismo durante 2014. La menor actividad obedece tanto a factores cíclicos –tales como el fin del súper-ciclo de altos precios de productos primarios, de inversiones mineras y de la reconstrucción– como a factores internos, asociados al aumento de la incertidumbre ocasionado por las reformas del nuevo gobierno y sus efectos. Esto último ha contribuido a un deterioro pronunciado de las expectativas, exacerbando aún más la caída de la inversión y del consumo de durables.

En lo más reciente, el IMACEC de noviembre creció sólo un 1,3 por ciento anual y confirma un creci-

miento en torno a 1,7 por ciento para el año 2014. El aumento estuvo impulsado por el crecimiento de los servicios empresariales y personales, compensando las bajas en los sectores minería, manufacturas y comercio mayorista. Así, en el trimestre terminado en noviembre el IMACEC, ajustado por estacionalidad y días trabajados, creció sólo un 1,6 por ciento anual y un 2,1 por ciento anualizado.

En cuanto a la demanda interna, cifras parciales del cuarto trimestre muestran que la caída de la inversión comienza a retroceder, en particular en su componente de maquinarias y equipos. Así, la importación de bienes de capital en diciembre se expandió 24 por ciento en comparación con igual mes del año anterior. Sin embargo, esto estuvo afectado tanto por la baja base de comparación como por el aumento en algunos ítems muy puntuales. En todo caso, al ser esta una variable muy volátil, se requieren más observaciones para poder validar un cambio en su tendencia.

Gráfico 6 VENTAS REALES DEL COMERCIO MINORISTA\* (porcentual)



\*Cifras ajustadas por estacionalidad.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Por su parte, la desaceleración del consumo se mantiene, pero a tasas más moderadas. Así, las ventas minoristas han atenuado su desaceleración con un leve crecimiento anual de 0,4 por ciento en noviembre (véase gráfico 6), volviendo así a terreno expansivo después de las contracciones anuales de septiembre y octubre. Esta alza obedece a la recuperación en el margen del consumo de bienes no durables, con un alza anual de 3,6 por ciento. Sin embargo, el consumo de bienes durables se contrae por quinto mes consecutivo, mientras las importaciones de este tipo de bienes cayeron entre 2014 y 2013 un 15,8 por ciento, lo cual refleja la debilidad que aún persiste en el consumo privado. Este hecho está en línea con las expectativas de los consumidores y el bajo dinamismo de la masa salarial real.

En el sector de la construcción, los indicadores reflejan una caída de actividad en el sector. Así, el IMACON se contrajo 1,5 por ciento en octubre en términos anuales, completando la quinta caída consecutiva del indicador a lo largo del 2014. Mientras la expansión acumulada en los primeros diez meses del año es de sólo un 0,4 por ciento, muy por debajo del crecimiento en igual periodo en el 2012 y 2013

de 10,7 y 4,7 por ciento, respectivamente. Por su parte, la contratación de mano de obra y los despachos de materiales de construcción se siguen deteriorando, con caídas anuales a octubre de 0,8 y 20,7 por ciento respectivamente.

El índice de confianza empresarial alcanzó en diciembre el nivel más bajo a lo largo del año, con 40,2 puntos. Por primera vez en 2014 todos los sectores se encuentran en terreno pesimista. En tanto la confianza de los consumidores

presenta un comportamiento similar, aunque repuntó en el margen en enero.

Por su parte, en el lado positivo, las colocaciones nominales crecen a tasas no observadas desde el mes de abril de 2014, dado el repunte de las colocaciones destinadas a empresas, mientras las colocaciones de vivienda mantienen la tendencia al alza, con un crecimiento anual de 16,8 por ciento en diciembre, siendo este el mayor aumento durante el año (véase gráfico 7). En este contexto, las tasas de interés de colocaciones se encuentran en niveles muy por debajo del promedio histórico.

En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo alcanzó un 6,1 por ciento en el trimestre móvil septiembre-noviembre (véase gráfico 8), reduciéndose el desempleo en los últimos tres meses. Este comportamiento refleja la resiliencia del mercado laboral al ciclo económico, el cual no obstante, a lo largo del año presenta un cambio en la composición del empleo hacia cuenta propia y sector público, con caídas tanto en horas trabajadas como en las vacancias. Cabe destacar que, de acuerdo a las últimas cifras, el empleo y la fuerza de trabajo crecieron 1,8 y 2,1 por ciento anual, respectiva-



mente. El crecimiento de la masa salarial, por su parte, aumenta con respecto a meses anteriores, mientras los salarios nominales y reales se expanden.

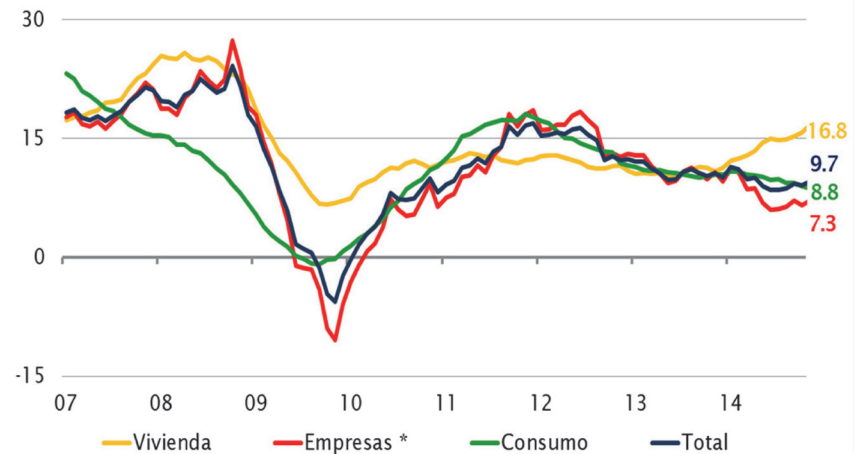
En cuanto a las cuentas fiscales, los ingresos acumulados del gobierno central al mes de noviembre crecen solo 0,6 por ciento en términos reales, frente al mismo período del año anterior, producto del menor crecimiento económico. El gasto, en tanto, aumentó 5 por ciento en el mismo periodo, lo cual confirma la estimación del Ministerio de Hacienda de un déficit fiscal efectivo en torno a 1,8 por ciento del PIB para el año 2014.

En materia de precios, el IPC de diciembre se contrajo en 0,4 por ciento mensual, con lo que la inflación anual se ubicó en 4,6 por ciento (véase gráfico 9), lo cual confirma la tendencia decreciente de los últimos dos meses. En diciembre, las disminuciones principales se dieron en transportes y alimentos, la primera como consecuencia directa de la caída de los precios internacionales de la gasolina. En tanto, el IPC transable se desacelera significativamente después del peak de octubre (véase gráfico 10), mientras el IPCX1 crece 4,6 por ciento, siendo ésta la variación anual más alta del año. Con todo, la inflación anual se ubicó muy por encima del rango superior de la meta de la autoridad monetaria, y es la mayor alza anual desde 2008. Lo más preocupante es que la distintas medidas de inflación subyacente

se mantienen altas (por sobre 4 por ciento anual), lo cual es sorprendente en esta etapa del ciclo.

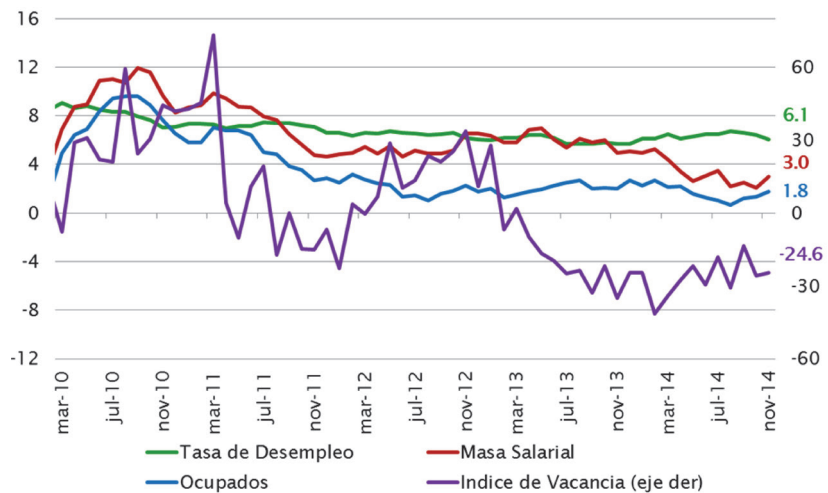
En la reunión de política monetaria de diciembre, el Banco Central mantuvo la tasa de política monetaria (TPM), mientras se amplían las brechas de capacidad, se reduce el precio del petróleo y la inflación total empieza paulatinamente a ceder, en un contexto donde las expectativas de inflación están en torno a la meta de mediano plazo. No obstante, al Banco Central le preocupa que la inflación sub-

Gráfico 7 COLOCACIONES NOMINALES (variación anual, porcentaje)



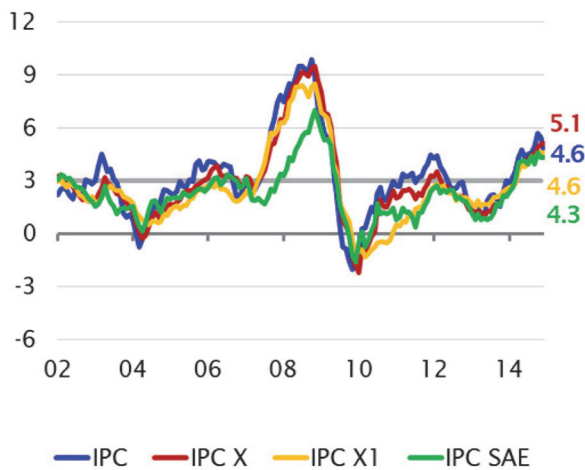
\* Incluye colocaciones comerciales y de comercio exterior.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8 MERCADO LABORAL (variación anual, porcentaje)



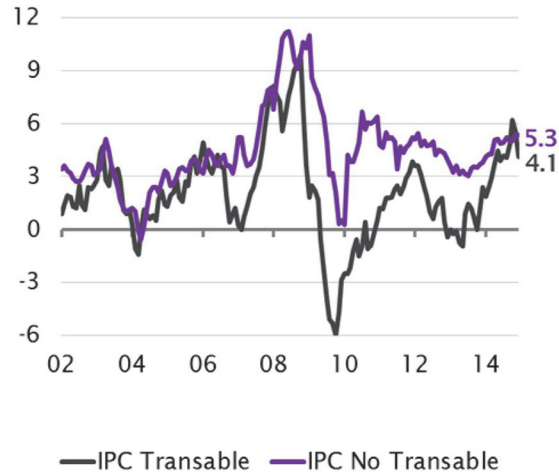
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Grafico 9** ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC)  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Grafico 10** IPC DE BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES  
(variación anual, porcentaje)



yacente se mantenga alta. En el escenario más probable, con la ampliación de brechas de capacidad y los efectos de segunda vuelta de la caída en la tasa de inflación, la inflación subyacente debiera comenzar a ceder, lo que llevaría a nuevas bajas de la TPM durante el primer semestre de 2015, caída que se encuentran dentro de las expectativas del mercado según la última Encuesta de Expectativas de Mercado y la Encuesta de Operadores Financieros.

En cuanto a las perspectivas en el corto plazo, por el lado del gasto privado, el crecimiento del consumo debiera seguir débil (por deterioradas expectativas, débil mercado laboral y menor crecimiento del crédito), a pesar de la caída en el precio de los combustibles. Asimismo, la inversión privada se mantendrá floja (por incertidumbre, reducción de márgenes, condiciones financieras internacionales menos favorables y más volátiles, y exceso de capacidad). Por su parte, la inversión en construcción va a estar más activa en viviendas en segmentos que estarán más afectados por alza del IVA y menos dinámica en oficinas (aumento de vacancias).

Mientras, los sectores exportables se van a beneficiar de la depreciación real y, en menor medida, de un mayor crecimiento mundial en el margen. Además,

se tendrá un impacto positivo producto de la caída en el precio del petróleo a través de mayor ingreso disponible, menor costo de producción y menor inflación.

En cuanto a perspectivas para el año 2015, el crecimiento resultará de los efectos contrapuestos de factores expansivos y contractivos. Entre los factores expansivos se encuentran la política monetaria, la depreciación real, un mayor crecimiento mundial, un menor precio del petróleo, y los progresos en las agendas energética y de infraestructura. Entre los factores contractivos se observan condiciones financieras internacionales menos favorables (precio y volatilidad), la desaceleración de China, la persistencia de la incertidumbre interna y el pesimismo de empresarios y consumidores.

En cuanto a proyecciones, mi escenario central para el año 2015 es de un crecimiento entre 2,2 y el 2,7 por ciento.

En la tabla 2 se presentan proyecciones de las principales variables macroeconómicas para 2014 y 2015. Para el año 2015, las estimaciones de crecimiento se ubican levemente debajo de 3 por ciento y una inflación en línea con la meta del Banco Central.

**Tabla 2** PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE CHILE (variación anual, porcentaje)

	2010	2011	2012	2013	2014				2015			
					BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	5.8	5.8	5.4	4.1	1.7	1.7 (1.5; 1.8)	1.9	1.8 (1.7; 1.9)	2.5 - 3.5	2.7 (2.3; 3.2)	3.4	2.6 (2.1; 3.0)
Demanda Interna	13.6	9.3	6.9	3.4	-0.7	-	-	-	3.0	-	-	-
Con. privado	10.8	8.9	6.0	5.6	2.4*	2.3	1.0	-	2.8*	2.5	1.6	-
Inversión total	12.2	14.4	12.2	0.4	-6.2	-5.5	-6.2	-	1.9	1.5	2.5	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-0.6	-	-2.0	-2.3	-	-	-2.1	-1.9	-
Tipo Cambio (fin periodo)	468.4	521.5	478.6	523.8	-	-	608.6	610** (580; 640)	-	619.1	618.5	620 (595; 640)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.5	3.0	4.8	4.9 (4.7; 5.2)	5.7	-	2.8	2.8 (2.0; 3.3)	3.2	2.7 (2.0; 3.0)
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	-1.6	-1.6	-1.4	-	-1.1	-1.6	-1.2	-

\*Se refiere al consumo total. \*\*Corresponde a fines de noviembre de 2015.

Fuentes: BC: IPOM, Banco Central de Chile (diciembre, 2014); LACF: Latin American Consensus Forecasts (diciembre, 2014) rango en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (diciembre, 2014); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCCh (diciembre, 2014) y (Enero, 2015), deciles 1 y 9 en paréntesis. **PdR**