

# Puntos de Referencia

Edición online  
N° 406, julio 2015

## El momento económico internacional y nacional Julio 2015

**Vittorio Corbo**

### Resumen

**L**a paulatina desaceleración del crecimiento mundial ha continuado en los últimos meses, en un escenario de volatilidad en los mercados financieros internacionales debido a la crisis económica en Grecia y a las nuevas caídas en los precios de commodities.

En los países avanzados destaca el fortalecimiento de la recuperación de la Zona Euro, explicado por una posición fiscal menos restrictiva y apoyado por una expansión monetaria. A esto se suman mejores condiciones de los mercados de trabajo y de crédito. La situación económica de Grecia, en cambio, se agravó como resultado del pésimo manejo político y económico de las autoridades griegas en la negociación con los acreedores, lo que ha redundado en una crisis financiera, con importantes efectos en la economía real, aunque compensados parcialmente por un nuevo programa de ajuste. Destacan, además, las nuevas señales de que la economía de Estados Unidos comienza a dejar atrás el tropezón del primer trimestre. En los países emergentes la actividad pierde fuerza debido a la recesión de Brasil y Rusia, y al menor dinamismo en China. El gigante asiático crece a una menor tasa, en medio de ajustes en diversos mercados. En tanto, América Latina es la región del mundo donde más se ha desacelerado el crecimiento durante 2015, afectado por un entorno externo menos auspicioso y una caída adicional en los precios de commodities.

En cuanto a proyecciones para este año, se espera un crecimiento mundial en torno a 3,2 por ciento, menor al de 2014.

En el frente interno, la desaceleración de la actividad continúa en medio de un clima de incertidumbre, relacionado con la pregunta por el alcance e implementación de las reformas del Ejecutivo. Las nuevas políticas han impactado negativamente las expectativas de los agentes, mientras el consumo aumenta en el margen respecto a los meses anteriores y la inversión no repunta.

El mercado laboral se ajusta, reflejando la debilidad del ciclo económico con un alza en el desempleo y una menor creación de empleo, mientras la masa salarial crece sobre el 3 por ciento. Por su parte, las importaciones y exportaciones siguen contrayéndose con respecto al año anterior.

La inflación anual sorprendió al alza y se encuentra sobre el rango de meta del Banco Central. Esto llevó a un alza en las proyecciones de inflación por parte del mercado para fines de año.

En cuanto a proyecciones para Chile, se estima un crecimiento en la parte baja del rango de 2 a 2,5 por ciento y una inflación en el rango de 3,5 a 4 por ciento.

---

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

## 1. Introducción

Desde nuestra última reunión en el CEP en mayo de este año, la economía mundial ha estado ajustándose a la baja, producto de la menor actividad en los países emergentes y en Estados Unidos, en medio de un mayor crecimiento económico en la Zona Euro.

El crecimiento en Estados Unidos (EE.UU.) se recupera gracias a mejores condiciones financieras, mayor riqueza de las familias y menores precios de los combustibles. EE.UU. avanza luego de un primer trimestre de baja actividad, producto de factores transitorios, apreciación del dólar y un menor empuje externo; que llevó a un ajuste importante en las proyecciones de crecimiento para este año. En tanto, dadas las mejores condiciones del mercado laboral y la evolución de la inflación efectiva y esperada, todo indica que el alza de la tasa de política monetaria (TPM) por parte de la Reserva Federal (FED) de EE.UU. se materializará en los próximos meses, con efectos importantes en los mercados emergentes, los flujos de capitales y las paridades cambiarias. Con todo, se estima que el aumento de la TPM por parte de la FED se llevará a cabo de forma paulatina. En la Zona Euro (ZE), en tanto, la actividad mejora respecto a lo estimado meses atrás, apoyado por una política monetaria expansiva y mejores condiciones en los mercados de trabajo y de crédito, sumado a mejores perspectivas de los agentes y a un menor freno fiscal. Grecia, en tanto, después de meses de negociaciones, se vio abocado a aceptar un programa de ajuste impuesto por sus socios de la ZE, en medio de una crisis financiera que llevó a un corralito y a controles de capitales, todo esto producto de un manejo económico poco riguroso por parte de sus autoridades.

En los mercados financieros, la situación de Grecia produjo un aumento en la volatilidad de los precios de activos, aunque con efectos acotados debido al principio de acuerdo entre Grecia y sus socios de la ZE. En cuanto a los mercados de commodities, los

precios se han reducido, mientras que los bienes agrícolas se recuperan en el margen.

En las economías emergentes, en tanto, el crecimiento de China ha perdido dinamismo en el margen, lo que se explica por ajustes en diversos mercados, con el fin de reducir vulnerabilidades, por la evolución de la fuerza laboral y por la menor tasa de crecimiento de su productividad. Brasil, por su parte, profundiza su recesión en medio de un recorte del gasto fiscal y un aumento de su TPM. Asimismo, la economía rusa se contrae, pero a menores tasas respecto a lo estimado previamente. El resto de países emergentes enfrenta un escenario de menor crecimiento, especialmente las economías latinoamericanas, ya que se han visto afectadas por un menor crecimiento externo, caída en términos de intercambio y ajuste de políticas internas, sumado a un clima de negocios más adverso.

---

En los mercados financieros, la situación de Grecia produjo un aumento en la volatilidad de los precios de activos, aunque con efectos acotados debido al principio de acuerdo entre Grecia y sus socios de la ZE.

---

En cuanto a perspectivas, se espera que la economía mundial crezca en 2015 menos que lo proyectado a inicios de año y a una menor tasa con respecto a 2014.

Por su parte, la economía chilena sigue desacelerándose, con un crecimiento acotado de la actividad, en medio de un alza de la inflación y del desempleo (de acuerdo al INE), y con un sector externo que no repunta. Esta dinámica se enmarca en una caída importante de las expectativas de los agentes, especialmente los consumidores, en la que la preocupación respecto al diseño e implementa-

ción de las reformas impulsadas por el Ejecutivo continúan afectando la certidumbre y las expectativas laborales; así como también, por el lado de los empresarios, el clima de negocios. Como consecuencia, la inversión exhibe una caída sistemática, no obstante se destaca la renovada preocupación por el crecimiento y el sinceramiento de las cifras fiscales por parte de las autoridades económicas.

En relación con las proyecciones para este año, se estima un crecimiento en la parte baja del rango 2 a 2,5 por ciento y una inflación diciembre a diciembre en el rango de 3,5 a 4 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. Perspectivas de la economía mundial

La economía mundial sigue mostrando un crecimiento mediocre, con una recuperación que se fortalece en los países avanzados y una desaceleración en los países emergentes. Al interior de los países avanzados destacan el fortalecimiento de la recuperación en la ZE, las revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento de EE.UU. y Japón, y el fuerte deterioro de la situación de Grecia. Entre los principales países emergentes, China continúa desacelerándose, en Brasil se profundiza la recesión y en Rusia se anticipa una recesión algo menos profunda de lo proyectado hace unos meses atrás.

El mayor dinamismo de la ZE se apoya en un menor freno fiscal, políticas expansivas del Banco Central Europeo (BCE), los efectos de la depreciación del euro, el menor precio de los combustibles, mejoras en los mercados de trabajo y de crédito, y la mayor confianza de empresarios y consumidores. En paralelo, el mayor dinamismo de la actividad y la depreciación del euro moderan el riesgo de deflación. Con todo, las aún amplias brechas de capacidad y el

alto desempleo anticipan que la política monetaria no convencional del BCE, en la forma de compra de bonos de gobiernos y —en lo más reciente— también de empresas públicas, se mantendrá por un período prolongado.

La revisión a la baja en el crecimiento de EE.UU. se debe principalmente a la inesperada contracción que experimentó la economía el primer trimestre de este año, contracción que se explica principalmente por factores temporales asociados a un clima extremadamente frío en el Noreste, a la huelga de puertos en la Costa Oeste y a ruido estadístico derivado de los métodos de ajuste por estacionalidad de las cifras de actividad. A estos factores temporales se le agregan los efectos adicionales de la apreciación del dólar y el bajo crecimiento externo.

Con todo, el crecimiento de EE.UU. debiera fortalecerse en los próximos trimestres, ayudado por una serie de factores de estímulo a la demanda agregada. A saber: (1) condiciones financieras más

---

En relación con las proyecciones para este año, se estima un crecimiento en la parte baja del rango 2 a 2,5 por ciento y una inflación diciembre a diciembre en el rango de 3,5 a 4 por ciento.

---

favorables; (2) una situación fiscal más neutra; (3) menores precios de los combustibles; (4) aumentos de la riqueza de las familias, principalmente en viviendas y acciones; y (5) mejores expectativas de consumidores y empresarios. No obstante, la pronunciada caída en el precio del petróleo ya está mostrando efectos contractivos en la actividad y en el empleo del sector petrolero y sus proveedores. Sin embargo, este último factor se ve más que compensado por los efectos de la caída en el precio de los combustibles en la demanda agregada.

De hecho, el escenario base de la FED contempla que la recuperación seguirá su curso después del bajón del primer trimestre. Este escenario se apoya en los factores expansivos ya señalados, como el aumento del empleo y la nueva baja en el precio de los combustibles. Sin embargo, la FED sigue preocupada por el bajo dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos, así como en viviendas. Además, la presidenta de la FED, Janet Yellen, sigue afirmando que las holguras en el mercado laboral persisten, debido principalmente a una baja tasa de participación, a una alta proporción de trabajadores a tiempo parcial que preferirían un trabajo jornada completa, y a un bajo crecimiento de los salarios.

Con todo, la FED se prepara para subir su TPM cuando mejore aún más el mercado de trabajo y cuando exista mayor certeza de que la inflación retornará al 2 por ciento en el mediano plazo. No obstante, se anticipa que el alza de tasas será muy gradual. Las variables a monitorear son las condiciones del mercado laboral, indicadores de expectativas y de presiones inflacionarias, y desarrollos en los mercados financieros doméstico e internacionales. La presidenta de la FED dio a entender en su reciente presentación al Congreso que el alza de tasas se iniciaría en los próximos meses, y podría ser incluso en la reunión de septiembre.

En Japón, la revisión a la baja en la actividad ha estado asociada a un segundo trimestre flojo y a datos más débiles en los sectores servicios y de despachos de bienes de capital. Sin embargo, la mayor confianza de los consumidores, los aumentos de salarios y el aumento de la riqueza debieran sostener la recuperación, aunque se anticipa que ésta será más débil de lo proyectado a comienzos de año.

El caso de Grecia merece un párrafo aparte. La recuperación iniciada en 2014 perdió dinamismo hacia fines de ese año a medida que se acercaban las elecciones y el partido anti-reformas Syriza lideraba las encuestas. Al asumir el poder, la coalición lide-

rada por el Primer Ministro Tsipras decidió enfrentar a sus socios de la ZE, lo que llevó a salidas de capitales y al debilitamiento de la banca, finalizando con un corralito bancario y controles de capitales. Las duras negociaciones con la ZE y el resultado de un plebiscito para rechazar las condiciones de un nuevo rescate, llevaron a profundizar aún más la crisis de la banca, con graves efectos en la economía real. Finalmente, frente al caos económico, el gobierno griego terminó aceptando condiciones incluso más duras de las que había rechazado inicialmente, aunque ahora para obtener un programa de rescate de tres años. Dado el profundo daño en la credibilidad del país heleno, esta vez sus socios

---

Con todo, la FED se prepara para subir su TPM cuando mejore aún más el mercado de trabajo y cuando exista mayor certeza de que la inflación retornará al 2 por ciento en el mediano plazo.

---

de la ZE le exigieron una serie de reformas como precondition para acordar el rescate. Los detalles de este programa se negociarán en las próximas semanas, aunque ya se le otorgó un préstamo de emergencia para ponerse al día en sus pagos al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al BCE.

Aunque lo más probable es que se va a terminar aprobando el programa de financiamiento, Grecia tiene una ardua tarea por delante y —ahora más que nunca— requiere avanzar más decididamente en reformas estructurales pro-crecimiento, en conjunto con políticas de estímulos a nivel de la ZE y un alivio de deuda pública que le permita volver a crecer. Y a propósito de políticas de estímulo para la ZE, ha llegado el momento de complementar la política monetaria expansiva del BCE con un mayor estímulo fiscal en aquellos países que tienen una sólida posición fiscal, especialmente Alemania.

En los países emergentes, China se está desacelerando más de lo proyectado, afectada por factores cíclicos y de tendencia, y por el proceso de rebalanceo de su economía hacia el consumo y los servicios, en momentos en que su industria manufacturera, orientada a las exportaciones, muestra importantes excesos de capacidad.

Entre los factores cíclicos destacan los ajustes de políticas para controlar vulnerabilidades de la banca en las sombras, del sector inmobiliario y del excesivo endeudamiento de los gobiernos locales. Entre los factores de tendencia, destacan los factores demográficos y la caída en la tasa de crecimiento de la productividad ahora que la brecha de producto per cápita con los países avanzados se ha reducido en forma importante. La desaceleración de China afecta también al resto de Asia Emergente.

Otros países emergentes se están desacelerando debido a una combinación de caída en términos de intercambio, un debilitado clima de negocios y ajustes de políticas internas. Los casos más preocupantes son Brasil y Sudáfrica.

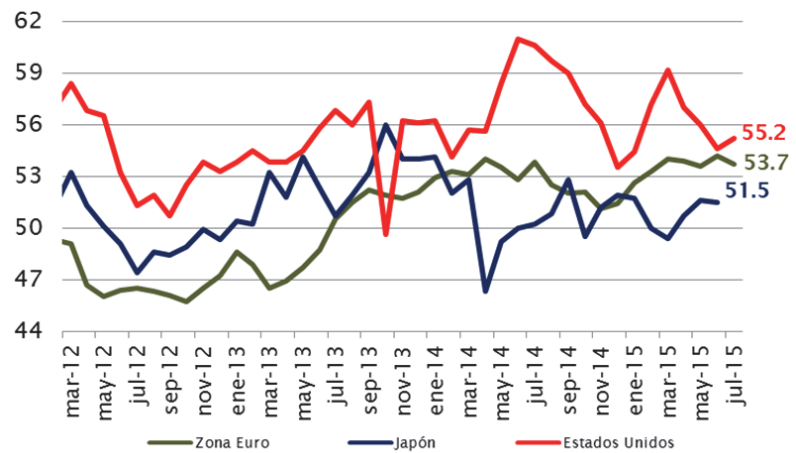
En cuanto a perspectivas, indicadores líderes de actividad de los países avanzados apuntan a un fortalecimiento de la recuperación de la ZE y de EE.UU., y a una moderación en Japón (véase gráfico 1: PMI compuestos).

En cuanto a mercados financieros, destacan la volatilidad de las tasas largas en EE.UU. y Alemania,

la que ha estado asociada principalmente a la frágil situación de Grecia. La crisis del país heleno ha impactado también a los precios de las acciones europeas, y a los spreads de la deuda de los gobiernos y bancos de los países periféricos. Con todo, el mercado anticipa que el BCE hará lo que sea necesario para estabilizar los mercados financieros, lo que ha hecho que estos efectos sean bastante acotados (véase gráfico 2: Tasas largas).

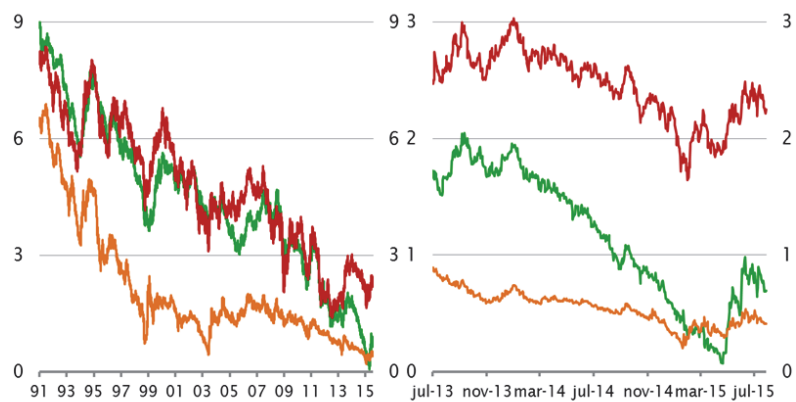
En los mercados de commodities destacan la nueva caída en el precio del petróleo en medio del acuer-

GRÁFICO 1: PMI compuesto, 2012-2015 (pivote = 50)



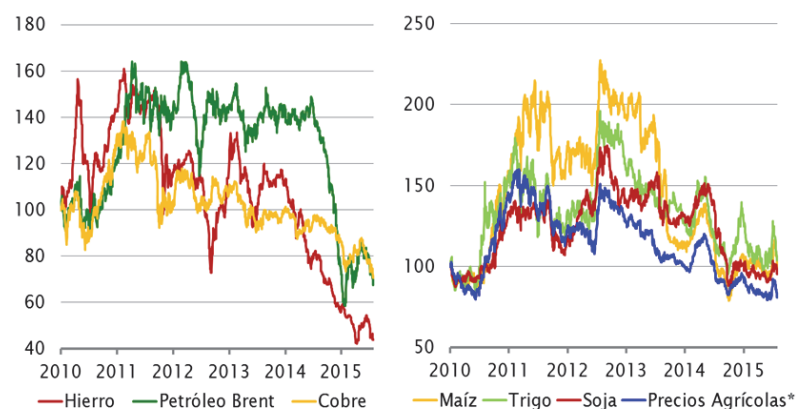
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 2: Rendimientos de bonos a 10 años (porcentaje)



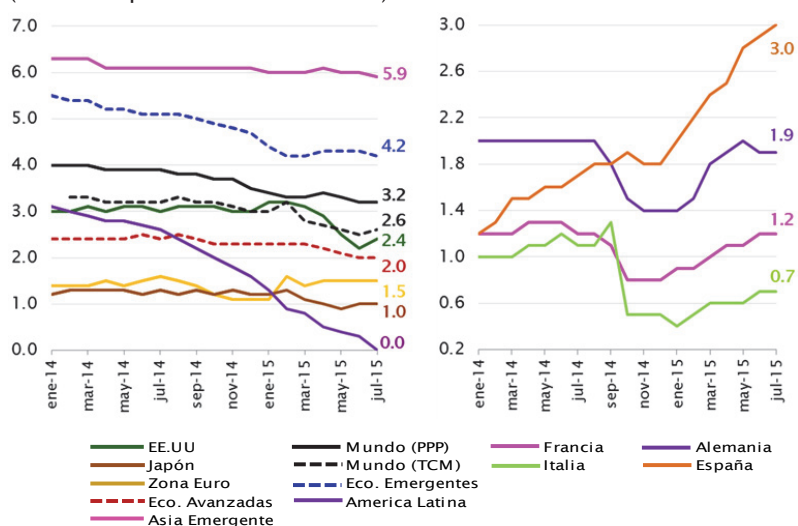
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 3: Precios de bienes primarios (Índice 01-01-2010=100)



(\*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.  
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 4: Perspectivas de crecimiento económico para el 2015 (variación porcentual del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

do nuclear entre Irán y las potencias occidentales, un menor precio del cobre y la recuperación en el margen de los precios agrícolas (véase gráfico 3: Precios de bienes primarios).

En cuanto a perspectivas de crecimiento para este año, se estima que la economía mundial crecería a una tasa incluso menor que a la del año pasado. Dentro de este panorama, los países avanzados crecerían algo más que el año pasado, y los emer-

gentes continuarían desacelerándose.

Entre los países emergentes, las principales correcciones a la baja han estado en América Latina (véase gráficos 4 y 5: Consensus Forecasts y tabla 1: Proyecciones del crecimiento mundial).

Los principales riesgos que enfrentan estas proyecciones son una profundización de la desaceleración de China, cambios abruptos en precios de activos y una mayor volatilidad en los mercados financieros como resultado del inicio del alza de tasas de la FED y, en menor medida, por una profundización de la crisis griega.

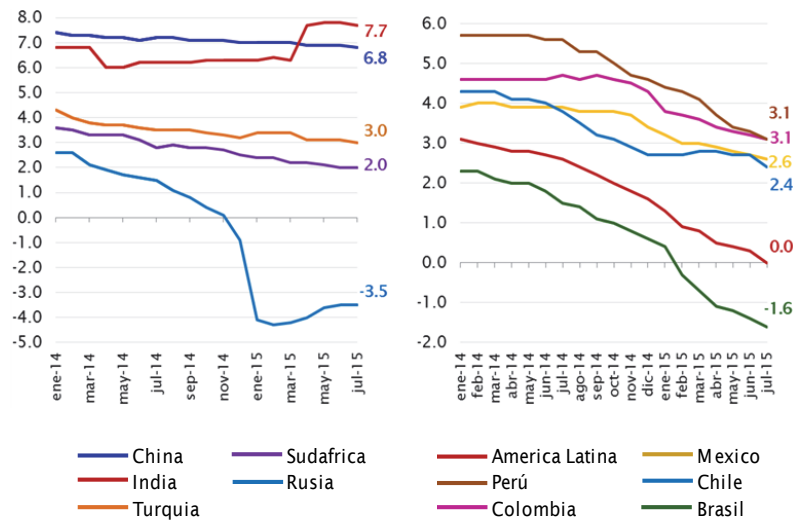
También sigue presente el riesgo de un aumento de las tensiones geopolíticas en Ucrania, el Medio Oriente y partes de África.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

En los últimos meses la economía chilena ha seguido perdiendo dinamismo, después de una leve

recuperación hacia fines del año pasado. Esta acotada recuperación estuvo apoyada por factores temporales, una importante expansión del gasto público y la caída en los precios de los combustibles. Pero ahora que esos efectos temporales se disipan comienzan a pesar los efectos de la nueva caída en el precio del cobre y de las deterioradas expectativas de empresarios y consumidores. Así, por el lado de la demanda, el consumo privado se mantiene débil y la inversión no repunta, en un entorno de expec-

**GRÁFICO 5:** Perspectivas de crecimiento económico para el 2015 (variación porcentual del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

**TABLA 1:** Proyecciones del crecimiento mundial (variación porcentual anual)

|                      | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015        |            |      | 2016      |           |     |
|----------------------|------|------|------|------|-------------|------------|------|-----------|-----------|-----|
|                      |      |      |      |      | FMI         | BM         | CF   | FMI       | BM        | CF  |
| Estados Unidos       | 1.6  | 2.3  | 2.2  | 2.4  | 2.5 (3.1)   | 2.8 (3.2)  | 2.4  | 3.0 (3.1) | 3.3 (3.0) | 2.8 |
| Zona Euro            | 1.6  | -0.8 | -0.5 | 0.9  | 1.5 (1.5)   | 1.5 (1.1)  | 1.5  | 1.7 (1.7) | 1.8 (1.6) | 1.8 |
| Japón                | -0.5 | 1.8  | 1.6  | -0.1 | 0.8 (1.0)   | 1.1 (1.2)  | 1.0  | 1.2 (1.2) | 1.7 (1.6) | 1.7 |
| Asia (ex-Japón)      | 7.3  | 6.3  | 6.6  | 6.5  | 6.4 (6.4)   | nd         | 5.9  | 6.2       | nd        | 6.0 |
| China                | 9.3  | 7.8  | 7.8  | 7.4  | 6.8 (6.8)   | 7.1 (7.1)  | 6.8  | 6.3 (6.3) | 7.0 (7.0) | 6.7 |
| India                | 6.6  | 5.1  | 6.9  | 7.2  | 7.5 (7.5)   | 7.5 (6.4)  | 7.7  | 7.5 (7.5) | 7.9 (7.0) | 8.0 |
| América Latina       | 4.9  | 3.1  | 2.9  | 1.3  | 0.5 (0.9)   | 0.4 (1.7)  | 0.0  | 1.7 (2.0) | 2.0 (2.9) | 1.5 |
| Brasil               | 3.9  | 1.8  | 2.7  | 0.1  | -1.5 (-1.0) | -1.3 (1.0) | -1.6 | 0.7 (1.0) | 1.1 (2.5) | 0.6 |
| México               | 4.0  | 4.0  | 1.4  | 2.1  | 2.4 (3.0)   | 2.6 (3.3)  | 2.6  | 3.0 (3.3) | 3.2 (3.8) | 3.2 |
| África Subsahariana  | 5.0  | 4.2  | 5.2  | 5.0  | 4.4 (4.5)   | 4.2 (4.6)  | nd   | 5.1 (5.1) | 4.6 (4.9) | nd  |
| Sudafrica            | 3.2  | 2.2  | 2.2  | 1.5  | 2.0 (2.0)   | 2.0 (2.2)  | 2.0  | 2.1 (2.1) | 2.1 (2.5) | 2.5 |
| Economías Avanzadas  | 1.7  | 1.2  | 1.4  | 1.8  | 2.1 (2.4)   | 2.0 (2.2)  | 2.0  | 2.4 (2.4) | 2.4 (2.4) | 2.4 |
| Economías Emergentes | 6.2  | 5.2  | 5.0  | 4.6  | 4.2 (4.3)   | 4.4 (4.8)  | 4.2  | 4.7 (4.7) | 5.2 (5.4) | 5.0 |
| Mundo (PPP)          | 4.2  | 3.4  | 3.4  | 3.4  | 3.3 (3.5)   | 3.4 (3.6)  | 3.2  | 3.8 (3.8) | 3.9 (4.0) | 3.8 |
| Mundo (TCM)          | 3.0  | 2.4  | 2.5  | 2.6  | 2.6 (2.9)   | 2.8 (3.0)  | 2.6  | 3.2 (3.3) | 3.3 (3.2) | 3.1 |
| Comercio Mundial     | 6.8  | 2.8  | 3.5  | 3.4  | 4.1 (3.7)   | 4.4 (4.5)  | nd   | 4.4 (4.7) | 4.9 (4.8) | nd  |

Fuentes: FMI, WEO actualizado julio del 2015 y entre paréntesis WEO abril del 2015. Consensus Forecasts, julio 2015. Banco Mundial: actualizado junio del 2015 y entre paréntesis enero del 2015.

tativas de consumidores y empresarios deprimidas como resultado de un conjunto de reformas estructurales con problemas de diseño que, sumado a un escenario externo poco favorable —asociado a la desaceleración de la región, de China y condiciones financieras menos auspiciosas—, ha redundado en

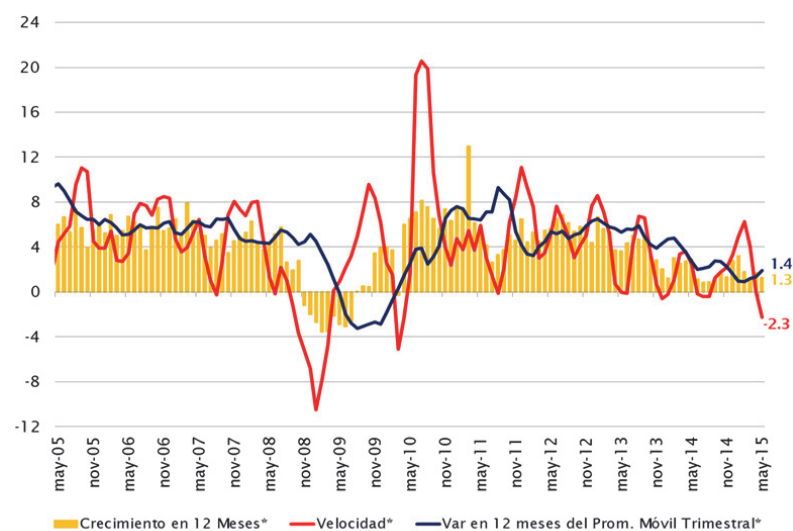
mientras la minería ha caído 0,4 por ciento anual a mayo, completando cuatro meses consecutivos de contracción con respecto al 2014. En tanto el sector de servicios se expandió 1,4 por ciento anual en mayo, registrando el menor crecimiento de 2015. La construcción mantiene el dinamismo, lo cual se

efectos negativos sobre la inversión y el crecimiento. En relación con nuestra reunión de mayo, los principales indicadores macroeconómicos se han deteriorado, con una inflación que aumenta en el margen, un alza del desempleo, una posición fiscal más débil y exportaciones que continúan contrayéndose con respecto al año anterior. Esto último muy afectado por la importante caída en el crecimiento de la región, que impacta principalmente a las exportaciones industriales.

En cuanto a la actividad, usando los IMACECs ajustados por estacionalidad y días trabajados, la economía creció 1,3 por ciento anual en mayo, y cayó 2,3 por ciento anualizado en el trimestre móvil terminado en mayo, registrando de esta forma la primera contracción en el año en la tasa de crecimiento anualizada (véase gráfico 6: IMACEC). Usando este mismo indicador, la actividad en los primeros cinco meses del año presenta un crecimiento anual de 1,8 por ciento.

A nivel sectorial, la industria manufacturera presenta su mayor caída del año, contrayéndose 3,4 por ciento anual a mayo,

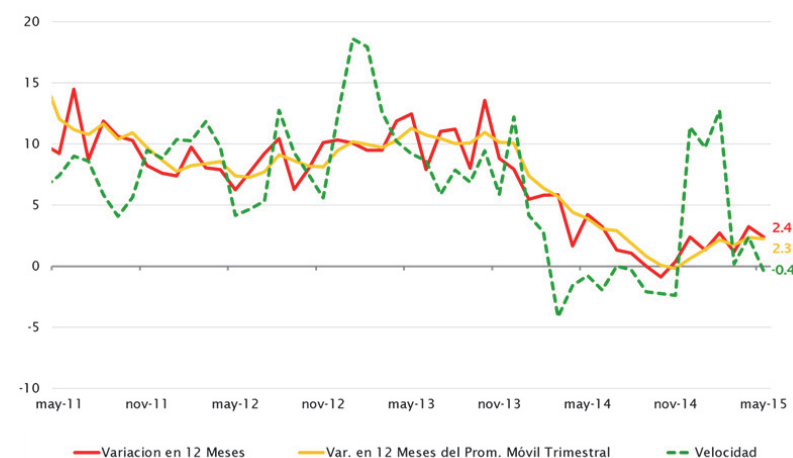
GRÁFICO 6: IMACEC (porcentaje)



\* Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 7: Ventas reales del comercio minorista\* (porcentaje)



\* Cifras ajustadas por estacionalidad.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

refleja en un alza del IMACON de 1,3 por ciento interanual en el mes de abril, aumento no visto desde hace un año, mientras el resto de indicadores del sector presentan un comportamiento al alza. En el primer semestre de 2015, la venta de viviendas en el Gran Santiago aumentó 12,4 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior, mientras en el

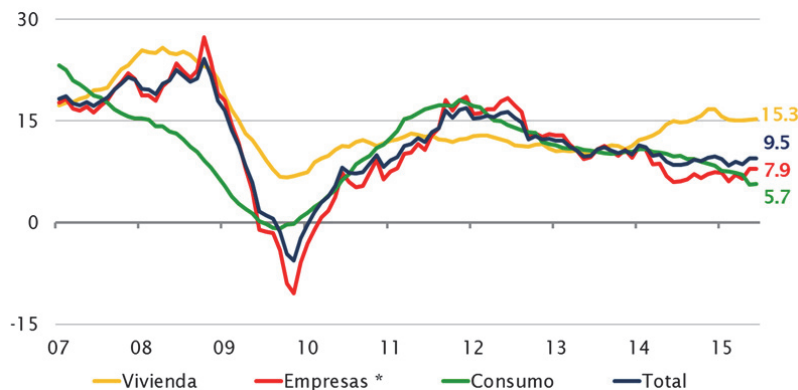
periodo abril-junio se registró el mayor volumen de ventas inmobiliarias en los últimos diez años. Este aumento del dinamismo del sector construcción está siendo alimentado por el alza de precios en viviendas que resultará del cambio del IVA a la construcción a partir de enero próximo.

La demanda interna, por su parte, se mantiene débil, con un consumo que crece en forma exigua, donde las ventas minoristas reales ajustadas por estacionalidad aumentaron 2,3 por ciento anual en el trimestre marzo-mayo, recuperándose levemente frente a los meses anteriores (véase gráfico 7: Ventas minoristas reales). La venta de bienes durables se contrae 1,2 por ciento en el mismo periodo, siendo ésta la más baja en el transcurso de 2015. En contraste, la venta de bienes no durables se desacelera con un alza acotada de 3,6 por ciento anual en el trimestre marzo-mayo, el menor crecimiento del año. En tanto, las importaciones de bienes de consumo, ajustadas por estacionalidad, se contraen 11,9 por ciento anual para el periodo abril-junio. A pesar de un mayor crecimiento

del ingreso real de los consumidores durante 2015 respecto al segundo semestre del año anterior, el consumo mantiene un menor dinamismo, afectado por expectativas pesimistas de los consumidores, las cuales se siguen deteriorando a lo largo del año. En tanto, la inversión se sigue contrayendo: las importaciones de bienes de capital ajustadas



GRÁFICO 8: Colocaciones nominales (variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

por estacionalidad caen 16 por ciento anual para el periodo abril-junio, la mayor contracción en el año.

En cuanto a las expectativas de los agentes económicos, éstas se deterioran aún más en el margen. Así, las expectativas de los consumidores alcanzan 37,2 puntos, una cifra no vista desde la crisis de 2009. Destaca la percepción muy pesimista de la estabilidad del país para los próximos cinco años y la caída en las expectativas económicas en doce meses, lo cual refleja la inquietud por la situación económica tanto actual, como en el mediano y largo plazo. En cuanto a las expectativas de los empresarios, éstas se recuperan en el margen, al situarse en 47,1 puntos manteniéndose en terreno pesimista. Aquí destaca la recuperación de la percepción del sector construcción, a pesar de permanecer en terreno negativo, acorde con el buen comportamiento del sector.

En su IPoM de junio el Banco Central estimó el impacto del deterioro de los indicadores de confianza empresarial sobre la inversión, dando un rol relevante al componente autónomo, esto es, la parte que no se explica por la caída en la inversión minera. En 2014, el efecto de este componente es significativo y explica una parte relevante del bajo dinamismo de la inversión, lo cual puede estar aso-

ciado al clima de incertidumbre producto de las reformas impulsadas por el Ejecutivo, factores que se mantienen durante este año.

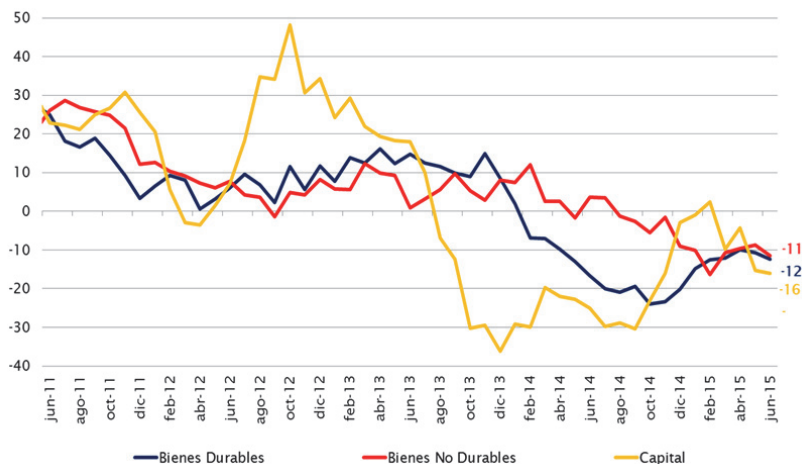
En cuanto a la banca e instituciones financieras, las colocaciones se recuperan levemente como resultado de las colocaciones a empresas, las cuales se expanden 7,9 por ciento nominal anual a junio, mientras el crecimiento de las colocaciones de vivienda se ubica sobre el 15 por ciento

anual (véase gráfico 8: Colocaciones). No obstante, la debilidad en la colocación de créditos para consumo permanece, con un crecimiento nominal anual de sólo 5,7 por ciento, inferior al promedio histórico, manteniendo así la tendencia decreciente en un contexto donde las tasas de colocación para créditos de consumo se ajustan a la baja.

La Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central del segundo trimestre indica que las condiciones restrictivas del crédito se conservan. Por el lado de la oferta se deterioran aún más las condiciones para el consumo, inmobiliarias y grandes empresas, respecto de la medición anterior. Por el lado de la demanda, mejora el crédito solicitado por inmobiliarias y se mantiene neutra para hipotecarios. Sin embargo, la demanda por crédito cae significativamente por parte de grandes empresas y permanece en terreno negativo la demanda de consumo.

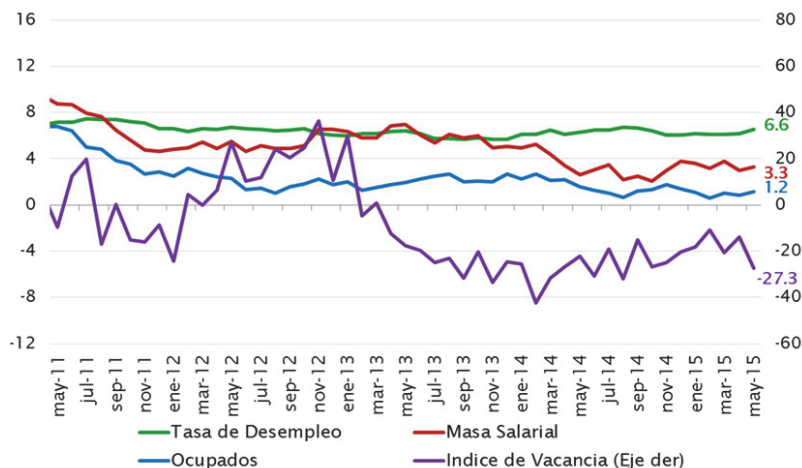
En el plano fiscal, el Ministerio de Hacienda revisó su cuadro macroeconómico para 2015, el cual sirve de base para el próximo ejercicio presupuestal. En éste, el Ejecutivo ajustó significativamente a la baja sus proyecciones de crecimiento y precio del cobre para este año, y manifestó una gran preocupación por los efectos en la sustentabilidad de las cuentas fiscales de los compromisos de gasto que

**GRÁFICO 9: Importaciones\* (variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)**



\* Cifras ajustadas por estacionalidad.  
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 10: Mercado laboral (variación anual, porcentaje)**



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

se han asumido desde 2014. En lo más inmediato, se proyecta un déficit fiscal efectivo en torno a 3 por ciento del PIB para 2015, el cual está afectado también por una revisión a la baja de los ingresos tributarios, tanto por el menor precio del cobre como por el menor crecimiento doméstico.

La discusión que se acerca para el presupuesto de 2016 dará los lineamientos para determinar el grado de ajuste de las finanzas públicas, en circunstancias

que todo apunta a revisiones a la baja de la tasa de crecimiento del PIB tendencial y del precio del cobre de largo plazo.

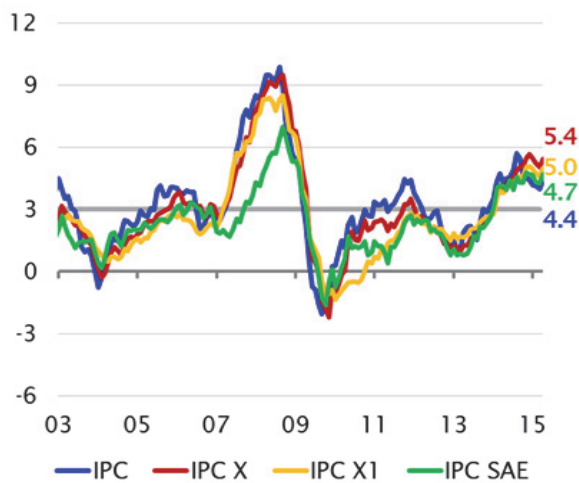
El sector externo refleja un entorno económico menos auspicioso, donde las exportaciones ajustadas por estacionalidad registran una caída de 13 por ciento anual para el periodo abril-junio. Así, las exportaciones industriales bajaron 19,4 por ciento en el mismo periodo, seguido del agro y la minería en 9,2 por ciento y 8 por ciento, respectivamente.

Las importaciones ajustadas por estacionalidad para el periodo abril-junio no repuntan, con una reducción de 15 por ciento anual (véase gráfico 9: Importaciones). En tanto, todas las categorías de importaciones muestran variaciones anuales negativas.

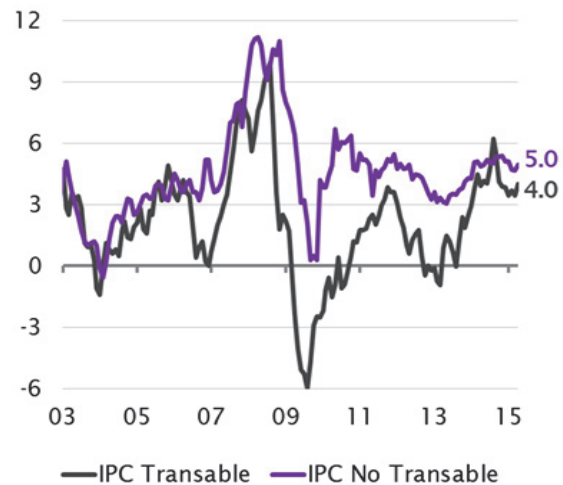
Frente a la evolución del tipo de cambio, el peso se ha debilitado afectado por una actividad económica menos dinámica, un menor precio del cobre y una mayor fortaleza del dólar en los mercados internacionales. Factores que, junto a una muy posible

alza de la tasa por parte de la FED antes de finalizar 2015, contribuyen a un peso más débil.

El mercado laboral se deteriora con un alza del desempleo a 6,6 por ciento en el trimestre marzo-mayo, como reflejo de un entorno económico más débil (véase gráfico 10: Mercado laboral). En cuanto al número de desocupados, estos aumentaron en 46.400 personas, desde principios del año. En tanto, la creación de empleo sigue débil, con un alza

**GRAFICO 11** Índices de Precios al Consumidor (IPC)  
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRAFICO 12** IPC de bienes transables y no transables  
(variación anual, porcentaje)

anual a mayo de 1,2 por ciento, mientras el número de ocupados se redujo en 37.600 personas respecto al nivel de ocupación de fines del año anterior. Por categoría, destaca el crecimiento del empleo asalariado público, frente al empleo asalariado privado y por cuenta propia. Entre los sectores que más inciden en la creación de empleos se encuentran administración pública, construcción, y servicios sociales y de salud. En tanto, las principales pérdidas de empleos se observan en servicios domésticos, manufactura y minería. Por su parte, las remuneraciones reales mantienen un crecimiento sobre 3 por ciento a lo largo del año, con un alza de 3,3 por ciento al mes de mayo.

En materia de precios, el IPC de junio aumentó 0,5 por ciento mensual, superior a lo esperado por parte del mercado y el Banco Central, llevando la inflación anual a 4,4 por ciento (4 por ciento en mayo). En tanto, la inflación subyacente, medida por el IPC sin Alimentos y Energía (IPCSAE), alcanzó 4,7 por ciento anual. La inflación de bienes transables y no transables también aumentó hasta 4 por ciento y 5 por ciento anual, respectivamente, donde

el efecto cambiario se mantiene como la principal causa a pesar de los cambios bruscos de precios en algunos productos (véase gráficos 11 y 12: IPC). Los principales aumentos de precios se dieron en transportes y restaurantes, los cuales presentaron las mayores variaciones mensuales durante 2015, así como los mayores precios en alcoholes y tabaco. En este escenario se considera que el repunte inflacionario es transitorio, aunque la convergencia de la inflación hacia la meta del 3 por ciento será más lenta de lo anticipado anteriormente por parte de la autoridad monetaria.

La sorpresa inflacionaria y la importante depreciación del peso llevó al mercado a ajustar las proyecciones de la inflación al cierre del año, alejándose aún más del 3 por ciento, mientras el Banco Central y el Ministerio de Hacienda esperan una inflación a diciembre del 3,4 por ciento y 3,5 por ciento, respectivamente. Con todo, las expectativas de inflación en un horizonte de dos años permanecen ancladas en 3 por ciento. Esta dinámica, junto al bajo dinamismo del producto, lleva a un escenario donde la tasa de referencia se mantendría por más

TABLA 2: Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje)

|                                          | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015        |       |                   |       |                   | 2016              |       |                   |
|------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------------------|-------|-------------------|-------------------|-------|-------------------|
|                                          |       |       |       |       |       | BC          | MH    | LACF              | EIU   | EEE               | LACF              | EIU   | EEE               |
| PIB                                      | 5.8   | 5.8   | 5.5   | 4.2   | 1.9   | 2.25 - 3.25 | 2.5   | 2.4<br>(2.1; 3.3) | 2.6   | 2.3<br>(1.9; 2.6) | 3.0<br>(2.5; 4.0) | 3.5   | 3.0<br>(2.5; 3.5) |
| Demanda Interna                          | 13.6  | 9.4   | 7.3   | 3.7   | -0.6  | 2.6         | 2.0   | -                 | -     | -                 | -                 | -     | -                 |
| Con. privado                             | 10.8  | 8.9   | 6.1   | 5.9   | 2.2   | 2.7*        | -     | 2.1               | 1.4   | -                 | 2.7               | 2.6   | -                 |
| Inversión total                          | 12.2  | 14.7  | 12.4  | -1.6  | -10.6 | 0.7         | -     | 0.1               | 0.5   | -                 | 2.4               | 2.5   | -                 |
| Balance Fiscal<br>(% del PIB)            | -0.5  | 1.3   | 0.6   | -0.6  | -1.6  | -           | -3.0  | -2.8              | -1.9  | -                 | -2.3              | -0.9  | -                 |
| Tipo Cambio<br>(fin período)             | 468.4 | 521.5 | 478.6 | 523.8 | 607.4 | -           | 630.0 | 640.1**           | 637.7 | 640<br>(600; 660) | 639.2***          | 653.5 | 630<br>(583; 670) |
| Inflación (dic-dic)                      | 3.0   | 4.4   | 1.5   | 3.0   | 4.6   | 3.4         | 3.5   | 3.7<br>(2.9; 4.2) | 3.9   | 3.8<br>(3.4; 4.0) | 3.1<br>(2.6; 3.5) | 3.1   | 3.0<br>(2.9; 3.4) |
| Tasa de Desempleo (%)                    | 8.3   | 7.2   | 6.5   | 6.0   | 6.3   | -           | -     | -                 | 6.3   | -                 | -                 | 6.3   | -                 |
| Saldo en Cuenta<br>Corriente (% del PIB) | 1.7   | -1.2  | -3.6  | -3.7  | -1.2  | -0.4        | -     | -0.2              | -0.8  | -                 | -0.3              | -0.5  | -                 |

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

Fuentes: BC: IPOM, Banco Central de Chile (junio, 2015); MH: Evaluación de la Gestión Financiera del Sector Público en 2014 y Actualización de Proyecciones para 2015, Ministerio de Hacienda (julio, 2015); LACF: Latin American Consensus Forecasts (julio, 2015) rango en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (julio, 2015); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (julio, 2015), deciles 1 y 9 en paréntesis.

tiempo en 3 por ciento. En el caso de una menor presión inflacionaria en los meses venideros, no se pueden descartar nuevas bajas en la tasa de política monetaria, especialmente considerando que todo apunta a que la situación fiscal será menos expansiva.

El magro escenario económico y la debilidad de la actividad implican que para retomar un mayor crecimiento se va a requerir avanzar más decididamente en mejorar el ambiente de los negocios. El nuevo equipo político y económico tiene un gran desafío en esta área, partiendo por modificar la reforma tributaria, ajustar el proyecto de reforma laboral para acotar sus efectos negativos en el escenario macro, y precisar y postergar el cambio constitucional. En

esto hay señales positivas de parte del nuevo equipo económico y político en términos del sinceramiento de las cifras de crecimiento, la preocupación sobre la sostenibilidad fiscal, la renovada preocupación por el crecimiento, y la creación de una comisión asesora presidencial de productividad, lo que permite ser algo más optimista.

Mis proyecciones para el año 2015 son un crecimiento en la parte baja del rango 2-2,5 por ciento, y una inflación anual entre el 3,5 y 4 por ciento.

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