

# Puntos de Referencia

Edición online  
N° 399, mayo 2015

## El momento económico internacional y nacional Mayo 2015

**Vittorio Corbo**

### Resumen

**E**n los últimos meses el crecimiento mundial se ha desacelerado. En los países avanzados, la expansión de Estados Unidos ha perdido dinamismo, afectada por factores transitorios (factores climáticos y la huelga de puertos), y por la apreciación del dólar. Al mismo tiempo, Japón y el Reino Unido también pierden algo de dinamismo. En contraste, la actividad en la Zona Euro repunta producto de la depreciación del euro, de la expansión cuantitativa del Banco Central Europeo, y de mejores condiciones de los mercados de trabajo y de crédito.

Por su parte, China presenta un menor dinamismo, el que obedece tanto a ajustes en diversos mercados como a factores de tendencia que repercuten en su crecimiento potencial. En tanto, el resto de los principales países emergentes presentan dinámicas heterogéneas, con India que se acelera, y Rusia y Brasil enfrentando serios problemas macroeconómicos.

El resto de países emergentes enfrentan condiciones financieras menos auspiciosas, con reversión de flujos de capitales, pero beneficiados por la recuperación de los precios de los minerales y un fortalecimiento de sus monedas en las últimas jornadas.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento, para este año se espera un crecimiento mundial en torno al 3,3 por ciento, similar al crecimiento del 2014.

Por su parte, después de un auspicioso inicio de año, debido a la caída del precio de los combustibles y a la expansión del gasto fiscal, la economía chilena se ha desacelerado en un entorno de incertidumbre e inquietud respecto a las reformas impulsadas por el Ejecutivo. Esto ha afectado negativamente las expectativas, especialmente las expectativas de los consumidores, perjudicando tanto las decisiones de consumo como de inversión. Esto se manifiesta en cifras de actividad que muestran una demanda interna débil.

Por su parte, las importaciones y las exportaciones se contraen respecto al año anterior.

El mercado laboral presenta señales contradictorias, pues el bajo desempleo y una mayor masa salarial real (todo esto apoyado por la creación de empleo público) coexiste con un bajo crecimiento de los ocupados y un alza significativa de los inactivos.

En cuanto a la inflación anual, ésta se encuentra sobre el rango de meta del Banco Central.

En cuanto a las proyecciones, se estima un crecimiento en la parte baja del rango del 2,5 a 3,5 por ciento y una inflación en torno del 2,8 y 3,8 por ciento.

---

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

## 1. Introducción

Desde nuestra última reunión en el CEP, en marzo de este año, la actividad mundial ha seguido perdiendo dinamismo, tanto en los países desarrollados como en los países emergentes.

La actividad en Estados Unidos se ha visto afectada por factores transitorios (factores climáticos y la huelga de puertos), la apreciación del dólar y ajustes en su industria petrolera por la caída del precio del crudo, mientras persisten dudas sobre la fortaleza de su mercado laboral. Por otro lado, la actividad de la Zona Euro se ha expandido como resultado de la depreciación del euro, la expansión cuantitativa del Banco Central Europeo, el menor precio del petróleo, y una mejor situación del mercado laboral y de crédito. En tanto, el crecimiento de Japón pierde fuerza, con una inflación debajo de la meta de la autoridad monetaria. En los mercados financieros aumentan las tasas largas, mientras en las últimas jornadas los precios de los minerales se han ajustado al alza y el dólar se ha depreciado.

En los países emergentes, China se desacelera producto de ajustes en diversos mercados y por factores de tendencia, que repercuten en su crecimiento potencial. En tanto, India se acelera producto de las reformas de la nueva administración, apoyado por un menor precio del crudo y mejores expectativas de sus agentes. No obstante este positivo panorama, Brasil se desacelera con fuerza por los efectos de políticas de ajuste introducidas para enfrentar desequilibrios macroeconómicos, mientras Rusia adolece de problemas geopolíticos y económicos que han afectado su crecimiento, tanto por la situación en Ucrania como por la caída del precio del petróleo. Para el resto de países emergentes, la actividad se desacelera en un escenario de condiciones financieras menos auspiciosas y ajustes internos.

En cuanto a las perspectivas, se espera que la economía mundial crezca este año a una tasa similar a la observada en los últimos tres años.

La economía chilena presenta una desaceleración de la actividad respecto al inicio del año. El consumo no repunta significativamente, con ventas de bienes durables débiles y un avance acotado del consumo de bienes no durables, mientras la inversión reduce su contracción, pero aún sigue cayendo. En el mercado laboral la tasa de desempleo se mantiene baja, pero con un menor dinamismo en la generación de empleo y un cambio en su composición, favoreciendo el empleo asalariado público en pos de la creación de empleo por parte del sector privado. Por otra parte, la inflación supera el límite superior del rango de tolerancia de la meta del Banco Central.

En cuanto a las expectativas de los agentes domésticos, éstas se mantienen en terreno pesimista, tanto para los empresarios como para los consumi-

---

La economía chilena presenta una desaceleración de la actividad respecto al inicio del año. El consumo no repunta significativamente, con ventas de bienes durables débiles y un avance acotado del consumo de bienes no durables.

---

dores. Cabe destacar que las expectativas de consumidores registran el nivel más bajo desde 2009.

En cuanto a proyecciones, el crecimiento de la economía chilena se estima en el rango de 2,5 por ciento al 3,5 por ciento para este año, mientras la inflación se proyecta en el rango de 2,8 por ciento al 3,8 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

La economía mundial sigue mostrando un crecimiento mediocre, afectada en los países avanzados por la herencia de la crisis financiera y del euro, y por las perspectivas de un menor crecimiento potencial. Esto último ha afectado tanto a la inversión como al consumo. En los países emergentes, el bajo crecimiento es el resultado tanto de factores externos como internos. Entre los externos destacan el fin del superciclo de precios de productos primarios y condiciones financieras menos favorables. Entre los factores internos cabe destacar los programas de ajuste introducidos en algunos países para reducir vulnerabilidades macro/financieras que habían emergido en años recientes como también en algunos casos factores idiosincráticos.

Dentro de este cuadro general, en los últimos dos meses destacan la pérdida de dinamismo de EE.UU., China y la mayoría de los países emergentes. En

---

La economía mundial sigue mostrando un crecimiento mediocre, afectada en los países avanzados por la herencia de la crisis financiera y del euro, y por las perspectivas de un menor crecimiento potencial.

---

menor medida se observa también una pérdida de dinamismo del Reino Unido (RU) y Japón.

La pérdida de dinamismo de EE.UU. está asociada a factores transitorios (clima y huelga de puertos), a la apreciación del dólar y sus efectos en los sectores exportables y que compiten con importaciones, y al ajuste que ha estado experimentando la industria petrolera como respuesta a la pronunciada caída en el precio del crudo. Cifras del mercado laboral de abril, con la creación de más de 223.000 puestos de trabajo en el mes, apoyan la tesis de

que la desaceleración ha estado dominada por los factores transitorios. Cabe señalar, que este es también el diagnóstico de la FED respecto al bajo crecimiento del primer trimestre de este año.

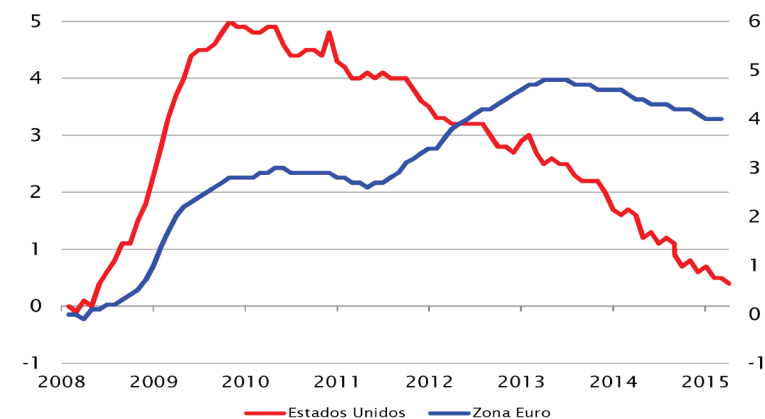
Con todo, a pesar de la fuerza de la creación de empleo, los salarios continúan con un crecimiento bajo (2,5 por ciento nominal).

Dentro del resto de los países avanzados, Japón vuelve a perder dinamismo y, al mismo tiempo, sigue encontrando dificultades para llevar la inflación hacia su meta del 2 por ciento anual, a pesar de la pronunciada depreciación del yen. El RU también pierde algo de dinamismo, afectado por la apreciación de la libra esterlina y una desaceleración de su sector inmobiliario, pero su mercado laboral se mantiene dinámico.

Con todo, la mejor noticia de los países avanzados y de la economía mundial es el mayor dinamismo que muestra la Zona Euro (ZE). La mayor actividad se apoya en un menor freno fiscal, las políticas expansivas del Banco Central Europeo (BCE) y la depreciación del Euro resultante de esta política, un menor precio del petróleo, un mejor mercado laboral y la recuperación gradual del crédito. En esta región destacan el mayor dinamismo en el margen de Francia, Italia y España. El mayor dinamismo de la ZE aleja el peligro de deflación que ha estado presente por algún tiempo y que es lo que motivó las decididas acciones del BCE.

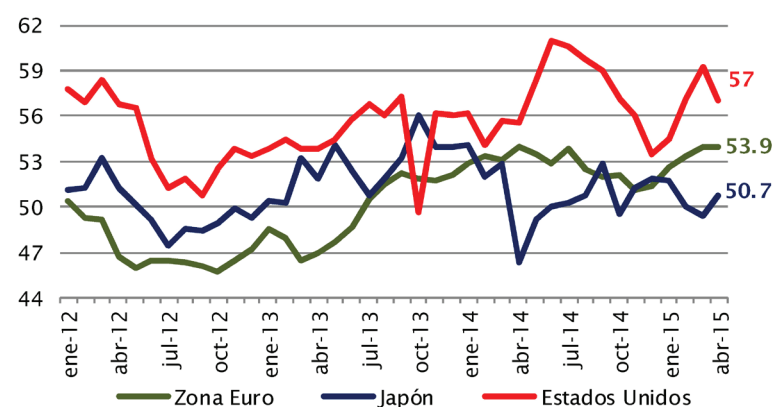
Esta recuperación apenas se encuentra en sus etapas iniciales, con un PIB de la ZE que aún está un 1,5 por ciento por debajo del nivel alcanzado en el primer trimestre del año 2008, esto es, al comienzo de la crisis financiera. En algunos países la situación es más dramática, mientras en Italia el PIB está un 9,4 por ciento por debajo del nivel alcanzado en el primer trimestre del 2008, en España está un 4,9 por ciento por debajo. La situación en el mercado laboral es más dramática todavía, con un desempleo aún 4 puntos porcentuales por encima del nivel alcanzado a comienzos del 2008 (véase gráfico 1). Esto anticipa

Gráfico 1: CAMBIOS EN LA TASA DE DESEMPLEO, 2008-2015 (porcentaje)



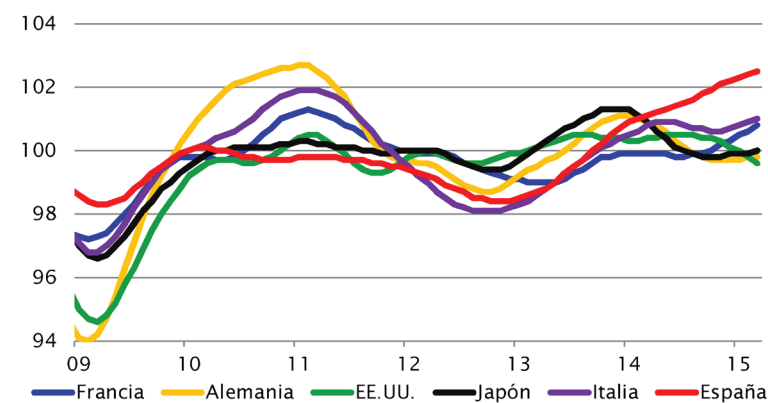
Fuente: Eurostat y Bloomberg.

Gráfico 2: PMI COMPUESTO, 2012-2015 (Pivote = 50)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: INDICADORES LÍDERES OECD



Nota: Promedio ponderado de Largo Plazo igual 100.

Fuente: OECD Stats.

que mientras la inflación se mantenga contenida, las políticas de estímulo del BCE debieran mantenerse apoyando la recuperación. Con todo, en la ZE y en la economía mundial persiste el riesgo de cola, esto es, de un evento con una baja probabilidad de ocurrencia pero de alto impacto, que en este caso corresponde a la eventual salida de Grecia de la ZE.

Estos eventos en los países avanzados han tenido repercusiones en los mercados financieros internacionales que se han manifestado en un sorpresivo aumento en las tasas largas, una depreciación del dólar en el margen, y un alza de precios de productos primarios.

En cuanto a perspectivas futuras, los indicadores líderes de actividad de los países avanzados apuntan a que su expansión continuará en los próximos meses. Japón sigue exhibiendo las cifras más débiles de los países desarrollados (véase gráficos 2 y 3).

En lo que se refiere a los países emergentes, éstos como grupo enfrentan un escenario menos favorable que el de años recientes: un dólar apreciado, bajos precios de *commodities* y condiciones financieras menos auspiciosas. En particular, las expectativas del inicio de un ciclo de alza de tasas de la FED y la apreciación del dólar asociada a estas expectativas, están presionando las hojas de balance de las empresas no financieras que acumularon una importante deuda en dólares en los años recientes de abundante liquidez internacional.

Es importante destacar que entre los principales países emergentes existe bastante heterogeneidad. China, la principal economía emergente<sup>1</sup>, se está desacelerando más de lo proyectado afectada por factores cíclicos y de tendencia.

Los factores cíclicos están asociados al uso de políticas financieras restrictivas orientadas a controlar el excesivo crecimiento del crédito en empresas estatales, en empresas del sector inmobiliario y en los gobiernos locales, así como también al intento de las autoridades de cambiar su modelo de crecimiento desde uno basado principalmente en la expansión de la inversión y las exportaciones, a uno que se apoye más en el crecimiento del consumo interno. Frente a la fuerza que ha tomado la desaceleración, las autoridades chinas han estado respondiendo con un mayor estímulo monetario y con una política crediticia focalizada en los sectores que se desean promover (empresas pequeñas y medianas, y consumo interno), para intentar llevar el crecimiento de este año al 7 por ciento.

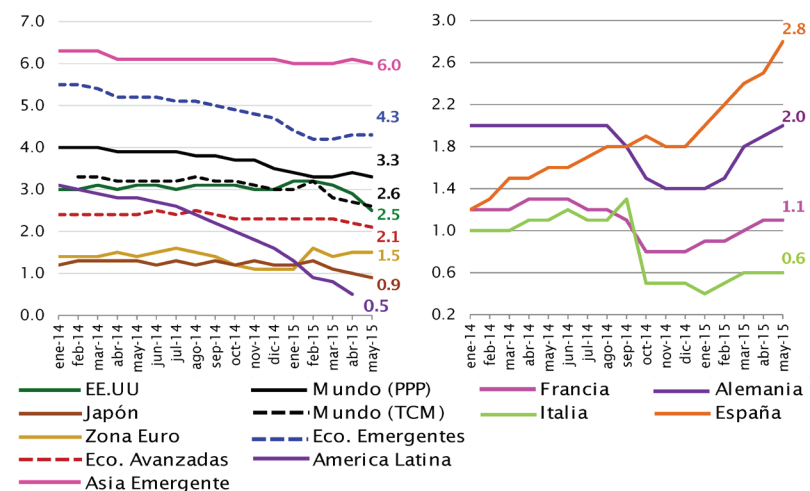
No obstante, la desaceleración de China va más allá de factores cíclicos, incluyendo también factores de tendencia que reducen la tasa de crecimiento potencial. Estos últimos se relacionan con una proyección de crecimiento negativo de la fuerza laboral, una caída en la tasa de crecimiento del stock de capital y también una caída en el crecimiento de la productividad total de los factores, justo cuando la brecha de producto per cápita entre China y los países avanzados se ha acortado.

<sup>1</sup> Para ser precisos, China es el segundo país más grande del mundo cuando la métrica es el PIB valorado con un tipo de cambio de paridad de poder de compra (aproximadamente un 16,9 por ciento del PIB mundial).

En otros países emergentes importantes, India (7,1 por ciento del mundo) se está acelerando, impulsada por las expectativas de reformas que ha generado la administración del Primer Ministro Narendra Modi, la caída del precio del petróleo y sus efectos en las arcas fiscales, y los primeros ajustes de políticas.

Por su parte, Rusia (3,1 por ciento del mundo) está en plena recesión afectada por la caída del precio del petróleo y por los efectos de las sanciones económicas impuestas por la ZE y Estados Unidos. Brasil (2,9 por ciento del mundo) se está contrayendo, mientras intenta reformar sus políticas internas y reducir sus desequilibrios macroeconómicos (déficit fiscal e inflación) para reducir sus vulnerabilidades frente a un escenario externo que se le deteriora.

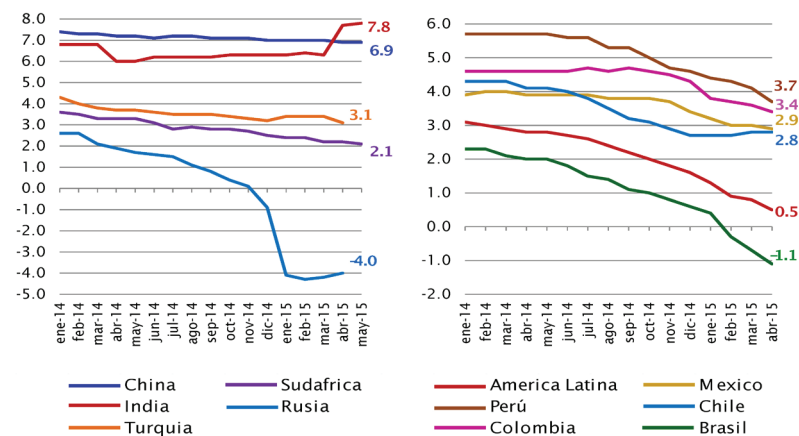
Gráfico 4: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2015 (variación porcentual del PIB Real)



Fuente: Censensus Forecasts.

Como resultado de estos ajustes en el panorama internacional, las proyecciones de crecimiento para el 2015 se han ido ajustando gradualmente a la baja, principalmente en los países emergentes (véase gráficos 4 y 5). Con todo, gracias al mayor dinamismo de los países avanzados, la economía mundial crecería a este año a una tasa muy parecida a la del año pasado. En los países emergentes, para Améri-

**Gráfico 5: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2015 (variación % del pib real)**



Fuente: Consensus Forecasts.

**Tabla 1: PROYECCIONES DEL CRECIMIENTO MUNDIAL (variación porcentual anual)**

	2011	2012	2013	2014	2015		2016	
					FMI	CF	FMI	CF
Estados Unidos	1.6	2.3	2.2	2.4	3.1 (3.6)	2.5	3.1 (3.3)	2.8
Zona Euro	1.6	-0.8	-0.5	0.9	1.5 (1.2)	1.5	1.7 (1.4)	1.8
Japón	-0.5	1.8	1.6	-0.1	1.0 (0.6)	0.9	1.2 (0.8)	1.7
Asia (ex-Japón)	7.3	6.3	6.6	6.5	6.4 (6.4)	6.0	6.2	6.0
China	9.3	7.8	7.8	7.4	6.8 (6.8)	6.9	6.3 (6.3)	6.7
India	6.6	5.1	6.9	7.2	7.5 (6.3)	7.8	7.5 (6.5)	8.1
América Latina	4.9	3.1	2.9	1.3	0.9 (1.3)	0.5	2.0 (2.3)	2.1
Brasil	3.9	1.8	2.7	0.1	(-1.0) (0.3)	-1.1	1.0 (1.5)	1.2
México	4.0	4.0	1.4	2.1	3.0 (3.2)	2.9	3.3 (3.5)	3.4
África Subsahariana	5.0	4.2	5.2	5.0	4.5 (4.9)	nd	5.1 (5.2)	nd
Sudafrica	3.2	2.2	2.2	1.5	2.0 (2.1)	2.1	2.1 (2.5)	2.7
Economías Avanzadas	1.7	1.2	1.4	1.8	2.4 (2.4)	2.1	2.4 (2.4)	2.4
Economías Emergentes	6.2	5.2	5.0	4.6	4.3 (4.3)	4.3	4.7 (4.7)	5.1
Mundo (PPP)	4.2	3.4	3.4	3.4	3.5 (3.5)	3.3	3.8 (3.7)	3.9
Mundo (TCM)	3.0	2.4	2.5	2.6	2.9 (3.0)	2.6	3.2 (3.2)	3.1
Comercio Mundial	6.8	2.8	3.5	3.4	3.7 (3.8)	nd	4.7 (5.3)	nd

Fuente: FMI, WEO actualizado abril del 2015 y entre paréntesis WEO enero del 2015. Consensus Forecast, mayo y abril 2015.

ca Latina se proyecta un crecimiento bajo el 1 por ciento, afectada principalmente por los problemas de Brasil, Venezuela y Argentina, y los efectos de la caída del precio del petróleo en México y Colombia, y de los bajos precios de *commodities* en Brasil, Chile, y Perú. A lo anterior, se le agregan los efectos de deterioradas expectativas económicas en varios países por factores domésticos.

y al crecimiento mundial; finalmente, (5) un deterioro de los problemas geopolíticos tanto por la crisis entre Rusia y Ucrania, como por los problemas en el Medio Oriente. Entre riesgos que de materializarse podrían llevar a un crecimiento mundial mayor al proyectado se destacan: (1) el menor precio del petróleo puede generar un estímulo mayor al estimado en las proyecciones del

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo aparecen en la Tabla 1, la que incluye proyecciones del FMI y del Consensus Forecast. Estas proyecciones corresponden a un escenario central, el que enfrenta importantes riesgos en ambas direcciones. Entre los riesgos a la baja destacan: (1) la pronunciada apreciación del dólar puede terminar afectando el crecimiento de EE.UU. con más fuerza de lo proyectado; (2) la delicada situación de Grecia puede terminar con su salida de la ZE, lo que tendría importantes efectos en la volatilidad de los mercados financieros internacionales y efectos en el crecimiento mundial; (3) el inicio y la dinámica del ciclo de alzas de tasas de la FED puede exacerbar la volatilidad en los mercados financieros internacionales, con efectos importantes en los flujos de capitales y en las paridades de las monedas de los países emergentes; (4) una eventual desaceleración más abrupta de China, la cual impactaría con fuerza a los precios de *commodities*, a los países emergentes

escenario central; y (2) la mejora de expectativas en la ZE, ahora que el crecimiento aumenta y que los mercados laborales comienzan a mejorar, puede acelerar su expansión.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

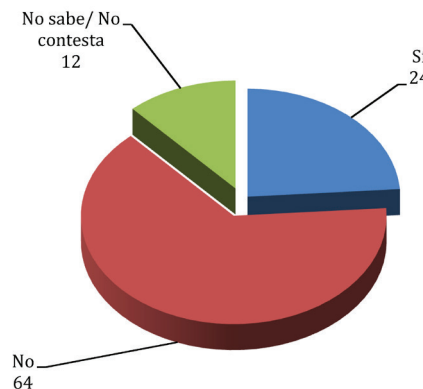
El crecimiento de Chile se redujo a partir del tercer trimestre de 2013, afectado principalmente por el fin del superciclo de precios de productos primarios y la incertidumbre generada por las reformas del nuevo gobierno. Con respecto a las reformas, la sociedad cuestiona su diseño, su efectividad y sus efectos en la inversión y el crecimiento (véase gráfico 6).

Hacia fines del año pasado la economía tomó algo más de dinamismo empujada por factores temporales: la caída en el precio de los combustibles y la pronunciada expansión del gasto público. Sin embargo, recientemente la economía ha vuelto a perder dinamismo. Así, utilizando los IMACECs ajustados por estacionalidad y días trabajados, la economía creció un 2,9 por ciento anual en enero, un 1,5 por ciento anual en febrero, y sólo un 1,2 por ciento anual en marzo (véase gráfico 7). De la misma forma, utilizando la tasa de crecimiento anualizada de los promedios móviles trimestrales, la economía creció a un 5,9 por ciento en el trimestre diciembre-febrero, y un 3,7 por ciento en el trimestre enero-marzo.

agentes de la economía, mientras la masa salarial real crece en el margen.

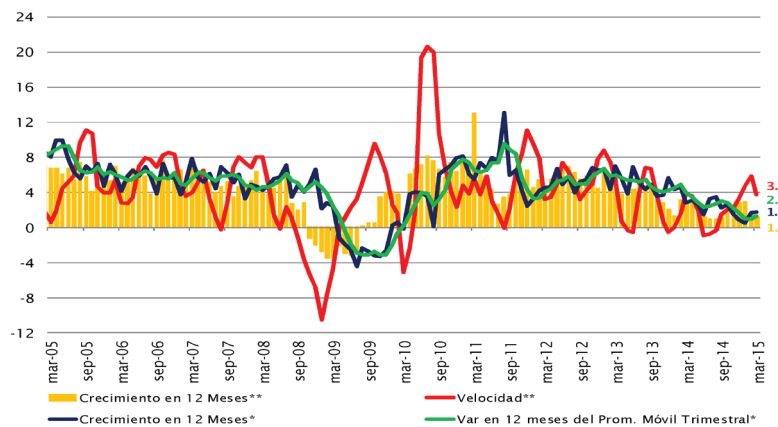
La inversión sigue contrayéndose, aunque a tasas más bajas a las observadas un año atrás, lo cual se refleja en una caída del 4,4 por ciento anual de las importaciones de bienes de capital ajustadas por estacionalidad para el periodo febrero-abril, menor a la baja del 9,7 por ciento del trimestre anterior. Esta dinámica refleja la importante debilidad que

**Gráfico 6:** ¿CREE UD. QUE LAS REFORMAS IMPULSADAS POR EL GOBIERNO DE LA PRESIDENTE MICHELLE BACHELET SERÁN EFICACES PARA ALCANZAR LOS OBJETIVOS QUE PERSIGUEN? (total muestra, porcentaje)



Fuente: Encuesta CEP, abril 2015.

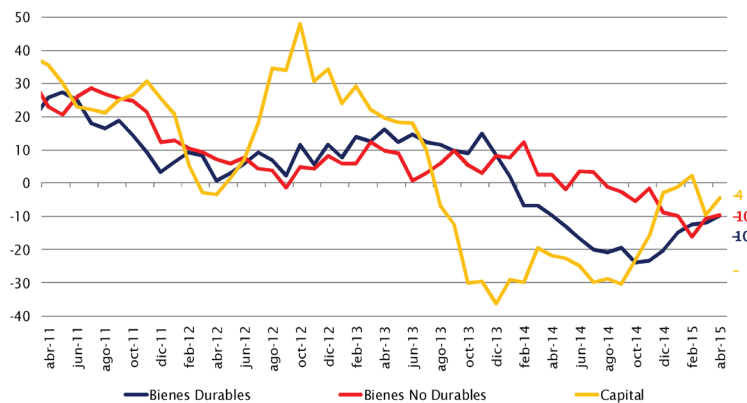
**Gráfico 7:** IMACEC (porcentaje)



\* Serie Original. \*\* Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 8: IMPORTACIONES\*** (variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



\* Cifras ajustadas por estacionalidad.

Fuente: Banco Central de Chile.

Asimismo, las cifras de marzo, con excepción de la construcción, mostraron una renovada debilidad que abarcó la producción manufacturera, la producción minera, las ventas al detalle y las cifras de comercio exterior.

Por su parte, las ventas minoristas reales ajustadas por estacionalidad aumentaron un 2,2 por ciento anual en el trimestre diciembre-febrero, y sólo un 1,8 por ciento anual en el trimestre enero-marzo. Por componentes, se acelera la caída anual en las ventas reales de bienes durables desde una contracción de 3,9 por ciento en el trimestre diciembre-febrero, a una caída de 5,1 por ciento anual en el trimestre enero-marzo. Por su parte, las ventas de bienes no durables reducen su expansión, con un crecimiento de 4,5 por ciento anual en el mismo periodo, menor al crecimiento de 5,1 por ciento anual del trimestre diciembre-febrero. Por el lado de las importaciones de bienes de consumo ajustadas por estacionalidad, éstas siguen cayendo al contraerse un 9,8 por ciento anual para el periodo febrero-abril, inferior a la reducción del trimestre enero-marzo de 11,2 por ciento (véase gráfico 8). La dinámica de consumo es concordante con el deterioro significativo de las expectativas de los

aún persiste en la inversión, pese a que se observan mejoras en el margen.

El sector de la construcción, por su parte, toma más dinamismo con el anticipo de la construcción de unidades que estarán sujetos a un mayor IVA a partir de enero próximo. Esta recuperación se refleja en diversos indicadores del sector, así como también en el IMACON.

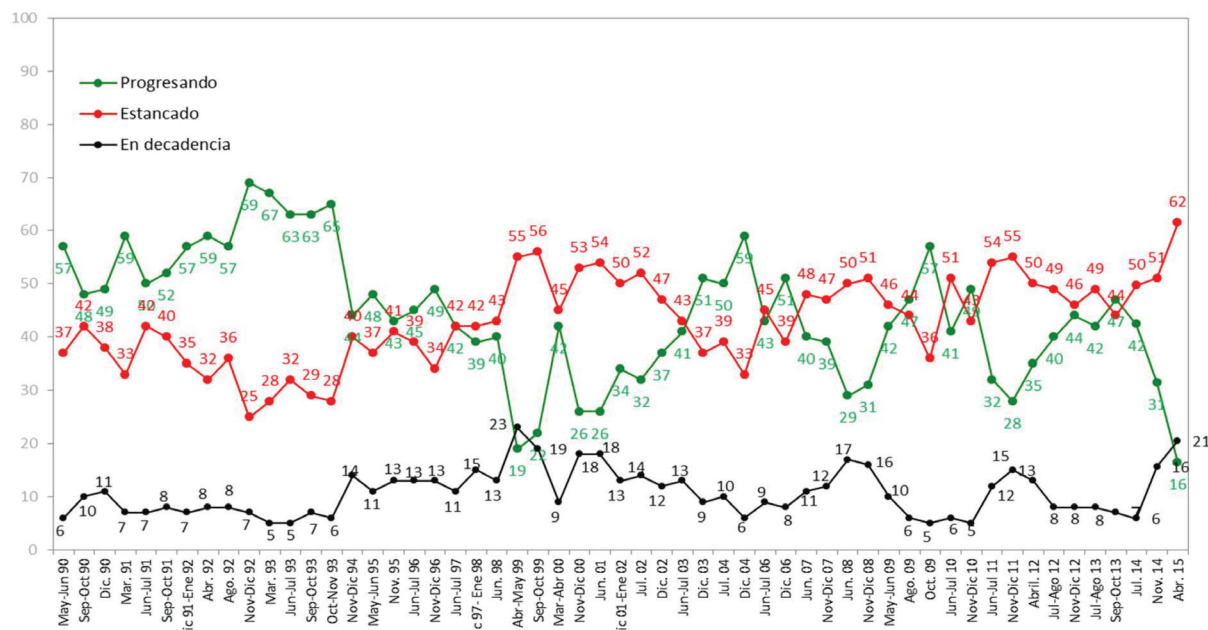
En cuanto a la dinámica del producto, el sector manufacturero se sigue contrayendo. De hecho, durante el primer trimestre este sector cayó 0,7 por ciento anual. En tanto, la minería registra un comportamiento más volátil en los primeros meses del año, con un crecimiento del 1 por ciento anual en el primer trimestre, dado una variación mensual en enero, febrero y marzo del 10, -2 y -4,9 por ciento, respectivamente.

En materia de expectativas, el índice de confianza empresarial sigue en terreno pesimista en el mes de abril, donde las expectativas de empresarios no mineros vuelven a deteriorarse con excepción del sector construcción. Por su parte, la confianza del consumidor baja a niveles no vistos desde 2009, siendo los componentes “situación país actual” y “situación país en doce meses”, los que caen más significativamente. En tanto que el pesimismo con respecto al progreso del país, nunca ha sido tan alto desde el retorno de la democracia. Así, en la encuesta del CEP de abril de este año, un 62% de los encuestados cree que el país está estancado y el 21% de que el país está en decadencia. Cifras que superan incluso las observadas en abril/mayo de 1999 en plena crisis asiática (véase gráfico 9).

En el Informe de Percepción de Negocios del mes de mayo publicado por el Banco Central de Chile,



**Gráfico 9:** PERCEPCIÓN DE PROGRESO ¿UD. CREE QUE EN EL MOMENTO ACTUAL CHILE ESTÁ: PROGRESANDO, ESTANCADO O EN DECADENCIA? (total muestra, porcentaje)

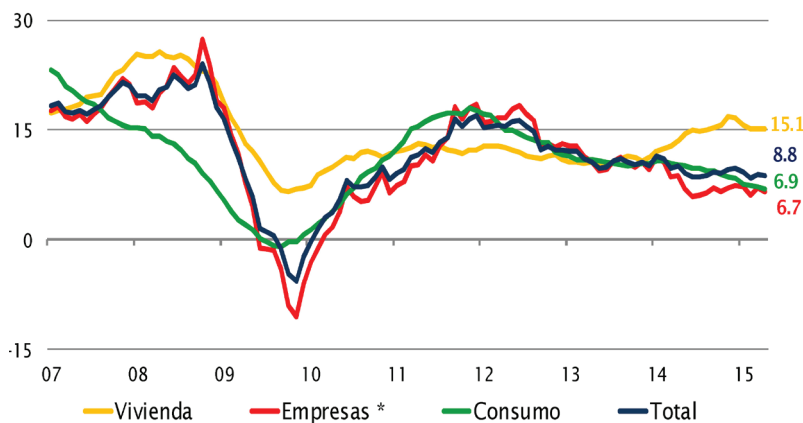


Fuente: Encuesta CEP, Abril 2015.

se destaca la percepción de los entrevistados respecto a la inversión, ya que estos consideran que sus planes de inversión para este año se concentran solo en la reposición habitual de capital, confirmando al mismo tiempo la incertidumbre sobre el alcance de diversos proyectos del gobierno y la opción de esperar por parte de los empresarios.

El crecimiento de las colocaciones nominales totales pierde fuerza con un avance del 8,8 por ciento anual en el mes de abril (véase gráfico 10). Entre sus componentes, las colocaciones destinadas a las empresas (que incluye las colocaciones comerciales y de comercio exterior) redujeron su crecimiento hasta 6,7 por ciento anual (7 por ciento en marzo), al igual que las colocaciones de consumo que crecieron en 6,9

**Gráfico 10:** COLOCACIONES NOMINALES (variación anual, porcentaje)

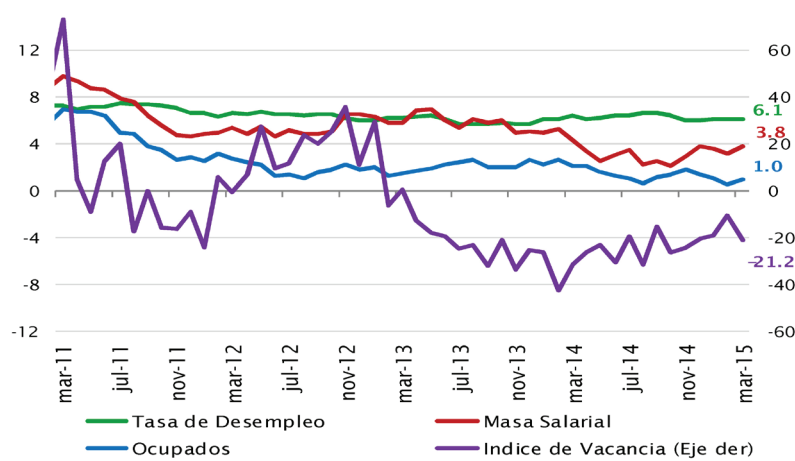


Nota: \* Incluye colocaciones comerciales y de comercio exterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

por ciento anual (7,3 por ciento en marzo), cabe destacar que el crecimiento de las colocaciones de consumo es el más bajo desde julio de 2010. En cuanto a las colocaciones de vivienda, éstas mantienen una expansión anual sobre el 10 por ciento en términos reales.

Gráfico 11: MERCADO LABORAL (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

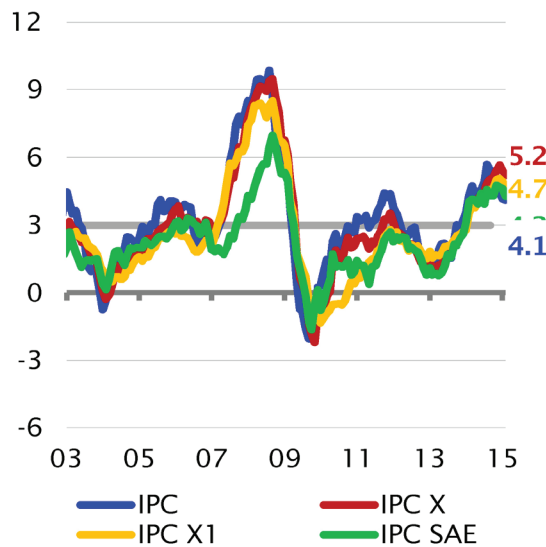
Además, los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre de 2015, publicado por el Banco Central de Chile, muestran que las condiciones de oferta mejoran con respecto al trimestre anterior, aunque se mantienen en territorio restrictivo, mientras las condiciones de demanda mejoran en el margen tanto en sector inmobiliario como en el sector construcción.

En cuanto a las finanzas públicas, el balance fiscal se deteriora debido a un menor superávit fiscal el primer trimestre en 2015 de 0,1 por ciento del PIB, respecto al balance fiscal un año atrás del 0,5 por ciento del PIB, afectado por un mayor crecimiento del gasto y un menor crecimiento de los ingresos provenientes del cobre. En tanto el primer trimestre de este año la inversión pública se expandió un 23,4 por ciento en términos reales. En cuanto al comportamiento del comercio exterior, las exportaciones en dólares se contrajeron 14 por ciento en términos anuales para el periodo febrero-abril, principalmente por las menores exportaciones del sector minero, mientras que las importaciones cayeron 13 por ciento anual en el mismo periodo. Las importaciones se contrajeron en todas sus categorías, esto es, las de bienes de capital, las de bienes de consumo durable y las de bienes de consumo no durable.

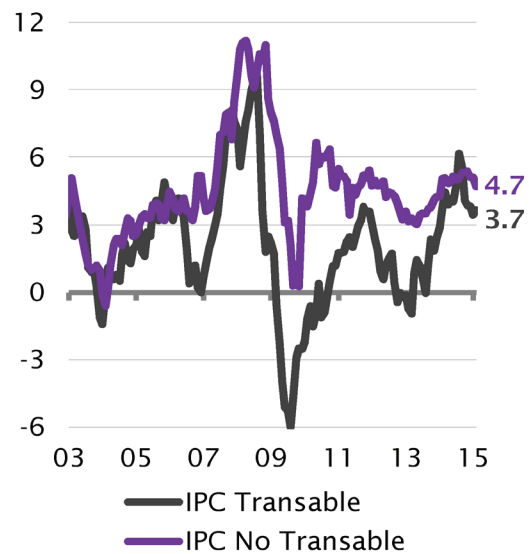
Por su parte, el mercado laboral mantiene la resiliencia al ciclo (véase gráfico 11). La tasa de desempleo se ubica en 6,1 por ciento en el trimestre enero-marzo, el empleo crece 1 por ciento anual, y la fuerza de trabajo aumenta en 0,7 por ciento. El bajo crecimiento de la fuerza de trabajo, contrasta con el avance de los inactivos en 2,8 por ciento anual en promedio durante el primer trimestre del año, con un alza significativa de la categoría inactivos.

Así mismo, la creación de empleo a lo largo del año ha sido de 79.186 personas, de las cuales 90.063 personas han sido asalariados públicos, en contraste la creación de empleo entre asalariados privados y cuenta propia suman 17.002 personas en el mismo periodo, mientras el resto de componentes de los ocupados se reducen en 27.879 personas. Por sectores, el comercio y la industria pierden empleos, y los servicios financieros y públicos, y la agricultura crean empleos. En tanto, las remuneraciones reales crecieron 2,8 por ciento anual al mes de marzo, superior al 2,5 por ciento anual del periodo enero-febrero.

En materia de precios, el IPC de abril sorprendió al crecer en 0,6 por ciento mensual, acumulando un incremento de 1,6 por ciento en lo que va del año y llevando a la inflación al 4,1 por ciento anual (véase gráfico 12). Los principales aumentos se dieron en alimentos y bebidas no alcohólicas, transporte y salud. La inflación subyacente, medida por el IPC sin Alimentos y Energía (IPCSAE), fue de 0,4 por ciento mensual llegando a 4,3 por ciento anual. La inflación de los bienes transables y no transables se ubican en 3,7 por ciento y 4,7 por ciento en términos anuales, respectivamente (véase gráfico 13). En este marco, las expectativas de inflación para diciembre de este año se han corregido al alza, pero

**Grafico 12** ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC)  
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Grafico 13** IPC DE BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES  
(variación anual, porcentaje)

permanecen anclados al 3 por ciento en el horizonte de política. En este escenario, se hace evidente la preocupación del Banco Central frente a la alta inflación, la cual se destaca en el último IPoM, siendo los efectos de la depreciación mayores a lo estimado, aunque se consideran que estos efectos debieran ser transitorios.

En cuanto a las proyecciones, no existen factores que permitan esperar un repunte significativo en el consumo privado mientras las expectativas sigan deprimidas y no se expanda en mayor medida el empleo. Ahora bien, la inversión seguirá débil afectada por el ciclo económico y la incertidumbre. En cambio las exportaciones netas debieran fortalecerse debido al mayor crecimiento mundial, especialmente en las economías avanzadas.

En este contexto, el Banco Central reafirmo en el último IPoM que el ciclo de bajas de tasas ya se completó y que, en el escenario más probable, las tasas debieran comenzar a normalizarse hacia fines de año. Sin embargo, el alza reciente en la inflación aumenta la preocupación por los efectos de segunda vuelta y efectos en las expectativas de inflación. No

obstante, con una economía que vuelve a perder fuerza, el deterioro de las expectativas de los agentes y la apreciación del peso, es muy probable que las tasas se mantengan en su nivel actual.

En 2015 el crecimiento resultará de los efectos contrapuestos de dos tipos de fuerzas. Los factores expansivos serán políticas macro expansivas, depreciación real, menor precio del petróleo, y progresos en las agendas energética y de infraestructura. Los factores contractivos corresponden a condiciones financieras internacionales menos favorables, menor precio del cobre, desaceleración de China, incertidumbre interna y deterioradas expectativas.

Mi escenario central para el 2015, es un crecimiento del PIB en la parte baja del rango 2,5 por ciento - 3,5 por ciento y una inflación anual entre 2,8 por ciento y 3,8 por ciento. En la tabla 2 se presentan las distintas proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el 2015 y el 2016.

Además de los riesgos globales, el principal riesgo para el crecimiento en el 2015 está en que las expectativas de empresarios y consumidores se mantengan deprimidas.

Tabla 3: PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE CHILE (porcentaje)

	2011	2012	2013	2014	2015				2016		
					BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	5.8	5.5	4.2	1.9	2.5 - 3.5	2.8 (2.5; 3.1)	2.9	2.7 (2.4; 3.0)	3.5 (3.0; 4.1)	3.9	3.5 (3.0; 3.7)
Demanda Interna	9.4	7.3	3.7	-0.6	2.5	-	-	-	-	-	-
Con. privado	8.9	6.1	5.9	2.2	2.5*	2.4	1.8	-	3.3	2.8	-
Inversión total	14.7	12.4	-1.6	-10.6	1.2	1.2	1.4	-	3.3	3.0	-
Balance Fiscal (% del PIB)	1.3	0.6	-0.6	-1.6	-	-2.4	-2.0	-	-2.0	-0.7	-
Tipo Cambio (fin período)	521.5	478.6	523.8	607.4	-	621.1**	651.6	625 (600; 650)	623.4***	665.3	620 (580; 650)
Inflación (dic-dic)	4.4	1.5	3.0	4.6	3.6	3.2 (2.6; 3.7)	3.5	3.5 (3.1; 3.8)	3.0 (2.7; 3.2)	3.1	3.0 (3.0; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	7.2	6.5	6.0	6.3	-	-	6.3	-	-	6.3	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.2	-3.6	-3.7	-1.2	-0.3	-0.8	-1.3	-	-0.8	-1.5	-

\* Se refiere al consumo total. \*\* Corresponde a julio de 2015. \*\*\* Corresponde a abril 2016.

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