

# Puntos de Referencia

Edición online  
N° 395, marzo 2015

## El momento económico internacional y nacional Marzo 2015

**Vittorio Corbo**

### Resumen

Los principales desarrollos de la economía internacional durante los últimos dos meses se centran en un mayor dinamismo en la Zona Euro, así como en la consolidación de la expansión en Estados Unidos y el Reino Unido. En contraste, la actividad en China, Japón y en la mayoría de los países emergentes se ha desacelerado.

En Estados Unidos, las bajas tasas de interés, la fortaleza del mercado laboral, el menor precio del petróleo y las mejores expectativas, han fortalecido la expansión de la actividad. En la Zona Euro mejoran las expectativas producto del programa de relajo cuantitativo del Banco Central Europeo, los efectos de la depreciación del euro respecto al dólar, la mejora del sistema financiero y la baja del precio del crudo. Japón, por su parte, crece impulsado por políticas monetarias y fiscales expansivas.

En China, las autoridades mantienen las políticas para reducir vulnerabilidades respecto a la deuda de los gobiernos locales y empresas, así como de la banca en las sombras y el mercado inmobiliario. Estas medidas han significado un menor dinamismo, lo que ha tenido efectos importantes en los precios de *commodities* y en el crecimiento mundial.

El resto de los países emergentes presentan dinámicas heterogéneas. India refuerza su expansión producto de las medidas impulsadas por su nuevo gobierno. Rusia enfrenta una caída significativa de producto, debido al menor precio del petróleo y a las sanciones impuestas por el conflicto con Ucrania. Brasil sufre las consecuencias del ajuste de sus políticas monetaria y fiscal, junto con graves problemas de corrupción. En el resto de América Latina, México y Colombia han realizado ajustes fiscales producto de menores ingresos tributarios por la baja del petróleo, en tanto que Argentina y Venezuela siguen enfrentando fuertes desequilibrios macro.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento mundial, se espera uno en torno al 3,3 por ciento para este año.

En la economía chilena, varios acontecimientos han cambiado el cuadro macroeconómico interno. Entre ellos, una menor caída anual de la inversión y el mayor dinamismo del consumo de no durables, promovido por el menor precio del petróleo. El sector externo repunta, mientras la expansión fiscal se profundiza los primeros meses del año. La inflación subyacente no cede, la actividad se expande por debajo de su potencial y el mercado laboral sigue mostrando una fuerte resiliencia al ciclo.

Mi escenario central para el año 2015 es de un crecimiento en la parte baja del rango de 2,5 a 3,5 por ciento y una inflación anual entre 2,7 y 3,3 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 incertidumbre sobre el programa de ajuste en Grecia, la puesta en marcha del programa de relajo cuantitativo por parte del Banco Central Europeo (BCE), los efectos de la caída del precio del petróleo y las expectativas sobre el alza de tasas de la FED. Frente a las cifras de actividad, éstas son algo mejores que las proyectadas meses atrás en Estados Unidos (EE.UU.) y la Zona Euro; y algo más débiles que las esperadas en Japón, China y los países emergentes. Como resultado de estos desarrollos, se han registrados distintas reacciones en los precios de los activos financieros y de los productos primarios. Las tasas de bonos de los países europeos han bajado, la de EE.UU. ha subido, el dólar se ha apreciado significativamente, impactando las monedas de los países emergentes, mientras los precios de los metales se han ajustado a la baja.

En cuanto a la actividad mundial, el mayor dinamismo de los países avanzados se mantiene en EE.UU. y Reino Unido (RU), con mejores cifras en la Zona Euro, específicamente España y Alemania, donde la caída del precio del petróleo ha permitido un aumento del ingreso real disponible y reducción de costos para las empresas. La mejor actividad EE.UU. y RU obedece a un mejor mercado laboral, mejores expectativas y tasas bajas. En tanto, la Zona Euro avanza apoyada por los efectos de las políticas expansivas del BCE, la depreciación del euro y un menor freno fiscal. En cuanto a Japón, el producto se expande asistido por la expansión monetaria y fiscal. En todo caso, tanto en Japón como en la Zona Euro (especialmente en Francia, Italia y Grecia), el repunte de la actividad será sostenible en la medida que se impulsen reformas pro crecimiento.

En cuanto a los países emergentes, éstos se enfrentan a fuerzas contrapuestas. Por una parte, el

mayor dinamismo de los países desarrollados, junto con una mayor depreciación cambiaria, tendrá un impacto positivo en la actividad, mientras la caída de los precios de los *commodities* y condiciones financieras más volátiles reducirán la expansión del producto. Frente al menor precio del petróleo, los países exportadores e importadores netos del crudo tendrán efectos diferenciados, tanto en la actividad como en sus cuentas fiscales y externas. China, por su parte, se seguirá desacelerando, tanto por desequilibrios de corto plazo (alta deuda de las empresas y de los gobiernos locales, y burbuja del mercado inmobiliario), como por factores de largo plazo (caída en la fuerza laboral y cambio de

---

Las tasas de bonos de los países europeos han bajado, la de EE.UU. ha subido, el dólar se ha apreciado significativamente, impactando las monedas de los países emergentes, mientras los precios de los metales se han ajustado a la baja.

---

su motor de crecimiento desde la inversión hacia el consumo interno). Rusia, en cambio, se aboca a una profunda recesión producto de la caída del precio del crudo y de las sanciones por parte de EE.UU. y de la Unión Europea (UE) por la situación en Ucrania. En contraste, India exhibirá un aumento del producto debido a las positivas expectativas empresariales y a la baja de tasas.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento mundial, se espera para este año uno en torno al 3,3 por ciento, cifra similar al crecimiento del año pasado.

En cuanto a la economía chilena, el crecimiento empieza a tomar más dinamismo, con un consumo que se recupera en el margen, una inversión que reduce su tasa de caída, un mayor impulso fiscal

y una expansión de las exportaciones. En tanto, la inflación del IPC se reduce lentamente, mientras la inflación subyacente se mantiene alta y el mercado laboral mantiene su resiliencia al ciclo, con bajos niveles de desempleo. En todo caso, las expectativas de los agentes se mantienen en terreno negativo, asociadas a la incertidumbre de las reformas, los impactos de un menor precio del cobre, y una mayor volatilidad en los mercados internacionales.

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 2,7 y 3,3 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 internacional: ¿Dónde estamos y hacia dónde vamos?

En los últimos dos meses, los principales indicadores de los mercados financieros internacionales han estado afectados por los problemas de Grecia, la crisis rusa, el agresivo programa de relajo cuantitativo del BCE, la evolución de las expectativas sobre alzas de tasas de la FED, y la caída del precio del petróleo.

La incertidumbre sobre Grecia seguirá presente mientras el nuevo gobierno prepara un programa de reformas estructurales para enfrentar su crisis, el cual deberá negociar con sus socios de la Zona Euro. El nuevo programa tendrá que combinar reformas

Tabla 1 RENDIMIENTO DE LOS BONOS DE GOBIERNOS (%)

	Pre Crisis 31-10-2009	Máximo Desde el 31-10-2009	Actual 11-03-2015
<b>Grecia</b>			
10 años	---	29.88	10.79
30 años	---	25.07	8.55
<b>Irlanda</b>			
2 años	1.76	23.22	0.07
10 años	4.41	15.51	0.73
<b>Portugal</b>			
2 años	1.36	21.01	0.10
10 años	3.79	17.39	1.67
<b>España</b>			
2 años	1.69	6.64	0.12
10 años	3.79	7.62	1.20
<b>Italia</b>			
2 años	1.53	7.66	0.16
10 años	4.07	7.26	1.17
<b>Alemania</b>			
10 años	2.23	4.23	0.21

Fuente: Bloomberg.

estructurales significativas con menores superávits fiscales primarios. La negociación no será fácil porque el nuevo gobierno resultó elegido con una plataforma electoral que prometía una vuelta atrás en las reformas comprometidas por la anterior administración.

Rusia está siendo afectada por la pronunciada caída en el precio del petróleo y las sanciones de EE.UU. y de la UE asociadas a su intervención en Ucrania. La caída en el precio del petróleo ha sido un gran shock para Rusia debido a que el sector petrolero representa el 25 por ciento del PIB, el 70 por ciento de las exportaciones y el 50 por ciento de los ingresos federales. La caída en el precio del petróleo y las sanciones han acelerado la salida de capitales y la depreciación del rublo, lo que ha llevado a su banco central a subir agresivamente las tasas de interés, lo que impactará en la actividad y en el sector financiero.

El programa de relajo cuantitativo del BCE es significativo en comparación al que hizo la FED, tanto con respecto al tamaño del mercado de bonos, como en lo que se refiere al tamaño de su economía, y ha tenido efectos importantes en la depreciación del

euro, en las bajas de tasas largas y en la mejora en el mercado de crédito (véase tabla 1). En EE.UU., el mercado laboral continúa tomando un gran dinamismo, con una importante creación de empleo y una caída de la tasa de desempleo al 5,5 por ciento. Es sorprendente, sin embargo, el tenue crecimiento de los salarios. Con todo, la solidez del mercado laboral ha aumentado la probabilidad de que la FED comience a subir tasas en junio, lo que tendrá importantes efectos en flujos de capitales y en las paridades de las monedas de países emergentes.

Estos desarrollos han incidido en la apreciación del dólar, en la caída de las tasas largas en la Zona Euro, en el alza de las tasas largas en EE.UU. y en la depreciación de las monedas de los países emergentes.

En lo que se refiere a la evolución reciente de la economía mundial, destaca la recuperación de los países avanzados y la pérdida de dinamismo de los emergentes. En los países avanzados, EE.UU. y el Reino Unido (RU) continúan su ciclo expansivo, y la Zona Euro comienza a mostrar más dinamismo. No obstante, la apreciación del dólar le resta dinamismo en el margen a EE.UU. y la depreciación del euro impacta al RU. En la Zona Euro, el sólo anuncio del programa de relajo cuantitativo del BCE llevó a una importante depreciación del euro y a una baja importante en las tasas largas, que ya se están haciendo sentir en el dinamismo del sector transable y en mejores condiciones financieras. En los próximos dos años, el relajo cuantitativo debiera resultar, también, en un movimiento de la inflación hacia la meta del BCE.

Entre los principales países avanzados, Japón sigue en una situación difícil. En el último trimestre del año 2014 creció mucho menos de lo esperado, sólo un 1,5 por ciento anualizado, crecimiento que se logró a punta de estímulos fiscales y monetarios insostenibles en el tiempo, especialmente los primeros, debido a la precaria situación de solvencia

fiscal. Además, a pesar de la agresiva política de relajo cuantitativo de su banco central, la inflación sigue bastante por debajo de la meta, aunque el yen ha tenido una importante depreciación con respecto al dólar.

Por su parte, los países emergentes, con la excepción de los de Asia emergente, muestran menos dinamismo del esperado. China, que sigue enfrentado sus desequilibrios (excesivo crecimiento de la deuda de las empresas y de los gobiernos locales, burbuja del mercado inmobiliario y sobreinversión en el sector industrial), muestra una renovada debilidad. Brasil, que enfrenta importantes desequilibrios macroeconómicos, batalla por mejorar su solvencia fiscal y controlar su inflación, pero los escándalos de corrupción tienen paralizada la agenda política. El alza de tasas, la depreciación del real y la caída en expectativas han resultado en una importante desaceleración de la actividad.

Por otra parte, los países que son importantes exportadores de petróleo se desaceleran por los efectos de la caída en términos de intercambio, en el ingreso real disponible del sector privado, en las cuentas fiscales y en los ajustes fiscales resultantes. Rusia es un caso especial al interior de este grupo, donde se combina el efecto de la caída en el precio del petróleo con el de las sanciones impuestas por EE.UU. y la UE por sus acciones en Ucrania. El resto de los países emergentes sufre el efecto combinado de una caída en precios de productos primarios y una salida de capitales en anticipo al alza de tasas de la FED.

Dentro de los países emergentes, la mejor noticia viene de India, que se ha estado beneficiando de la pronunciada caída en el precio del petróleo, la mayor credibilidad de la política monetaria y la mejora en las expectativas empresariales por las reformas. Además, la revisión de la metodología de cuentas nacionales agregó actividades más dinámicas, con efectos en el nivel y el dinamismo del producto.

En cuanto a perspectivas de la economía mundial, el mundo crecería este año marginalmente más que el año pasado, gracias a la recuperación de los países avanzados. En EE.UU., la demanda interna será impulsada por las mejoras en el mercado laboral, menores precios del petróleo, un ajuste fiscal más moderado, mejora de expectativas y tasas de interés todavía bajas. El mayor dinamismo de la Zona Euro se apoyará en un menor freno fiscal, las políticas expansivas del BCE, la depreciación del euro, el menor precio del petróleo, mejoras en las expectativas y condiciones financieras más favorables. Sin embargo, para que la Zona Euro sea capaz de sostener la recuperación va a necesitar avanzar con más decisión en reformas estructurales pro crecimiento, especialmente en Grecia, Francia e Italia.

En Europa, fuera de la Zona Euro, el RU continuará con su dinamismo empujado por factores similares a los que apoyan la recuperación de EE.UU., pero lo afectará la depreciación del euro.

Se proyecta que Japón tome algo más de dinamismo, asistido por los efectos de la expansión monetaria y fiscal, y por la depreciación del yen. No obstante, para sostener este dinamismo, Japón va a requerir de reformas más audaces para aumentar su crecimiento potencial. En esta área se debieran incluir políticas pro competencia, especialmente en el sector servicios, una reforma laboral que facilite el ingreso al mercado laboral de las mujeres, y una reducción del proteccionismo agrícola.

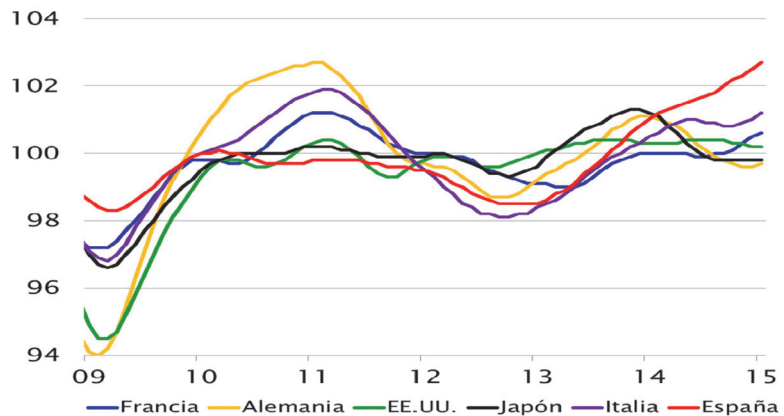
Los PMI compuestos y los indicadores líderes de la OECD anticipan la continuidad de la recuperación en EE.UU., y un mayor dinamismo en la Zona Euro. En contraste, para Japón anticipan que el lento

crecimiento continuará. Por su parte, los indicadores líderes de la OECD muestran un cuadro similar (véase gráfico 1). Con todo, se estima que los países avanzados crecerían este año en torno al 2,3 por ciento, superando de esta forma el 1,8 por ciento del año 2014.

En los países emergentes las perspectivas son más heterogéneas. Como grupo, estos países se beneficiarán del mayor dinamismo de los países avanzados, pero enfrentarán condiciones financieras menos favorables y más turbulentas ahora que la FED se encamina a subir gradualmente la tasa de política monetaria.

El principal país emergente por su peso en la economía mundial, China (15,8 por ciento del PIB en paridad de poder de compra), se desacelerará afectado por sus políticas orientadas a reducir vulnerabilidades y cambiar su motor de crecimiento desde la inversión hacia el consumo interno. Se estima, también, que la desaceleración de China no es totalmente cíclica, sino que tiene componentes tendenciales, debido a su proceso de convergencia y a la caída en la fuerza laboral. India, que es el segundo país emergente más importante en el mundo emergente (6,6 por ciento del PIB mundial en pari-

Gráfico 1: INDICADORES LÍDERES OECD



Nota: Promedio ponderado de Largo Plazo igual 100.

Fuente: OECD Stats.

dad de poder de compra), acelerará su crecimiento por los factores enumerados más arriba.

El subgrupo de países emergentes que son importantes exportadores netos de *commodities*, especialmente de petróleo, enfrentarán precios más bajos, los cuales impactan a los ingresos fiscales, al ingreso disponible de las familias y a las cuentas externas. De hecho, los países exportadores de petróleo ya se están ajustando para disminuir sus vulnerabilidades fiscales y de sus cuentas externas. En este proceso se desaceleran, especialmente aquellos que no fueron capaces de acumular fondos soberanos en los años de bonanza. Se estima que Rusia, que es un importante país dentro de este grupo, tendrá una profunda recesión.

Asia emergente, que es un importador neto de productos primarios, volverá a crecer sobre 6 por ciento, a pesar de la desaceleración de China, ayudada por India y los efectos de la caída en el precio del petróleo.

América Latina volverá a tener un año mediocre, afectado por condiciones financieras internacionales menos favorables, la apreciación del dólar, y la caída en los precios de los productos primarios. Brasil, que sufrió un deterioro fiscal y un alza de la inflación durante el año 2014, ahora está obligado a ajustarse justo en momentos en que los escándalos de corrupción asociados a Petrobras dificultan la introducción de políticas de ajuste para disminuir la vulnerabilidad frente a la anticipada alza de tasas de la FED y a la apreciación del dólar. En cualquier escenario, Brasil va a tener otro año difícil, con caída de producto.

México se seguirá beneficiando del mayor dinamismo de su principal socio comercial, EE.UU., pero sufrirá los efectos de la caída en el precio del petróleo y del deterioro de las expectativas por los problemas de seguridad interna y de probidad. Colombia, un importante exportador de petróleo, también sufrirá los efectos de la caída en el precio de

este *commodity*. Perú, por su parte, enfrenta una caída en sus términos de intercambio y problemas políticos que seguirán afectando su crecimiento. Venezuela y Argentina continuarán en una situación precaria, especialmente el primero.

Con todo, los países emergentes están mejor preparados para un escenario de apreciación del dólar, alzas de tasas de la FED y menores precios de *commodities*, pero igual van a sufrir una importante desaceleración. Los países mejor preparados son aquellos que tienen mejores políticas macro, menores déficit en cuenta corriente como proporción del PIB, mayores niveles de reservas internacionales como proporción del PIB, niveles de deuda como proporción del PIB manejables, y flexibilidad cambiaria. Entre los países más vulnerables habría que mencionar a Venezuela, Turquía y Brasil. Sin embargo, el aumento de la deuda en dólares de las empresas no financieras, unida a la apreciación del dólar y las alzas de tasas, pueden generar un problema adicional en algunos casos.

Las proyecciones para el año 2015 se han ido ajustando gradualmente a la baja. En los países avanzados, destacan las revisiones al alza de la Zona Euro (en particular en el caso de España) y la consolidación de un crecimiento en torno al 3 por ciento para EE.UU. (véase gráfico 2).

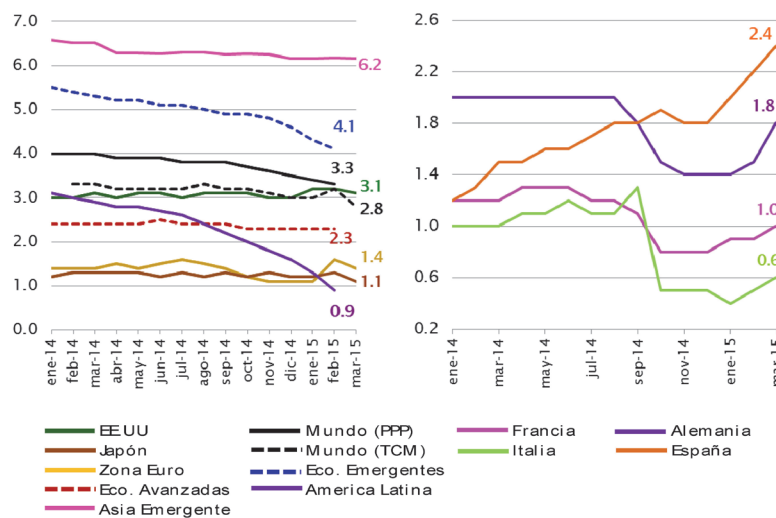
En los países emergentes destacan las correcciones a la baja de las proyecciones de América Latina y la persistencia de un alto crecimiento en Asia emergente (véase gráfico 2). En Asia emergente se observan revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento de India y la consolidación de un crecimiento proyectado en torno al 7 por ciento para China (véase gráfico 3, lado izquierdo). Las revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento para los países de América Latina, en tanto, son bastante generalizadas, aunque se destacan positivamente las proyecciones de crecimiento de Chile, que se han ajustado marginalmente al alza (véase gráfico 3, lado derecho).

Poniendo todo esto junto y utilizando las proyecciones del Consensus Forecast, ahora se proyecta que la economía mundial crecería el año 2015 a una tasa en torno a 3,3 por ciento, después de haber crecido 3,2 por ciento en 2014. Este crecimiento se descompone en un 2,3 por ciento para los países avanzados, versus un 1,8 en 2014, y un crecimiento de 4,1 por ciento en los países emergentes, versus un crecimiento estimado de 4,4 en 2014. Para el año 2016 se proyecta un aumento en el crecimiento mundial a 3,7 por ciento, gracias a la recuperación de los países emergentes una vez que comienzan a dejar atrás los efectos de los ajustes de este año (véase tabla 2).

Este escenario central enfrenta riesgos en ambas direcciones. Entre los riesgos que pueden llevar a un crecimiento menor al proyectado, hay que consignar:

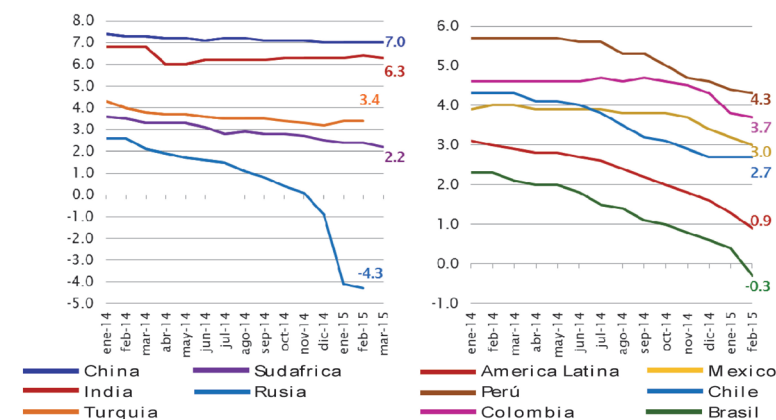
- (1) La situación de Grecia y el avance del populismo en Europa pueden amenazar la estabilidad de la Zona Euro;
- (2) El inicio del ciclo de alzas de tasas de la FED podría desatar otro episodio de salidas abruptas de capitales, depreciación de las monedas de los países emergentes, y una volatilidad y ajuste a la baja en los precios de activos;
- (3) Una eventual desaceleración más abrupta de China, que impactaría con fuerza los precios de *commodities* y al crecimiento mundial;

Gráfico 2: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2015 (variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 3: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2015 (variación % del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

- (4) Problemas geopolíticos asociados a un agravamiento de la crisis en Rusia, que pueden llevar al país a una crisis financiera, a una cesación de pagos, a un deterioro mayor en su relación con Occidente, y a un empeoramiento de la crisis del Medio Oriente.

Entre los factores que podrían llevar a un crecimiento mayor al proyectado en mi escenario central, se puede destacar:

Tabla 2: PROYECCIONES DEL CRECIMIENTO MUNDIAL (variación % anual)

	2010	2011	2012	2013	2014			2015			2016		
					FMI	BM	CF	FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	2.5	1.6	2.3	2.2	2.4 (2.2)	2.4 (2.1)	2.3	3.6 (3.1)	3.2 (3.0)	3.1	3.3 (3.0)	3.0 (3.0)	2.9
Zona Euro	2.0	1.6	-0.7	-0.4	0.8 (0.8)	0.8 (1.1)	0.8	1.2 (1.3)	1.1 (1.8)	1.4	1.4 (1.7)	1.6 (1.9)	1.7
Japón	4.7	-0.5	1.5	1.5	0.1 (0.9)	0.2 (1.3)	0.3	0.6 (0.8)	1.2 (1.3)	1.1	0.8 (0.8)	1.6 (1.5)	1.7
Asia (ex-Japón)	9.7	7.5	6.1	6.0	6.2 (6.2)	n.d	6.0	6.4 (6.4)	n.d	6.0	n.d	n.d	6.0
China	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4 (7.4)	7.4 (7.6)	7.3	6.8 (7.1)	7.1 (7.5)	7.0	6.3 (6.8)	7.0 (7.4)	6.8
India	10.3	6.6	4.7	5.0	5.8 (5.6)	5.6 (5.5)	5.6	6.3 (6.4)	6.4 (6.3)	6.3	6.5 (6.5)	7.0 (6.6)	6.7
América Latina	6.0	4.5	2.9	2.7	1.2 (1.3)	0.8 (1.9)	0.9	1.3 (2.2)	1.7 (2.9)	0.9	2.3 (2.8)	2.9 (3.5)	2.4
Brasil	7.5	2.7	1.0	2.5	0.1 (0.3)	0.1 (1.5)	0.1	0.3 (1.4)	1.0 (2.7)	-0.3	1.5 (2.2)	2.5 (3.1)	1.6
México	5.1	4.0	4.0	1.1	2.1 (2.4)	2.1 (2.3)	2.1	3.2 (3.5)	3.3 (3.5)	3.0	3.5 (3.8)	3.8 (4.0)	3.6
África Subsahariana	6.9	5.1	4.4	5.1	4.8 (5.1)	4.5 (4.7)	nd	4.9 (5.8)	4.6 (5.1)	nd	5.2 (6.0)	4.9 (5.1)	nd
Sudafrica	3.1	3.6	2.5	1.9	1.4 (1.4)	1.4 (2.0)	1.5	2.1 (2.3)	2.2 (3.0)	2.2	2.5 (2.8)	2.5 (3.5)	2.8
Economías Avanzadas	3.1	1.7	1.2	1.4	1.8 (1.8)	1.8 (1.9)	1.8	2.4 (2.3)	2.2 (2.4)	2.3	2.4 (2.4)	2.4 (2.5)	2.4
Economías Emergentes	7.5	6.2	5.1	4.7	4.4 (4.4)	4.4 (4.8)	4.4	4.3 (5.0)	4.8 (5.4)	4.1	4.7 (5.2)	5.3 (5.5)	4.9
Mundo (PPP)	5.4	4.1	3.4	3.3	3.3 (3.3)	3.3 (3.4)	3.2	3.5 (3.8)	3.6 (4.0)	3.3	3.7 (4.0)	4.0 (4.2)	3.7
Mundo (TCM)	4.1	2.9	2.4	2.5	2.6 (2.6)	2.6 (2.8)	2.6	3.0 (3.2)	3.0 (3.4)	2.8	3.2 (3.4)	3.3 (3.5)	3.2
Comercio Mundial	12.6	6.7	2.9	3.0	3.1 (3.8)	4.0 (4.1)	n.d	3.8 (5.0)	4.5 (5.2)	n.d	5.3	4.8 (5.4)	n.d

Fuente: FMI. WEO actualizado enero del 2015 y entre paréntesis WEO octubre del 2014. Consensus Forecasts, febrero y marzo 2015. Banco Mundial: actualizado enero del 2015 y entre paréntesis junio del 2014.

- (1) Si la caída en el precio del petróleo se debe principalmente a un fenómeno de oferta, —lo que colaboraría a mantener su actual bajo nivel—, ello podría traducirse en un estímulo mayor al crecimiento mundial;
- (2) La consolidación de la recuperación en la Zona Euro puede llevar a un círculo virtuoso de mejores expectativas y, por tanto, a una mayor actividad que no está contemplada en mi escenario central.

Como conclusión, es probable que los países avanzados crezcan algo más que lo indicado por el escenario central del Consensus Forecast, pero las sorpresas negativas pueden provenir de los países emergentes más vulnerables.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

En los últimos meses, la economía chilena ha tomado algo más de dinamismo. A esto han contribuido una menor desaceleración del consumo, una

reducción en la caída de la inversión, un mayor impulso fiscal y la recuperación en el margen de las exportaciones, en un entorno de mejores términos de intercambio debido, principalmente, a los menores precios del petróleo. En todo caso, a pesar de la leve recuperación de la actividad, los efectos expansivos de la baja de precio del petróleo y de la expansión fiscal son sólo transitorios, y la presencia de condiciones financieras internacionales menos favorables, junto con expectativas deprimidas por parte de los agentes económicos, un menor precio del cobre y la incertidumbre legislativa, son un llamado a la cautela con respecto a proyecciones de una expansión sostenidamente más robusta de la actividad en el corto plazo.

En términos de actividad, el IMACEC de enero creció un 2,7 por ciento anual. Este aumento estuvo impulsado por el crecimiento de la minería, compensando así la menor expansión del comercio mayorista. Como resultado, en el trimestre móvil noviembre-enero, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados aumentó un 2,9 por ciento y un 5,5 anualizado (véase gráfico 4).



A nivel sectorial, la producción industrial creció 5,8 por ciento anual en enero. En tanto, la minería, que había registrado una tasa de crecimiento promedio de 1,4 por ciento en 2014, se expandió 10,1 por ciento anual en enero. Por su parte el sector manufacturero, que en 2014 se contrajo un 0,4 por ciento, empezó el año 2015 con un crecimiento de 1 por ciento anual.

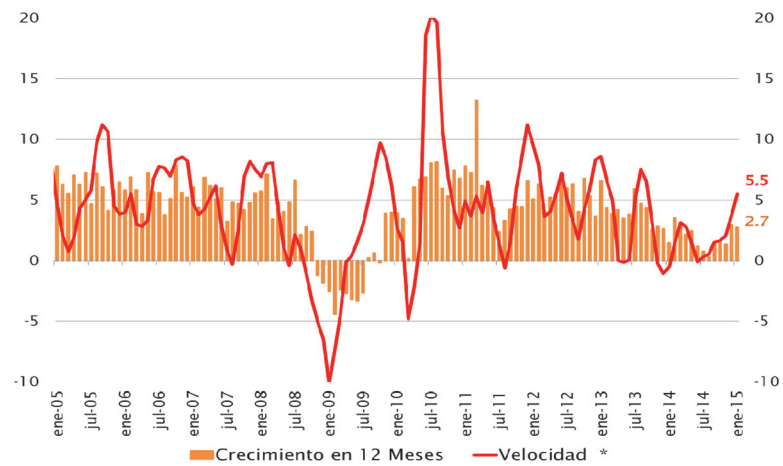
En cuanto a la demanda interna, destaca el mejor comportamiento de las ventas minoristas reales de bienes no durables, con una alza anual de 5,9 por ciento en enero, manteniendo una expansión anual sobre el 3 por ciento desde octubre del año pasado. Esta recuperación del dinamismo del consumo de bienes no durables está asociada a un importante aumento en el ingreso real de los consumidores, resultante de la pronunciada caída en los precios de los combustibles, todo ello a pesar de que las expectativas de los consumidores se mantienen en terreno pesimista, con efectos más pronunciados en las compras de bienes durables. Por otra parte, los indicadores de inversión reducen su caída, donde las importaciones de bienes de capital evolucionaron desde caídas anuales del promedio móvil trimestral cercanas a 26 por ciento entre enero y noviembre de 2014 hasta caídas anuales de 1 por ciento en promedio entre diciembre y febrero del presente año (véase gráfico 5).

En cuanto a las expectativas, la confianza empresarial se mantiene en terreno pesimista, siendo signifi-

ficativa la caída en las expectativas de los empresarios mineros, la cual pasó de un nivel promedio de 57 puntos en 2014, a un nivel de 35,3 en febrero del presente año. En contraste, el resto de los sectores presentan una mejora en el margen. Por su parte, la confianza de los consumidores experimentó una leve mejora en febrero, pero aún permanece en la zona pesimista.

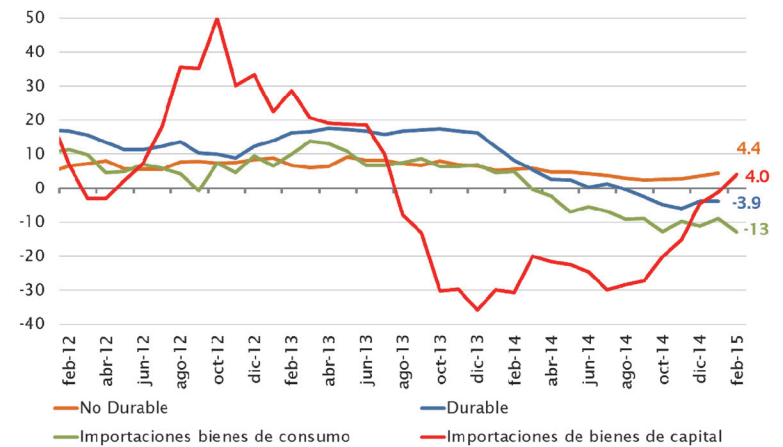
El crecimiento de las colocaciones nominales se desacelera en enero, con el crédito al sector em-

Gráfico 4: IMACEC (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

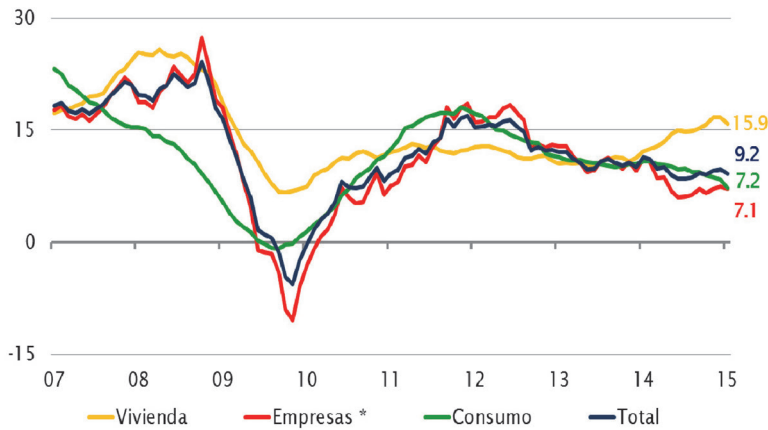
Gráfico 5: INDICADORES DE CONSUMO E INVERSIÓN\* (variación anual, porcentaje)



\* Promedios móviles trimestrales

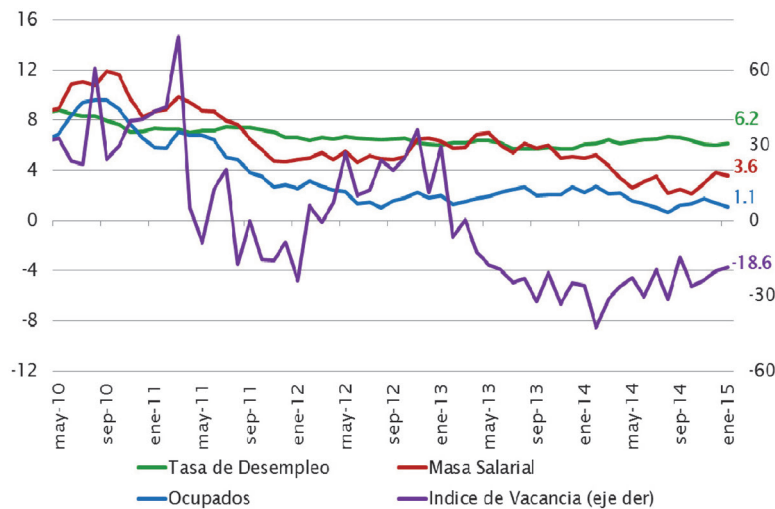
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6: COLOCACIONES NOMINALES (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7: MERCADO LABORAL (VARIACIÓN ANUAL, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

presarial (lo que incluye créditos comerciales y de comercio exterior) creciendo 7,1 por ciento anual, y las colocaciones de consumo registrando una tasa de crecimiento de 7,2 por ciento, manteniendo su tendencia decreciente. Sin embargo, las colocaciones para viviendas se expanden 10,4 por ciento anual, similar a lo observado meses atrás (véase gráfico 6).

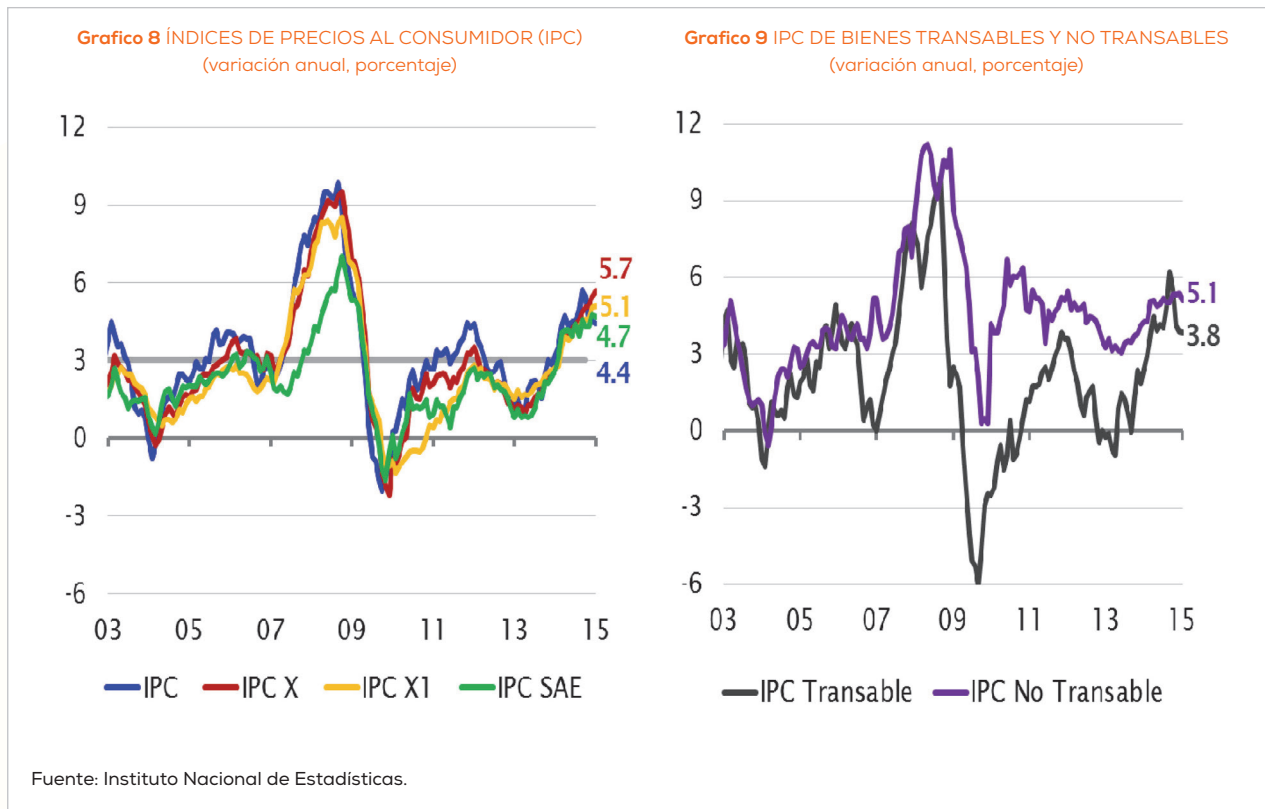
En cuanto a las finanzas públicas, se destaca el impulso fiscal con un crecimiento del gasto público

de 15,6 y 11,2 por ciento anual en diciembre y enero, respectivamente, factor que junto al menor precio del cobre conlleva un deterioro del balance fiscal efectivo. Las exportaciones, por su parte, crecieron 4 por ciento en el trimestre móvil diciembre-febrero, frente al mismo periodo del año anterior, lo que confirma el repunte de las exportaciones observado desde el cuarto trimestre de 2014.

El mercado laboral ha seguido mostrando su resiliencia al ciclo económico, con un alza del empleo de 1,1 por ciento anual en el trimestre noviembre-enero. En tanto, la fuerza de trabajo aumentó también en 1,1 por ciento, con lo que la tasa de desempleo se ubicó en 6,2 por ciento, similar al registro de un año atrás. En cuanto a la composición del empleo, se mantiene la expansión del empleo asalariado público, con la creación de 72,340 plazas entre enero de 2014 y enero de 2015, mientras que la creación de empleo privado asalariado vuelve a tener una incidencia

positiva con una expansión de 41,800 plazas en el mismo periodo. Por su parte, las remuneraciones reales crecen 2,5 por ciento anual, superior a la tasa promedio exhibida en 2014. Así, el crecimiento de la masa salarial real alcanza una expansión del 3,6 por ciento anual (véase gráfico 7).

En materia de precios, el IPC de febrero aumentó de 0,4 por ciento mensual (0,1 por ciento en enero), superior a lo esperado por el mercado, con lo



que la inflación anual alcanzó 4,4 por ciento, marginalmente inferior a lo registrado el mes anterior (véase gráfico 8). Los principales aumentos de precios se dieron en la electricidad (afectados por la entrada en vigencia del decreto tarifario), arriendo y transporte interurbano, mientras que se mantiene la presión por mayores precios de bienes perecibles, y la depreciación cambiaria. En tanto, la inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía (IPCSAE), fue de 4,7 por ciento anual. La inflación de bienes transables y no transables también aumentó hasta 3,8 por ciento y 5,1 por ciento anual, respectivamente (véase gráfico 9).

En este escenario, las distintas medidas de inflación subyacente se mantienen altas al mes de febrero (por sobre 4 por ciento anual), lo cual refleja una persistencia del alza de precios mayor de la esperada. Por su parte, las expectativas de inflación para diciembre de este año se encuentran ancladas en torno del 3 por ciento.

En cuanto a la política monetaria, con una economía creciendo por debajo del producto potencial, el Banco Central (BC) reaccionó bajando la tasa de política monetaria (TPM) con fuerza en varias ocasiones, llevándola a 3 por ciento. Desde octubre pasado, el BC ha mantenido la tasa de política preocupado por una inflación que se mantenía por mucho tiempo sobre sus proyecciones y también sobre su meta de 3 por ciento (con una inflación subyacente superando incluso el 4 por ciento anual). Como este escenario no ha cambiado, y la economía muestra algo más de dinamismo, lo más probable es que la tasa de política se mantenga en el 3 por ciento por un período más prolongado de tiempo. En este escenario, la posibilidad de reducción de la TPM durante el primer semestre se aleja. Bajas adicionales en las tasas podrían justificarse sólo si la economía comienza a experimentar una importante desaceleración, una vez que los efectos temporales de la mayor expansión fiscal y de la caída de los precios de combustibles comienzan a disiparse.

En cuanto a perspectivas, el crecimiento del consumo privado repuntaría levemente gracias al empuje de un mayor crecimiento de la masa salarial real y de la caída en el precio de los combustibles, pero su expansión se verá afectada negativamente por las deterioradas expectativas de los consumidores y una inflación que cede muy lentamente. Por su parte, la inversión privada no repuntará significativamente mientras se mantengan bajas las expectativas de los empresarios y el crecimiento económico no repunte en forma sostenida. En tanto, las exportaciones netas debieran fortalecerse impulsadas por el mayor crecimiento de los países avanzados y los efectos rezagados de la depreciación real.

Para 2015, el crecimiento resultará de los efectos contrapuestos de factores expansivos y contractivos. Los factores expansivos corresponden a la política monetaria, la depreciación real, un mayor crecimiento mundial, un menor precio del petróleo,

y los progresos en las agendas de energía y de infraestructura. Mientras, los factores contractivos se centran en condiciones financieras internacionales menos favorables, la desaceleración de China, la incertidumbre interna, y las malas expectativas de empresarios y consumidores.

En resumen, mi escenario central para el año 2015 es un crecimiento del PIB en la parte baja del rango 2,5 a 3,5 por ciento, y una inflación anual a diciembre entre 2,7 y 3,3 por ciento. En la tabla 3 se presentan las distintas proyecciones de las principales variables macroeconómicas, las cuales son consistentes con mis proyecciones. En el entorno local, el principal riesgo son las malas expectativas de empresarios y consumidores, por lo cual un mejor entorno económico para los negocios y la reducción de la incertidumbre asociada a las reformas en curso son condiciones necesarias para impulsar en forma sostenida la recuperación del consumo y la inversión privada. **PdeR**

**Tabla 3: PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE CHILE (porcentaje)**

	2011	2012	2013	2014	2015				2016			
					BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	5,8	5,5	4,2	1,9	2,5 - 3,5	2,7 (2,5; 3,1)	2,9	2,8 (2,5; 3,1)	2,5 - 3,5	3,5 (3,0; 4,1)	3,9	3,5 (3,0; 3,9)
Demanda Interna	9,4	7,3	3,7	-0,6	3,0	-	-	-	3,0	-	-	-
Con. privado	8,9	6,1	5,9	2,2	2,8*	2,5	2,1	-	2,8*	3,5	3,0	-
Inversión total	14,7	12,4	-1,6	-10,6	1,9	1,2	1,5	-	1,9	3,4	3,0	-
Balance Fiscal (% del PIB)	1,3	0,6	-0,6	-1,6	-	-2,3	-1,9	-	-	-1,9	-1,0	-
Tipo Cambio (fin período)	521,5	478,6	523,8	607,4	-	623,5**	633,9	625 (600; 645)	-	618,2***	644,1	625 (570; 650)
Inflación (dic-dic)	4,4	1,5	3,0	4,6	2,8	2,7 (2,0; 3,2)	2,8	3,2 (2,8; 3,5)	2,8	3,0 (2,7; 3,1)	3,1	3,0 (3,0; 3,0)
Tasa de Desempleo (%)	7,2	6,5	6,0	6,3	-	-	6,4	-	-	-	6,4	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-1,2	-3,6	-3,7	-1,2	-1,1	-1,3	-1,6	-	-1,1	-1,4	-1,6	-

\* Se refiere al consumo total. \*\* Corresponde a mayo de 2015. \*\*\* Corresponde a febrero 2016.

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