

Puntos de Referencia

Edición online
N° 412, septiembre 2015

El momento económico internacional y nacional Septiembre 2015

Vittorio Corbo

Resumen

Este año la economía mundial apunta a un crecimiento inferior al observado en 2014, producto de un menor crecimiento en los países emergentes y de una mediocre recuperación de las economías avanzadas.

En los últimos dos meses la economía mundial ha estado sometida a turbulencias financieras, como resultado del reventón de la burbuja accionaria y una desaceleración aparentemente más pronunciada de lo proyectado en China, junto con la expectativa de un alza en la tasa rectora por parte de la Reserva Federal. Estos eventos han gatillado correcciones a la baja y una mayor volatilidad de los precios de los activos, una baja en los precios de los *commodities*, salidas de capitales y depreciación cambiaria en los países emergentes, especialmente en países con importantes desequilibrios fiscales o externos, en países exportadores de materias primas y en aquellos países que comercian intensivamente con China.

Entre los países avanzados, Estados Unidos continúa en su senda de crecimiento, con un mercado laboral más dinámico, un menor freno fiscal y una importante recuperación de su mercado inmobiliario. Con una inflación muy por debajo de la meta, las turbulencias financieras y los problemas de China, la FED decidió postergar la tan anticipada alza de tasas.

En la Zona Euro, las principales economías aceleran su crecimiento en el segundo trimestre, mientras la inflación se ubica por debajo de la meta, en medio de riesgos de deflación.

En cuanto a proyecciones para este año, se espera un crecimiento mundial en torno a 3,1 por ciento, menor al crecimiento de 2014.

En Chile, luego de la leve recuperación de fines de 2014 y comienzos de este año, la actividad se estancó entre el primer y el segundo trimestre, aunque las cifras retomaron algo de dinamismo en julio. Hoy Chile enfrenta un escenario macro complejo: crecimiento por debajo del potencial, alta inflación, mayor déficit fiscal, caída en la inversión y exportaciones, y expectativas de empresarios y consumidores en terreno pesimista. Al mismo tiempo, dada la revisión a la baja en el precio de largo plazo del cobre y en la tasa de crecimiento potencial, la política fiscal será menos expansiva el año 2016, mientras el Banco Central se prepara para una próxima alza de la tasa de política monetaria, en un entorno de mayor volatilidad de los mercados internacionales y menor crecimiento externo. Todo esto genera condiciones más recesivas, por lo que se hace urgente mejorar las políticas internas para proteger el crecimiento.

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

Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP. Esta institución es una fundación de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es el análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a una sociedad libre. Director: Harald Beyer B.

Monseñor Sótero Sanz 162, Providencia, Santiago de Chile. Fono 2 2328 2400 - Fax 2 2328 2440.

1. Introducción

En los dos últimos meses la actividad económica mundial ha estado marcada por una mayor desaceleración en los países emergentes, y por un fortalecimiento de la actividad de los países desarrollados en el margen.

Las principales noticias se han concentrado en China y el menor dinamismo que está mostrando la actividad respecto a lo estimado meses atrás, en medio de un ajuste de su economía para reducir vulnerabilidades en diversos mercados y migrar, desde un crecimiento basado en las manufacturas y las exportaciones, hacia uno apoyado en el consumo interno y en los servicios. Esto ha traído como consecuencia ajustes significativos en los precios de los activos, junto con una baja en sus exportaciones e importaciones, y una renovada debilidad en su sector manufacturero. Adicionalmente, han surgido cuestionamientos a las cifras de crecimiento y a la capacidad de gestión de las autoridades chinas, lo que revela que las vulnerabilidades del gigante asiático no son sólo de tipo económico. Dado el tamaño de China, la importancia que tiene en los mercados internacionales de *commodities* y su gran presencia en el comercio mundial, no es sorprendente que los efectos de sus problemas se hagan sentir a nivel mundial. A estos problemas de China se han agregado los efectos provocados por el inminente inicio de alzas en la tasa de política de la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos (EE. UU.). Así, en los últimos dos meses los mercados han experimentado nuevas bajas en los precios de los *commodities*, salidas de capitales, aumento de los *spreads* de deuda y depreciación de las monedas de las economías emergentes.

En los países avanzados, EE.UU. mantiene su recuperación, reflejada en una baja sostenida de la tasa de desempleo, mejora en las expectativas y un mayor crecimiento del consumo. Esta recuperación está apoyada por bajos precios del petróleo, de la

energía en general y de otros *commodities*, sumado a la recuperación del sector inmobiliario y a un menor freno fiscal. La Zona Euro (ZE), en tanto, mantiene un crecimiento más acotado, sustentado en la expansión monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE), la depreciación del euro, un menor precio de los *commodities* y una mayor confianza de consumidores y empresarios. Con respecto a Japón, éste continúa con un crecimiento inestable y mediocre, pero con una inflación muy por debajo de la meta. Este pobre crecimiento enfrenta ahora el problema de la desaceleración de China, el segundo mercado más importante para sus exportaciones.

En contraste, los países emergentes enfrentan un escenario externo menos auspicioso, en un entorno de debilidad global, menores precios de sus *commodities* y condiciones financieras internacionales que se han estado tornando menos favorables. Más allá de China, las economías emergentes más expuestas son aquellas con desequilibrios más pronunciados (altos déficits fiscales o de cuenta corriente, alta inflación y alta deuda), las exportadoras de productos primarios, o las que comercian más intensivamente con China.

Entre los países emergentes más afectados destacan Brasil y Rusia, los cuales ya se encuentran en recesión. La principal economía en América Latina adolece de serias dificultades económicas producto de la caída de precios de *commodities*, del abultado déficit fiscal y en cuenta corriente, y una alta inflación; a lo que se suma una profunda crisis política debido a la corrupción estatal. La economía rusa, por su parte, está sufriendo por la caída del precio del petróleo y por las restricciones impuestas por Occidente debido al conflicto con Ucrania.

En este escenario las proyecciones de crecimiento de la economía mundial han continuado corrigiéndose a la baja, donde la actividad en los países emergentes es un componente importante de este ajuste. Destacan las revisiones a la baja para las

economías latinoamericanas (se proyecta una caída del producto del 0,6 por ciento en el Consensus Forecasts de América Latina de septiembre). Para 2015 los países desarrollados registrarán el mayor crecimiento desde 2010, mientras los países emergentes crecerán a la menor tasa desde 2009. Pero no sólo las proyecciones de crecimiento se han ajustado a la baja, sino que, también, han aumentado ostensiblemente los riesgos de que estas proyecciones continúen bajando con los problemas de China, las turbulencias financieras y la inminente alza de tasas de la FED.

En cuanto a la economía chilena, el crecimiento anualizado del segundo trimestre fue cero por ciento, y las cifras más recientes muestran que la actividad se expande a una tasa positiva, aunque modesta, en medio de un débil crecimiento del consumo y una caída de la inversión y de las exportaciones. En cuanto a la inflación anual, ésta se ubica sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central, mientras aumenta la preocupación sobre un descalce de las expectativas de inflación en el mediano plazo. En tanto, el desempleo se mantiene bajo y las expectativas de los agentes económicos caen significativamente, en particular las expectativas de los consumidores. De todas formas, es importante tener en cuenta que Chile posee una fuerte institucionalidad y fundamentos macroeconómicos sólidos para hacer frente a un escenario externo más complejo. No obstante, estos elementos deben ser apoyados por una mejora en la calidad de las políticas públicas y una reducción de la incertidumbre por parte de las autoridades en el frente interno.

2. Perspectivas de la economía mundial

El crecimiento mundial se mantiene moderado y pierde fuerza en el margen, con una intensificación en la desaceleración de las economías emergentes

y la persistencia de una recuperación lenta en los países avanzados. En paralelo, los riesgos a la baja del crecimiento mundial se han incrementado, principalmente, como resultado de las turbulencias financieras, la inminente alza de tasas de la FED y los problemas de China, la segunda economía más grande del mundo medida a tipo de cambio de mercado. Como hemos sostenido en reuniones previas, China está en medio de un proceso de ajuste para reducir vulnerabilidades (banca en las sombras, excesivo crecimiento de la deuda y de la inversión, burbuja en sus mercados inmobiliario y accionario, y débil solvencia de los gobiernos locales), así como para reorientar su crecimiento desde la exportación de manufacturas y la construcción hacia el consumo interno y los servicios. Este proceso no es fácil para ninguna economía, pero además han surgido problemas de gestión que abren importantes dudas sobre la capacidad de sus autoridades para gestionar los ajustes. En particular, preocupan las erráticas reacciones por parte de las autoridades frente a la corrección de la burbuja en el mercado accionario, el manejo de la sorpresiva depreciación del yuan del 11 de agosto pasado y las señales, cada vez más claras, de que la economía ha perdido mucho más dinamismo de lo inicialmente proyectado.

En paralelo, el riesgo de un alza de tasas de la FED y la ampliación de la brecha de crecimiento entre EE.UU. y el resto de los países avanzados, han resultado en una fuerte apreciación del dólar.

La desaceleración de China, las turbulencias financieras y la apreciación del dólar golpean con fuerza a los precios de *commodities* y a los países emergentes que los exportan. Estas presiones se manifiestan en salidas de capitales, aumento en los *spreads* de deuda y depreciaciones de las monedas.

Por otra parte, el aumento de los *spreads* de deuda y el anticipo de alza de tasas de la FED deterioran las condiciones financieras que enfrentan los países emergentes, lo que se ve exacerbado en las econo-

4 Puntos de Referencia, N° 412, septiembre 2015

mías emergentes donde las empresas acumularon una importante deuda en dólares en años recientes.

Al mismo tiempo, aumenta también el riesgo de que la desaceleración de China, la caída de precios de *commodities* y la depreciación del yuan afecten el crecimiento mundial y produzcan efectos deflacionarios globales. De hecho, esto último ya lo ha reconocido como un problema el BCE, declarando que puede requerir aumentar y extender en el tiempo su programa de compra de deuda. Este riesgo también estuvo detrás de la decisión de la semana pasada de la FED de postergar el tan anunciado inicio de alza de tasas.

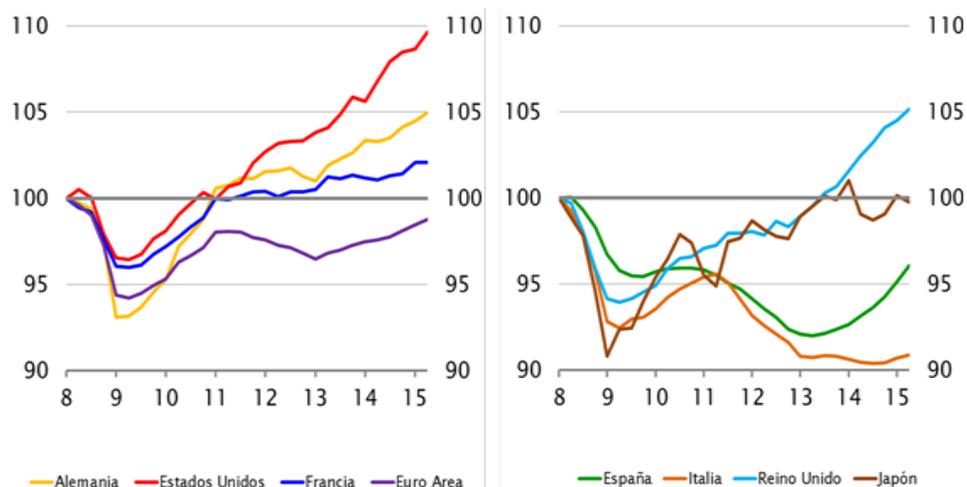
En cuanto a actividad mundial, en EE.UU. la expansión continúa su curso, con una tasa de desempleo que sigue descendiendo y ya se ubica en 5,1 por ciento, un valor muy cercano al pleno empleo. También, tanto el mercado inmobiliario como las ventas de durables, especialmente automóviles, continúan muy dinámicos. Esta expansión se apoya en un menor precio de la energía, un menor freno fiscal, una mayor robustez en los balances de empresas y familias, y la recuperación del mercado de la vivienda. Con todo, a la FED todavía le preocupa la salud del mercado laboral, debido a la baja tasa

de participación laboral, a la aún alta proporción de trabajadores que preferirían tener un trabajo a tiempo completo, pero que hoy sólo tienen uno a tiempo parcial; y a los trabajadores que se han retirado de la fuerza laboral por las dificultades que encuentran al buscar un empleo.

La ZE continúa su recuperación empujada, en su caso, por un menor freno fiscal, estímulos monetarios, depreciación del euro, menores precios de *commodities* y una mayor confianza. En contraste, la normalización del mercado del crédito sigue pendiente. Además, no obstante la recuperación, aún existen amplias brechas de capacidad. La tasa de desempleo se ha reducido sólo un punto porcentual desde su valor máximo, y aún está cuatro puntos porcentuales por encima del valor que tenía en enero del año 2008, esto es, antes del inicio de la Gran Crisis Financiera Global (véase gráficos 1 y 2).

Con amplias brechas de capacidad, especialmente en la ZE, y con caídas importantes en los precios de *commodities* y de alimentos, la inflación se mantiene por debajo de la meta de los bancos centrales, tanto en EE.UU. como en la ZE, aunque en mayor medida en EE.UU., mientras los salarios crecen a tasas muy bajas, lo que lleva a preocupaciones con

GRÁFICO 1: Evolución del PIB real desestacionalizado (2008*Q1= 100)



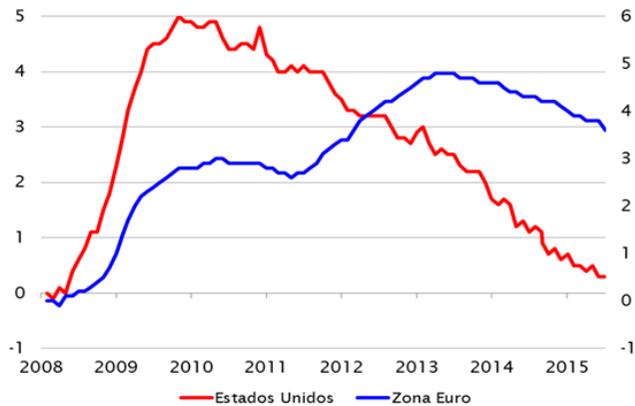
Fuente: Bloomberg.

respecto a la necesidad de iniciar el alza de tasas en EE.UU. (véase gráficos 3 y 4). Japón sigue con un crecimiento inestable y mediocre el que ahora se puede resentir aún más con la mayor desaceleración de China y, también, con una inflación muy por debajo de la meta. Sin embargo, el Banco de Japón (BOJ) continúa con una visión positiva sobre la recuperación de la demanda interna.

En los países avanzados, las condiciones financieras continúan siendo favorables para empresas sólidas, mientras que las empresas más débiles financieramente enfrentan condiciones bastante más restrictivas.

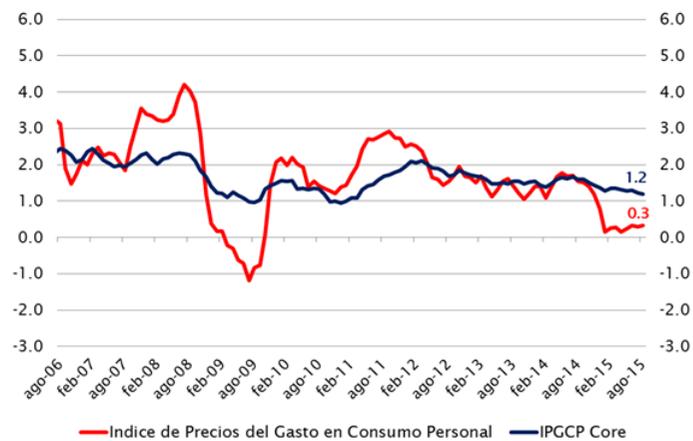
Los países emergentes pierden más dinamismo con la desaceleración de China y la profundización de la recesión de Brasil. En cuanto a China, surgen cada vez más preocupaciones con respecto a su desaceleración y a las cifras oficiales. De hecho, fuentes variadas estiman que la economía China estaría creciendo entre 4 y 5 por ciento anual y no a 7 por ciento, que es la meta del gobierno y que reportan las proyecciones “oficiales” (véase gráfico 5). Dadas las claras señales de desaceleración de China, sus autoridades se han estado moviendo en la dirección relajar la restricción presupuestaria de los gobiernos locales para así desbloquear proyectos de infraestructura, a lo que se le agregan condiciones monetarias más expansivas. Otros países emergentes están sufriendo los efectos

GRÁFICO 2: Cambios en la tasa de desempleo 2008-2015 (porcentaje)



Fuentes: Eurostat y Bloomberg.

GRÁFICO 3: Índice de Precios del Gasto en Consumo Personal EE.UU. (variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 4: Índice de precios al Consumidor Zona Euro (variación anual, porcentaje)



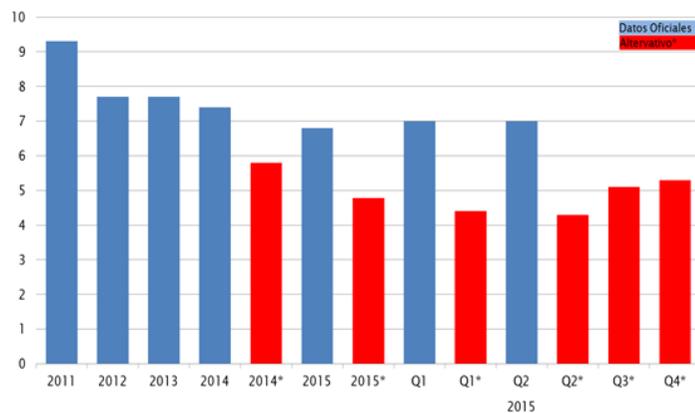
Fuentes: Bloomberg y EuroStat.

tos de la desaceleración de China, de la turbulencia de los mercados financieros, de la caída de precios de *commodities* y de las depreciaciones de sus monedas. Los más afectados son aquellos que exhiben mayores desequilibrios (altos déficits fiscales o de cuenta corriente, alta inflación, alta deuda y una alta proporción de ésta en dólares), las economías exportadoras de productos primarios y los países que comercian intensivamente con China.

Las pronunciadas depreciaciones de las monedas ha llevado en varios de estos emergentes a que la inflación supere por un período prolongado de tiempo el techo de la meta de la autoridad monetaria, lo que ha llevado a sus bancos centrales a contemplar un escenario de alza de tasas para evitar que las expectativas inflacionarias se estacionen por encima de la meta. En esta dirección, en América Latina, Perú subió recientemente su tasa rectora, y Colombia, México y Chile han indicado que están contemplándolo.

Entre los BRICS más afectados, están Brasil, Rusia y Sudáfrica. El deterioro del entorno externo encontró a Brasil con un alto déficit fiscal (sobre el 7 por ciento del PIB) y de cuenta corriente (sobre el 4 por ciento del PIB), y con una inflación cercana al 10 por ciento anual, muy por encima del techo de la meta. Al mismo tiempo, Brasil está pasando también por una profunda crisis política, asociada a casos de corrupción. Rusia está sufriendo los efectos de la caída del precio del petróleo y de las restricciones impuestas por EE.UU.

GRÁFICO 5: Crecimiento económico China (variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

y la Unión Europea (UE) como respuesta a su incursión en Ucrania. Sudáfrica está siendo afectada por los efectos de la caída de precios de productos primarios, y por el deterioro del ambiente de negocios.

En cuanto a perspectivas para este año, se estima que la economía mundial crecería menos que en 2014, con un crecimiento en los países avanzados levemente mayor al del año pasado y un crecimiento bastante menor en los países emergentes (véase tabla 1). Estas proyecciones se han ajustado a la

TABLA 1: Proyecciones de 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 | 2.5 (3.1) | 2.5 | 3.0 (3.1) | 2.7 |
| Zona Euro | 1.6 | -0.8 | -0.5 | 0.9 | 1.5 (1.5) | 1.4 | 1.7 (1.7) | 1.7 |
| Japón | -0.5 | 1.8 | 1.6 | -0.1 | 0.8 (1.0) | 0.7 | 1.2 (1.2) | 1.5 |
| Asia (ex-Japón) | 7.3 | 6.3 | 6.6 | 6.5 | 6.4 (6.4) | 5.9 | 6.2 | 5.9 |
| China | 9.3 | 7.8 | 7.8 | 7.4 | 6.8 (6.8) | 6.8 | 6.3 (6.3) | 6.6 |
| India | 6.6 | 5.1 | 6.9 | 7.2 | 7.5 (7.5) | 7.6 | 7.5 (7.5) | 7.9 |
| América Latina | 4.9 | 3.1 | 2.9 | 1.3 | 0.5 (0.9) | -0.6 | 1.7 (2.0) | 0.8 |
| Brasil | 3.9 | 1.8 | 2.7 | 0.1 | -1.5 (-1.0) | -2.6 | 0.7 (1.0) | -0.6 |
| Mexico | 4.0 | 4.0 | 1.4 | 2.1 | 2.4 (3.0) | 2.4 | 3.0 (3.3) | 3.0 |
| África Subsahariana | 5.0 | 4.2 | 5.2 | 5.0 | 4.4 (4.5) | nd | 5.1 (5.1) | nd |
| Sudafrica | 3.2 | 2.2 | 2.2 | 1.5 | 2.0 (2.0) | 1.8 | 2.1 (2.1) | 2.3 |
| Economías Avanzadas | 1.7 | 1.2 | 1.4 | 1.8 | 2.1 (2.4) | 2.0 | 2.4 (2.4) | 2.3 |
| Economías Emergentes | 6.2 | 5.2 | 5.0 | 4.6 | 4.2 (4.3) | 4.1 | 4.7 (4.7) | 4.7 |
| Mundo (PPP) | 4.2 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.3 (3.5) | 3.1 | 3.8 (3.8) | 3.6 |
| Mundo (TCM) | 3.0 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.6 (2.9) | 2.6 | 3.2 (3.3) | 3.0 |
| Comercio Mundial | 6.8 | 2.8 | 3.5 | 3.4 | 4.1 (3.7) | n.d. | 4.4 (4.7) | n.d. |

Fuentes: FMI, WEO actualizado julio del 2015 y entre paréntesis WEO abril del 2015. Consensus Forecasts, septiembre 2015.

baja continuamente en el caso de los países emergentes, especialmente para América Latina, una región donde se proyecta un crecimiento negativo para este año (véase gráficos 6 y 7). Las proyecciones para 2016 también se han estado ajustando a la baja para los países emergentes, destacando nuevamente aquellos en América Latina (véase gráficos 8 y 9).

Los principales riesgos del crecimiento mundial están sesgados a la baja, y son:

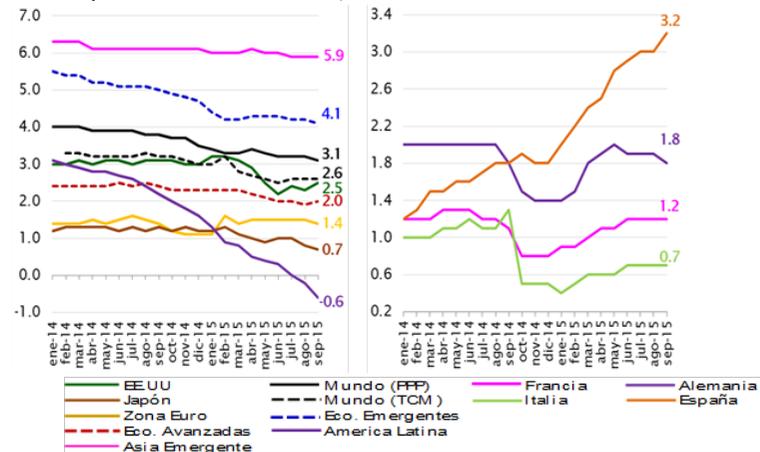
- (1) Una profundización de la desaceleración —o aterrizaje forzoso— de China;
- (2) Un alza más agresiva de lo esperado de las tasas de la FED, con efectos en precios de activos financieros y de *commodities*, salidas de capitales y depreciaciones cambiarias; y
- (3) Un aumento de las tensiones geopolíticas en Ucrania, el Medio Oriente y partes de África.

En el caso de América Latina, otro riesgo es una profundización de la crisis de Brasil.

3. Perspectivas de la economía chilena

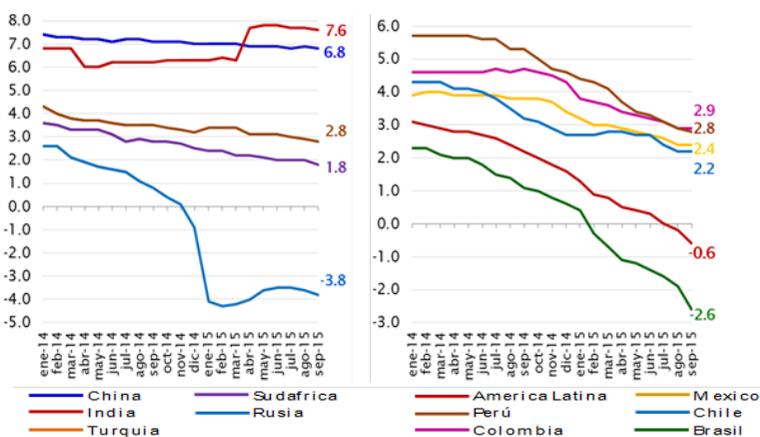
El crecimiento económico de este año ha sido nuevamente muy bajo. Si nos concentramos en el primer semestre, el crecimiento anual del producto se redujo des-

GRÁFICO 6: Perspectivas de crecimiento económico para 2015 (variación porcentual del PIB Real)



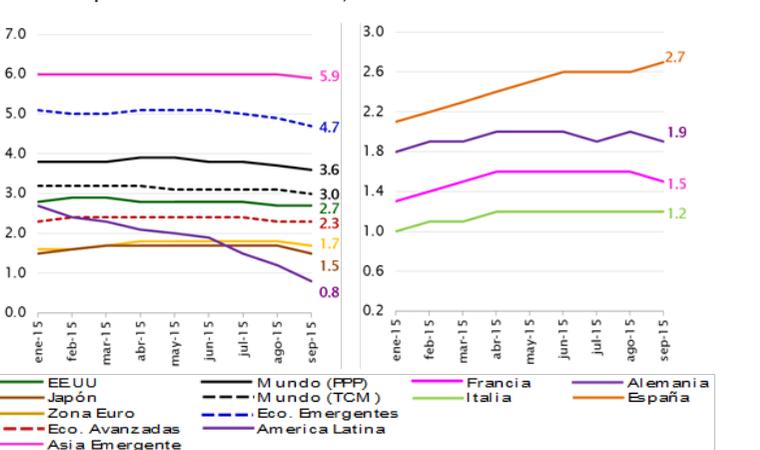
Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO 7: Perspectivas de crecimiento económico para 2015 (variación porcentual del PIB Real)



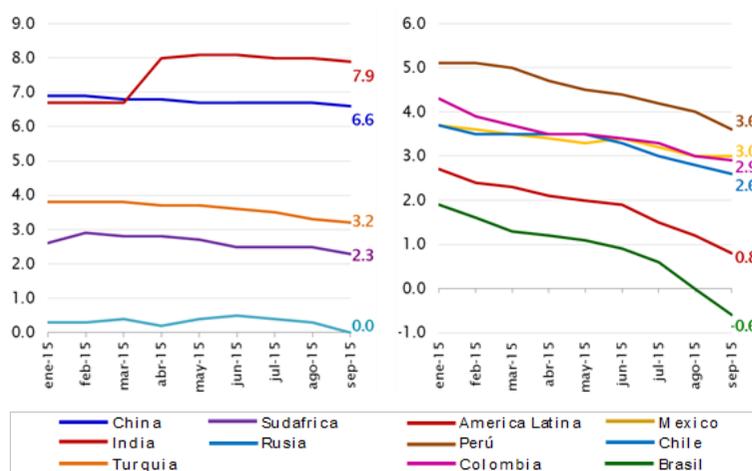
Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO 8: Perspectivas de crecimiento económico para 2016 (variación porcentual del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO 9: Perspectivas de crecimiento económico para 2016 (variación porcentual del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

de un 2,5 por ciento en el primer trimestre, hasta un 1,9 por ciento anual en el segundo trimestre (véase gráfico 10). Este menor dinamismo obedece a que el consumo crece pobremente (1,6 por ciento anual), y a que la inversión en capital fijo continúa descendiendo (-3 por ciento anual), específicamente en maquinaria y equipos. A esto se suma un sector externo que no repunta, con las exportaciones cayendo 4,1 por ciento anual en volumen en el segundo trimestre. En términos anualizados, el crecimiento se redujo desde un 4,5 por ciento en el primer trimestre, a cero por ciento en el segundo.

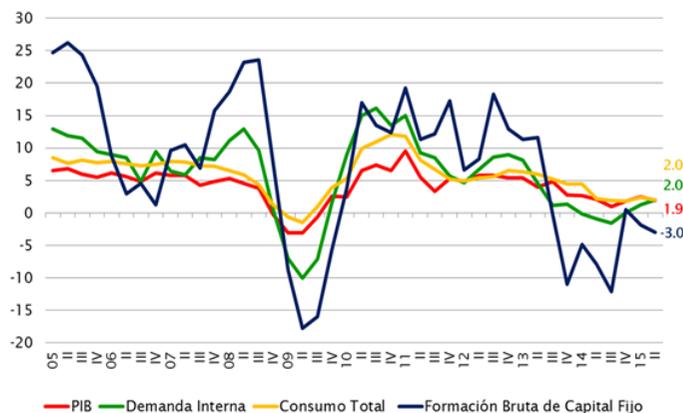
En el más corto plazo, el escenario macroeconómico muestra que la actividad reduce su desaceleración. Así, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados aumentó 2,7 por ciento anual en julio y 0,1 por ciento con respecto al mes anterior. Con este registro, la velocidad de crecimiento del IMACEC alcanzó 2,2 por ciento anualizado en el trimestre mayo-julio (véase gráfico 11).

Por el lado de la demanda, las ventas minoristas reales ajustadas por estacionalidad crecen sólo un 2,2 por ciento anual en julio, por debajo del mes de junio, que habían alcanzado un 4,8 por ciento (véase gráfico 12). En tanto, las importaciones de bienes de consumo, ajustadas por estacionalidad, reducen su desaceleración al contraerse 7,6 por ciento anual para el periodo junio-agosto, siendo ésta la menor reducción anual en el transcurso de 2015. En cuanto a la inversión, las importaciones de bienes intermedios y de capital, ajustadas por estacionalidad, siguen cayendo con respecto a iguales períodos del 2014, con tasas anuales de contracción del 16 y 8,1 por ciento, respectivamente, para el trimestre móvil junio - agosto. Con todo, si bien la inversión se reduce, lo hace a tasas menores con respecto a principios de este año.

Las expectativas de los consumidores profundizan su caída, en medio una mirada extremadamente pesimista sobre la situación económica actual y a

Las expectativas de los consumidores profundizan su caída, en medio una mirada extremadamente pesimista sobre la situación económica actual y a

GRÁFICO 10: Demanda interna final (sin inventarios) y PIB (variación anual, porcentaje)

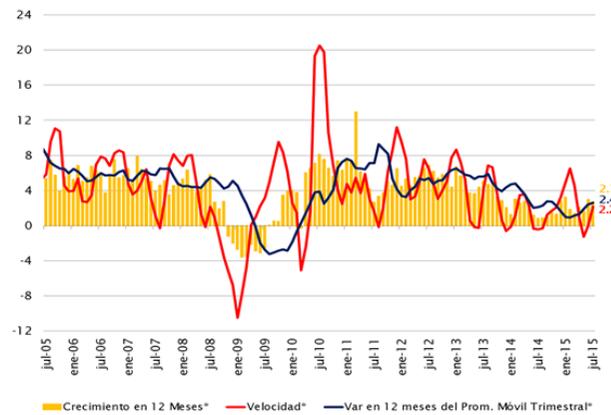


Fuente: Consensus Forecasts.

12 meses del país. Estos índices presentan niveles mínimos, incluso tan bajos como los observados durante la gran recesión del año 2008. Las expectativas de empresarios siguen deteriorándose, mientras en el sector manufacturero se acumulan inventarios no deseados y el uso de capacidad instalada se reduce (véase gráficos 13 y 14). A su vez, el último informe de percepciones de negocios del Banco Central de Chile confirma un escenario poco auspicioso, dada la visión de deterioro o estancamiento por parte de los empresarios durante el segundo trimestre del año. A todo esto se suma una débil demanda por inversión y los procesos de ajuste de costos por parte de las empresas para enfrentar un escenario que estiman que será más adverso.

En el mercado financiero, el crecimiento de las colocaciones nominales se ubica sobre 10 por ciento anual, producto de la expansión

GRÁFICO 11: Imacec* (porcentaje)



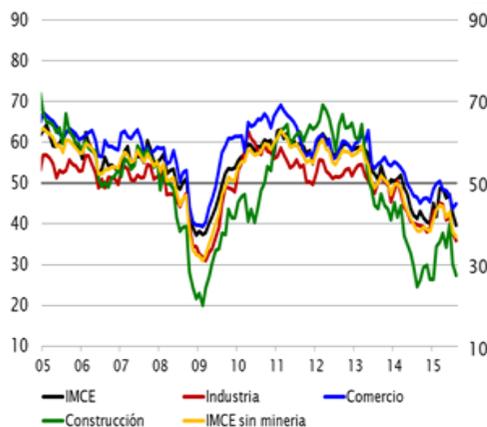
* Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 12: Ventas reales del comercio minorista* (porcentaje)



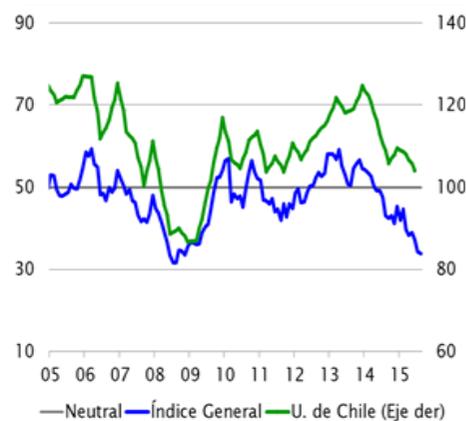
* Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 13: Confianza Empresarial-IMCE (1)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez, Adimark y Universidad de Chile.

GRÁFICO 14: Confianza del consumidor-IPEC y U. de Chile (2)



(2) Índice de la U. de Chile está en base marzo 2001=100

del crédito de vivienda de un 15,6 por ciento, y del crédito de empresas, el cual sigue creciendo a tasas superiores al 8 por ciento anual, impulsado por el aumento del crédito de comercio exterior en moneda local como resultado de la depreciación del peso. No obstante, las colocaciones de consumo profundizan su desaceleración, llegando a una expansión de 5,6 por ciento anual en agosto, siendo ésta la cifra más baja desde principios del año 2010. Las tasas de colocación aumentan en el margen durante el mes de agosto manteniéndose, en todo caso, por debajo de sus promedios históricos.

En cuanto a las finanzas públicas, el menor precio del cobre y la menor expansión del producto han impactado los ingresos fiscales, los que se expandieron 5,3 por ciento anual en el periodo enero-julio. En tanto, los gastos crecen en el mismo periodo 8,6 por ciento. Como resultado, el déficit fiscal aumentó 11,6 por ciento anual entre ambos períodos. Para la discusión presupuestaria del año 2016, los parámetros de los paneles de expertos (precio del cobre de 2,98 USD / libra, y crecimiento potencial de 3,6 por ciento) implican que la política fiscal restará estímulo a la demanda interna el próximo año, con un crecimiento del gasto en torno a la mitad del presupuestado para 2015, obligando al Gobierno a priorizar en medio de una mayor presión de gasto producto de una serie de compromisos asumidos entre el año 2014 y el reciente terremoto en el norte del país.

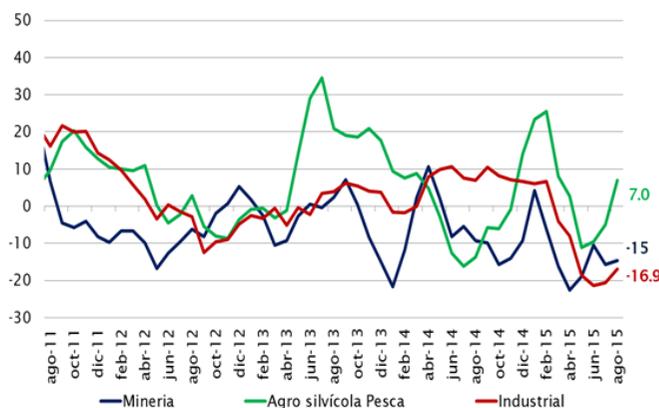
Las exportaciones en dólares ajustadas por estacionalidad registran una caída de 14,5 por ciento anual en el trimestre móvil junio-agosto, mientras el tipo de cambio se ha depreciado un 15,1 por ciento desde principios del año, todo esto sumado a una demanda externa que profundiza su debilidad en medio

de un menor crecimiento externo (véase gráfico 15). Por destino, la principal contracción de las exportaciones se observa en Europa, con una caída del 21,6 por ciento al mes de julio.

En cuanto a las importaciones, todas las categorías reducen su desaceleración, especialmente las importaciones de consumo, las cuales caen 7,6 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en agosto. En tanto, el superávit de la cuenta corriente se mantiene, en línea con la caída de la tasa de inversión y el aumento en el margen del ahorro nacional como proporción del PIB.

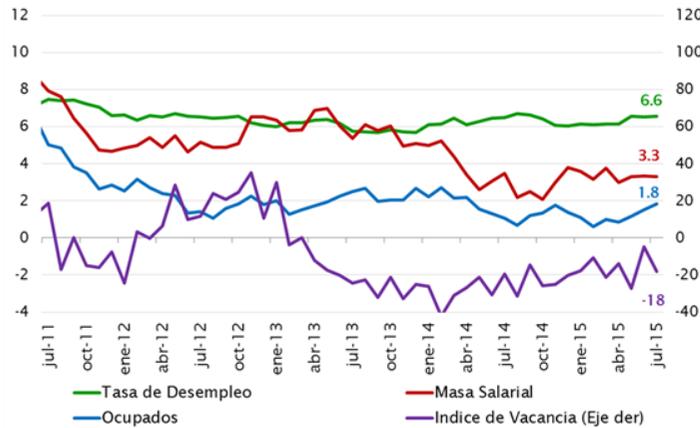
El mercado laboral persiste en su resiliencia respecto al ciclo, con una tasa de desempleo que mantiene el mismo nivel observado hace dos meses, ubicándose en 6,6 por ciento en el trimestre móvil terminado en julio (véase gráfico 16). En cuanto a la creación de empleo, se destaca la recuperación del empleo asalariado privado, con la incorporación de 110.041 trabajadores desde el trimestre móvil terminado en julio del año anterior, mientras la creación de empleo asalariado público reduce su expansión, con la inclusión de 19.101 trabajadores en el mismo periodo. Respecto a la incidencia en la creación de empleos, todos los sectores se expanden, con la excepción del sector minero, mientras

GRÁFICO 15: Exportaciones*
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



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

GRÁFICO 16: Mercado laboral (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

que los servicios financieros y comunales, junto con el comercio, son los sectores más pujantes, con 46.424 y 29.969 trabajadores, respectivamente. Por su parte, la masa salarial real crece 3,3 por ciento anual al mes de julio.

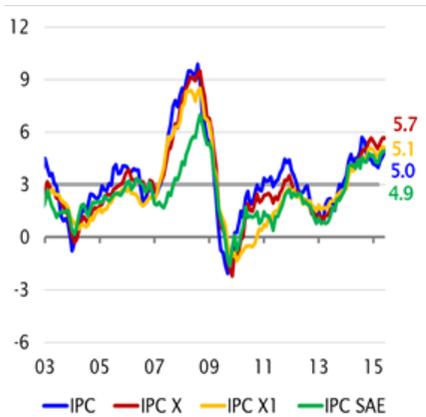
La inflación de agosto alcanzó un 5 por ciento anual, sorprendiendo al mercado y a la autoridad monetaria, mientras la variación mensual fue de 0,7 por ciento, siendo ésta la más alta en lo que va del año (véase gráficos 17 y 18). En cuanto a la inflación subyacente, definida como IPC sin alimentos y

energía (IPCSAE), ésta aumento 4,9 por ciento anual, la mayor variación anual a lo largo del año. A pesar de que la mayor incidencia se presentó en la división de alimentos como resultado de un *shock* de oferta transitorio, los efectos de la depreciación del peso chileno se mantienen. En tanto, el IPC transable de agosto registró el mayor crecimiento anual en lo que va del año, con una variación del 5,1 por ciento. Asimismo, en el IPoM de septiembre, el Banco Central revisó al alza sus proyecciones de inflación, redujo su estimación de brechas de capacidad e hizo

patente su preocupación respecto a un potencial desanclaje de las expectativas de inflación en el horizonte de política. Estos factores llevaron al anunciar que, en el escenario más probable, será necesario subir su tasa rectora.

En la última reunión de política monetaria, que tuvo lugar dos semanas después del IPoM, el Banco Central decidió mantener la tasa de política en 3 por ciento, pero anunció que en el escenario considerado como más probable y consistente con el

GRÁFICO 17: Índices de Precios al Consumidor (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 18: IPC de Bienes Transables y No Transables (variación anual, porcentaje)



TABLA 2: Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | | | | | 2016 | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------------------|-------|-------------------|---------|-------------------|---------|-------------------|
| | | | | | BC | MH | LACF | EIU | EEE | BC | LACF | EIU | EEE |
| PIB | 5.8 | 5.5 | 4.2 | 1.9 | 20-2.5 | 2.5 | 2.2 (1.9; 2.3) | 2.3 | 2.2 (2.0; 2.4) | 2.5-3.5 | 2.6 (2.0; 3.0) | 3.1 | 2.7 (2.0; 3.0) |
| Demanda Interna | 9.4 | 7.3 | 3.7 | -0.6 | 2.0 | 2.0 | - | - | - | 3.1 | - | - | - |
| Con. privado | 8.9 | 6.1 | 5.9 | 2.2 | 2.1* | - | 1.9 | 1.3 | - | 3.3* | 2.3 | 2.4 | - |
| Inversión total | 14.7 | 12.4 | -1.6 | -10.6 | -1.2 | - | -1.2 | -1.4 | - | 1.9 | 1.7 | 1.7 | - |
| Balance Fiscal (% del PIB) | 1.3 | 0.6 | -0.6 | -1.6 | - | -3.0 | -3.0 | -3.0 | - | - | -2.7 | -2.2 | - |
| Tipo Cambio (fin período) | 521.5 | 478.6 | 523.8 | 607.4 | - | 630.0 | 690.7 | 698.1 | 690-690 | 693.1** | 717.3 | 680-660 | |
| Inflación (dic-dic) | 4.4 | 1.5 | 3.0 | 4.6 | 4.6 | 3.5 | 4.5 (3.7; 4.9) | 4.7 | 4.7 (4.5; 4.9) | 3.7 | 3.3 (2.6; 4.0) | 3.7 | 3.5 (3.0; 3.8) |
| Tasa de Desempleo (%) | 7.2 | 6.5 | 6.0 | 6.3 | - | - | - | 6.4 | - | - | - | 6.6 | - |
| Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB) | -1.2 | -3.6 | -3.7 | -1.2 | -0.7 | - | -0.4 | -0.4 | - | -1.5 | -0.7 | -0.9 | - |

* Se refiere al consumo total. ** Corresponde a septiembre de 2016.

Financiera del Sector Público en 2014 y Actualización de Proyecciones para 2015, Ministerio de Hacienda (julio 2015); LACF: Latin American Consensus Forecasts (septiembre, 2015) rango en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (septiembre, 2015); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (septiembre 2015), deciles 1 y 9 en paréntesis.

último IPoM, la tasa de política se incrementará en el corto plazo. Cuando se inicie la normalización de tasas de la FED, el Banco Central enfrentará más presiones para subir la tasa. Dadas las proyecciones de inflación y los efectos cambiarios adicionales que resultarán de la subida de tasas de la FED, el riesgo de una prolongación de altas tasas de inflación se acrecentaría.

El escenario de alzas de tasas ya está siendo incorporado en las expectativas de los agentes, según las últimas Encuestas de Operadores Financieros (EOF) y de Expectativas Económicas (EEE), con un tasa de política estimada de 3,25 por ciento al finalizar el año; en medio de un primer incremento de expectativas de inflación a dos años, desde abril de 2012 según la EOF del mes de Septiembre.

En el corto plazo, los principales escollos al crecimiento son el deterioro del entorno externo y los lomos de toro internos asociados a reformas con diseños poco prolijos y a anuncios de nuevos cambios,

que han golpeado las expectativas. El entorno externo no se ve muy promisorio en los próximos dos a tres años, especialmente en lo que concierne al precio del cobre y a condiciones financieras internacionales. En estas circunstancias, para poder crecer a tasas en el rango 2 a 3 por ciento en los próximos dos a tres años es urgente mejorar las políticas internas. En este sentido, la agenda de ajustes es larga: simplificar sistema tributario, ajustar la reforma laboral, acotar la reforma educacional y clarificar el proceso de cambio constitucional. Esto debiera contribuir a mejorar las expectativas de empresarios y consumidores y, así, impulsar el crecimiento. Pero en esto es difícil ser muy optimista, pues en medio del negativo clima político y económico, y el anticipado aumento en el desempleo, no va a ser fácil dar vuelta a las expectativas. Con todo, Chile está bien preparado para enfrentar las alzas de tasas de la FED y una mayor desaceleración de China: baja deuda pública, alta confianza en el Banco Central, altos niveles de reservas internacionales y fondos

soberanos, sistema financiero sólido, y un mercado interno profundo de deuda en UF y en pesos.

Mis proyecciones para el año 2015 son un crecimiento en la parte baja del rango 2 a 2,5 por ciento, y una inflación anual en torno a 4,5 por ciento. Además de los riesgos globales, el principal riesgo para el crecimiento está en que las expectativas de empresarios y consumidores se mantengan de-

primidas. Para 2016 y 2017, mis proyecciones son un crecimiento en la parte baja del rango 2 a 3 por ciento. Sin embargo, dado que la política fiscal será menos expansiva en los próximos años y a que en el escenario más probable la política monetaria será también menos acomodaticia, para alcanzar estas tasas se va a requerir ajustar reformas y remover escollos para poder acelerar inversiones en infraestructura y energía. **PdR**