

Puntos de Referencia

Edición online
N° 420, noviembre 2015

El momento económico internacional y nacional Noviembre 2015

Vittorio Corbo

Resumen

En los últimos meses el crecimiento mundial se ha desacelerado, principalmente por la desaceleración de los países emergentes. En los países avanzados, Estados Unidos crece cerca de su crecimiento potencial, la Zona Euro repunta y Japón regresa a la recesión.

Al mismo tiempo China exhibe un menor dinamismo, el cual se debe a factores cíclicos producto de ajustes en diversos mercados, a factores estructurales asociados a la reorientación de su crecimiento desde la inversión y las exportaciones hacia el consumo interno, y a la baja en su crecimiento potencial. En este contexto, las autoridades han tomado medidas de política para evitar una mayor desaceleración y así estimular la economía. Por su parte, Rusia y Brasil se encuentran en recesión, mientras América Latina junto al resto de los países emergentes enfrentan condiciones financieras menos auspiciosas, depreciación de sus monedas, caída de los precios de *commodities*, en medio de una reversión de flujos de capitales y un menor comercio con China.

En cuanto a las proyecciones para este año, se espera un crecimiento mundial en torno a 3,2 por ciento, cifra inferior al crecimiento del 2014, y para el 2016 se proyecta un crecimiento levemente por encima al de este año, pero los riesgos de esta proyección se mantienen sesgados a la baja.

En cuanto a la economía chilena, luego de una pérdida de dinamismo durante el segundo trimestre, se observa una leve recuperación por el mayor crecimiento de la demanda interna producto de la expansión de la inversión y del crecimiento del consumo público. No obstante, el consumo privado no repunta y las exportaciones continúan contrayéndose.

Las expectativas de los agentes económicos mejoran en el margen, no obstante se mantienen en terreno negativo, en medio de un deterioro de las perspectivas de negocios.

En el mercado laboral se mantiene el bajo desempleo, con un mayor dinamismo del empleo asalariado y por cuenta propia. En cuanto a la inflación anual, ésta se encuentra sobre el rango de meta del Banco Central, sujeta a presiones producto de la depreciación de la moneda.

En relación a la política monetaria, la tasa rectora recientemente se ajustó al alza con el fin de contener las expectativas de inflación, mientras la posición fiscal de Chile es menos robusta respecto de años anteriores.

En cuanto a las proyecciones, se estima un crecimiento en torno a 2 por ciento y una inflación en torno a 4,5 por ciento para este año. Y para el 2016 un crecimiento en la parte baja del rango del 2 al 2,5 por ciento y una inflación en torno al 3,5 por ciento.

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

1. Introducción

La economía mundial mantiene un bajo dinamismo debido al impacto del menor crecimiento de China, mientras Estados Unidos (EE.UU) y la Zona Euro (ZE) continúan su expansión.

Dentro de los países avanzados, EE.UU. crece cerca de su producto potencial, con una tasa de desempleo que se ubica en niveles similares a lo observado antes de la gran crisis financiera de 2008. Sin embargo, aún persisten señales contradictorias en diversos indicadores de actividad, mientras la inflación se encuentra muy por debajo de la meta. En todo caso, la Reserva Federal (FED) sigue preparando el terreno para iniciar un alza de tasa, la cual probablemente se materializará en diciembre. Por su parte, la actividad en la ZE mantiene el dinamismo, impulsada por el crecimiento de las principales economías de la Zona —Alemania, Francia, Italia y España— al tercer trimestre. No obstante, se mantienen amplias brechas de capacidad y una inflación muy baja, lo cual permitirá al Banco Central Europeo (BCE) incrementar sus estímulos monetarios. En tanto, Japón se encuentra en recesión, en medio de una baja inflación, lo cual abre espacio para incrementar el programa de relajo cuantitativo.

En cuanto a los países emergentes, China se sigue desacelerando a tasas más acotadas respecto a lo estimado meses atrás. No obstante, las causas cíclicas y estructurales se mantienen. La parte cíclica está asociada a los ajustes de políticas para corregir los desequilibrios en diversos mercados, lo cual ha impactado directamente a la actividad económica. La parte estructural obedece a la reorientación de su crecimiento desde la inversión y las exportaciones, hacia el consumo interno. Además, en el último año han vuelto a surgir dudas con respecto a su tasa de crecimiento efectiva. En todo caso, las autoridades han reaccionado tomando medidas de política fiscal y monetaria para estimular la economía, en medio de una inflación y crecimiento bajo, lo cual

ha permitido poner un piso a la desaceleración de la actividad en el corto plazo. En paralelo, la expansión del consumo interno y del sector servicios comienza a ayudar al rebalanceo de su economía. Con todo, el menor dinamismo del gigante asiático y el cambio en la composición de su crecimiento han tenido un impacto significativo en los países exportadores de productos primarios y/o que comercian intensivamente con China. Es el caso de varios países de América Latina, los cuales se enfrentan a condiciones financieras menos favorables, en medio de una depreciación significativa de sus monedas, salidas de capitales, menores precios de *commodities*, un mayor endeudamiento en dólares de las empresas no financieras y, en algunos países, desequilibrios macroeconómicos significativos, en términos de déficit fiscal, de cuenta corriente y alta inflación. Sin embargo, la mayor parte de los países se encuentran en mejores condiciones macroeconómicas para enfrentar un escenario internacional más adverso, frente a episodios pasados.

Las dos principales economías emergentes, Rusia y Brasil, se encuentran en recesión producto del impacto de la caída del precio del petróleo y de desequilibrios macroeconómicos sumados, en el caso de Brasil, a casos de corrupción y, en Rusia, a los efectos de las sanciones impuestas por Occidente por el conflicto con Ucrania.

En cuanto a las perspectivas, se espera que la economía mundial crezca este año 3,2 por ciento anual, menos que el crecimiento observado en 2014. Mientras los países avanzados crecerán a una mayor tasa respecto de 2014, las economías emergentes se desacelerarán. América Latina se destaca como la región del mundo donde más se han ajustado a la baja las proyecciones de crecimiento este año, con una caída de producto proyectada de 0,8 por ciento anual, según el Consensus Forecast de noviembre.

La economía chilena presenta un repunte leve en la actividad frente al segundo trimestre, y modesto

respecto al inicio del año. El consumo privado mantiene un dinamismo acotado, en medio de un bajo crecimiento de la masa salarial y malas expectativas de los consumidores, mientras el consumo público se sigue expandiendo. La inversión vuelve a crecer producto de un mayor dinamismo de la inversión pública, del crecimiento de la inversión en construcción, y del alza de las importaciones de bienes de capital en ciertos sectores económicos. Por su parte, las exportaciones siguen cayendo, especialmente las exportaciones mineras. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene baja, con un alza de los ocupados por cuenta propia y asalariados.

Por otra parte, la inflación supera el límite superior del rango de tolerancia de la meta del Banco Central, en medio de presiones inflacionarias producto de la significativa depreciación del peso chileno. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central reaccionó con un alza de la tasa rectora con el fin de contener las expectativas de inflación. En tanto, las cuentas fiscales presentan un deterioro, producto de un menor crecimiento y de la caída del precio del cobre. En el sector empresarial, las expectativas de los empresarios se mantienen en terreno negativo, en medio de un deterioro de las perspectivas de los negocios.

En cuanto a proyecciones, el crecimiento de la economía chilena se estima en 2 por ciento para este año, mientras la inflación se proyecta en 4,5 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. Economía mundial

La economía mundial continúa con un crecimiento modesto, donde EE.UU. y la ZE se expanden en torno a su crecimiento tendencial, al mismo tiempo

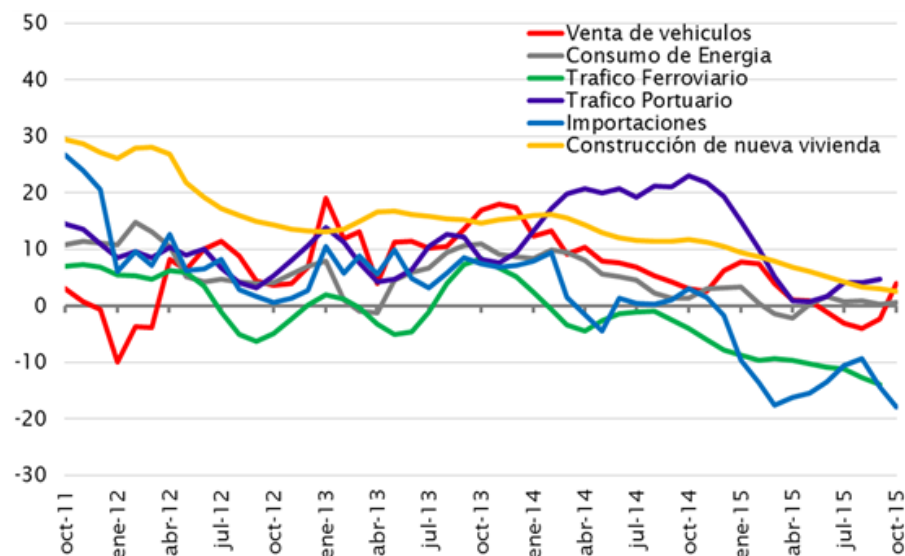
que los emergentes siguen perdiendo dinamismo afectados por los cambios que están ocurriendo en China, donde la desaceleración ha resultado más pronunciada de lo anticipado, y el cambio en la composición del crecimiento desde la inversión y las manufacturas hacia el consumo interno ya se encuentra en pleno desarrollo. La combinación de estos dos factores ha tenido efectos pronunciados en la demanda y en el precio de los productos primarios, especialmente los metales, donde China es un importante consumidor a nivel mundial.

En paralelo, los mercados financieros han pasado por episodios de alta volatilidad, afectados por las preocupaciones sobre China y la incertidumbre sobre el curso que seguirá la política monetaria en EE.UU. después de numerosos anuncios de que con la mejora que ha mostrado el mercado laboral está llegando el momento para comenzar a subir la tasa de política, para evitar que la muy dormida inflación comience a manifestarse con fuerza.

La desaceleración de China tiene causas tanto cíclicas como estructurales. La parte cíclica se asocia a ajustes de políticas para corregir los excesos de capacidad en el sector manufacturero e inmobiliario, y para controlar el alto endeudamiento de empresas y gobiernos locales. La desaceleración de la industria manufacturera y de la inversión se manifiesta en una serie de indicadores sectoriales (véase Gráfico 1).

La parte estructural está asociada a la reorientación de su crecimiento desde la inversión y las exportaciones hacia el consumo interno y los servicios, y a la caída en el crecimiento potencial. Esta caída se debe a una serie de factores: (1) el envejecimiento de la población; (2) la maduración del proceso migratorio del campo a la ciudad.; y (3) las dificultades naturales de seguir aumentando la productividad a medida que la brecha de producto per-cápita con los países avanzados se reduce.

GRÁFICO 1: Crecimiento China (variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg e Instituto de Estadísticas de China.

Pero no todas son malas noticias desde China. Para acotar la desaceleración, sus autoridades han introducido en el último año una serie de estímulos monetarios y fiscales, e iniciativas de alivio de deuda de los gobiernos locales que ya comienzan a mostrar sus efectos en el crecimiento. La fortaleza financiera del gobierno central y la baja inflación abren nuevos espacio para seguir introduciendo estímulos. De hecho, la semana recién pasada se anunciaron estímulos adicionales. Como resultado de estas acciones, la gran preocupación sobre la fuerza de la desaceleración de China comienza a perder fuerza.

El otro factor que ha estado moviendo a los mercados es la expectativa de la primera alza en la tasa de política de la FED en prácticamente 10 años, lo que crea incertidumbre sobre la reacción de los mercados, especialmente en lo que se refiere a la valoración del dólar y a los flujos netos de capitales a los países emergentes. Lo que sí está claro es que las condiciones financieras de los países emergentes se tornarán más difíciles como resultado del importante aumento que ha tenido la deuda de las empresas no-financieras, la caída de términos de

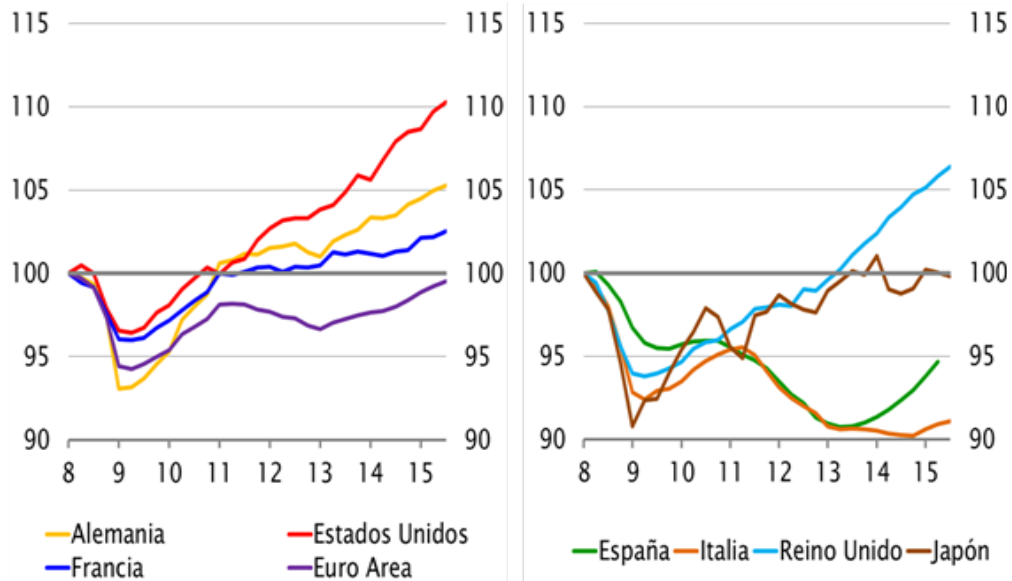
intercambio, la depreciación de sus monedas, el menor crecimiento y ahora la inminente alza de tasas de la FED.

Los países emergentes más afectados por los cambios en China y la subida de tasas de la FED son principalmente los exportadores de productos primarios y/o que comercian intensivamente con China, y los que experimentaron importantes aumentos de su deuda en el período 2007-2015.

En cuanto a la actividad, EE.UU. crece en torno a su crecimiento potencial, que se estima en torno al 2 por ciento, liderado por el consumo interno y los servicios. Por su parte, la tasa de desempleo se ha reducido continuamente desde mediados del 2009 alcanzando ya el 5 por ciento, la misma cifra que existía cuando comenzó la crisis financiera.

La Zona Euro (ZE) continúa su recuperación, empujada por Alemania, Francia, Italia y España, aunque su producto agregado se encuentra todavía por debajo del nivel alcanzado a comienzos del 2007. Asimismo, su tasa de desempleo está todavía más de tres puntos porcentuales por encima del nivel que alcanzó en esa misma fecha. Dadas las aún amplias brechas de

GRÁFICO 2: Evolución del PIB real desestacionalizado (2008'Q1= 100)



Fuente: Bloomberg.

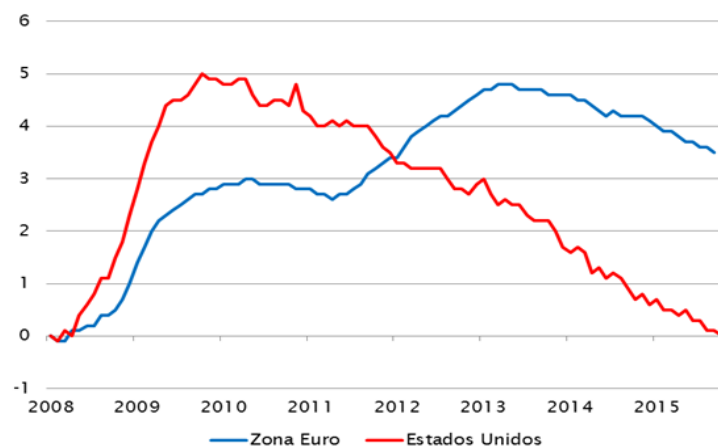
capacidad, la baja inflación, y el riesgo de que su crecimiento y la inflación pierdan fuerza por la desaceleración de los países emergentes, el Banco Central Europeo (BCE) prepara el terreno para intensificar su dosis de estímulo monetario con nuevas bajas en la tasa de depósitos de los bancos en el BCE y una ampliación de su programa de relajación cuantitativa.

La situación de Japón es incluso más precaria, ya que en el tercer trimestre ha vuelto a caer en recesión, lo que unido a la baja inflación también abre espacio para que su Banco Central incremente su programa de estímulo (véase Gráficos 2 y 3).

En cuanto a la actividad de los países emergentes, éstos continúan su desaceleración, la que va más allá de China. Los emergentes ex China enfrentan los efectos de la desaceleración de China, menores precios de *commodities*, un deterioro de las condiciones

crediticias, y factores idiosincráticos. Entre los emergentes, los dos países más afectados han sido Brasil y Rusia. Brasil sufre los efectos combinados del shock externo, los ajustes para enfrentar los desequilibrios internos —un alto déficit fiscal, una inflación anual más del doble de la meta y un déficit en cuenta corriente en torno al 5 por ciento del PIB—, y los escándalos de corrupción asociados a Petrobras.

GRÁFICO 3: Cambios en la tasa de desempleo 2008-2015 (porcentaje)



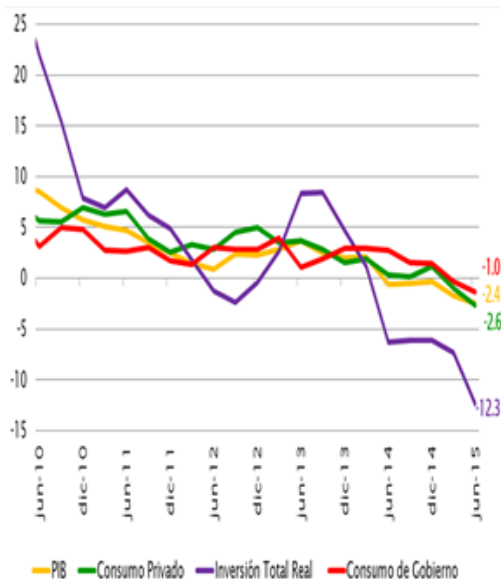
Fuentes: Eurostat y Bloomberg.

Esto ha resultado en una profunda recesión (véase Gráficos 4 y 5).

Rusia, por su parte, sufre los efectos simultáneos de la caída de los precios del petróleo y del gas natural, y de las sanciones de Occidente como represalia a su incursión en Ucrania. Pero en el

mundo emergente también hay países con buenas perspectivas: México y Centro América se debieran beneficiar de la expansión de EE.UU., y los países emergentes de Europa de la recuperación de la Zona Euro y del bajo apalancamiento de sus empresas no-financieras.

GRÁFICO 4: Brasil: Demanda interna y PIB* (variación anual, porcentaje)



* Cifras desestacionalizadas
Fuente: Bloomberg

GRÁFICO 5: Brasil: PIB trimestral (porcentual)

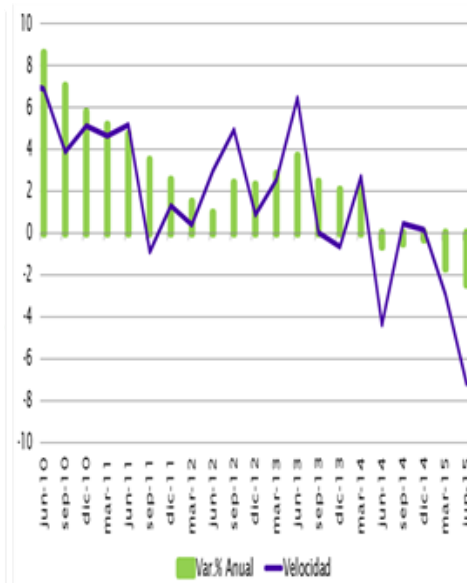
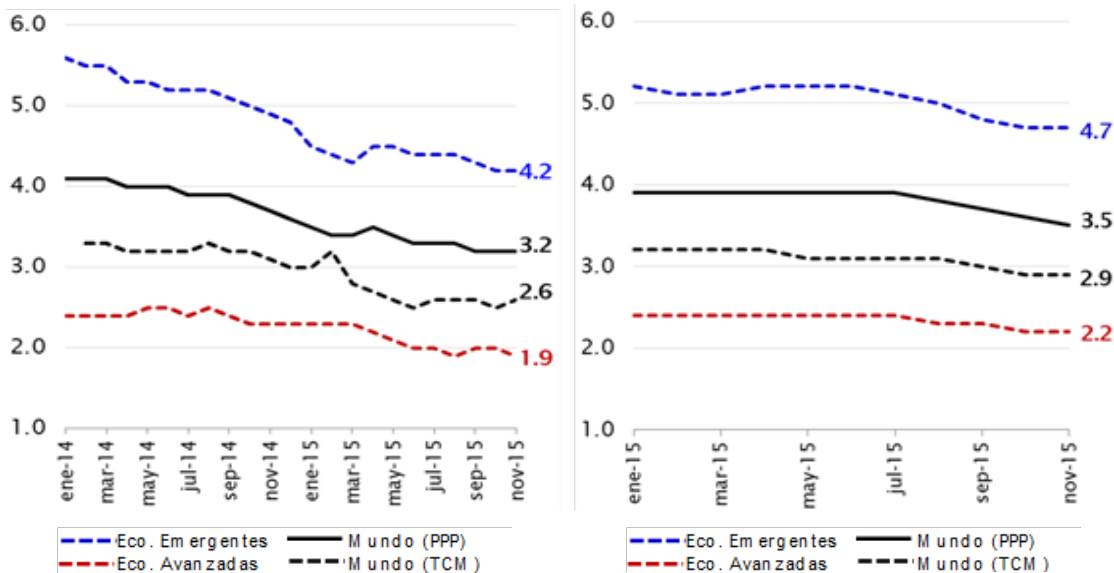
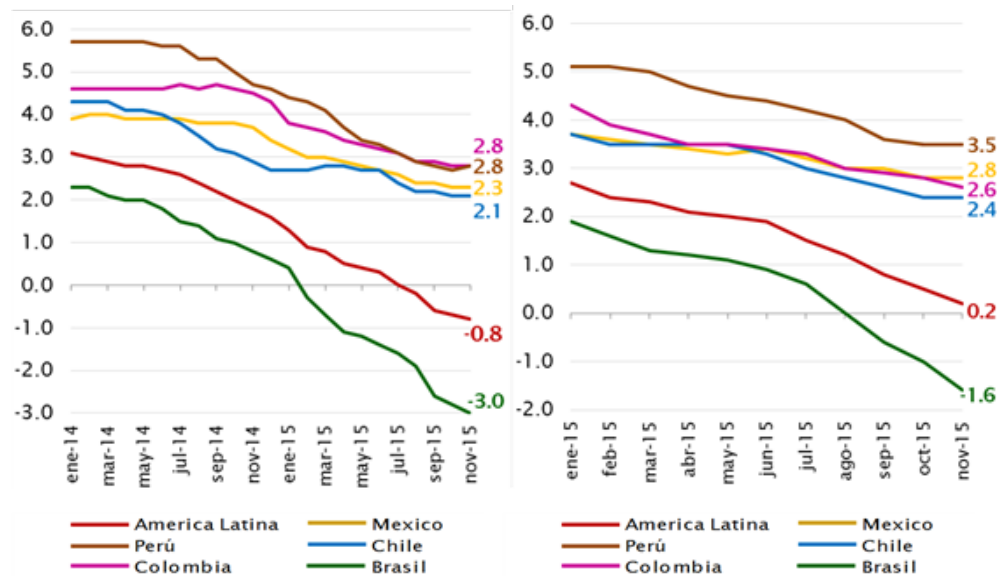


GRÁFICO 6: Perspectivas de crecimiento económico para el 2015 y 2016 (variación porcentual del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO 7: Perspectivas de crecimiento económico para el 2015 y 2016 (variación porcentual del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

En cuanto a perspectivas para este año, se estima que la economía mundial crecería incluso menos que el 2014, y a la tasa más baja de los últimos 6 años. Destaca la caída que se proyecta para del producto de América Latina, con una caída del 3 por ciento en el PIB de Brasil.

Para el próximo año, en el escenario base, el crecimiento mundial sería algo mayor al de este año, impulsado por la continuidad de la recuperación en los países avanzados (véase Gráficos 6 y 7 y Tabla 1).

Sin embargo, los riesgos de estas proyecciones son altos y están sesgados a la baja. Los principales riesgos del crecimiento mundial son:

- (1) Un deterioro aún mayor en las condiciones financieras de los países emergentes, gatillado por alzas más agresivas en la tasa de interés en los EE.UU que las proyectadas.
- (2) Una profundización de la desaceleración de China por complicaciones en el proceso de controlar vulnerabilidades.
- (3) También sigue presente el riesgo de un aumento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, Ucrania, partes de África

TABLA 1: Proyecciones de crecimiento mundial (variación porcentual anual)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2016	
						FMI	CF	FMI	CF
Estados Unidos	2.5	1.6	2.2	1.5	2.4	2.6 (2.5)	2.4	2.8 (3.0)	2.6
Zona Euro	2.0	1.6	-0.8	-0.3	0.9	1.5 (1.5)	1.5	1.6 (1.7)	1.7
Japón	4.7	-0.5	1.7	1.6	-0.1	0.6 (0.8)	0.6	1.0 (1.2)	1.3
Asia (ex-Japón)	9.5	7.4	6.3	6.6	6.5	6.2 (6.4)	5.8	6.4 (6.4)	5.7
China	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.8 (6.8)	6.9	6.3 (6.3)	6.5
India	10.3	6.6	5.1	6.9	7.3	7.3 (7.5)	7.5	7.5 (7.5)	7.8
América Latina	6.1	4.9	3.1	2.9	1.3	-0.3 (0.5)	-0.8	0.8 (1.7)	0.2
Brasil	7.6	3.9	1.8	2.7	0.1	-3.0 (-1.5)	-3.0	-1.0 (0.7)	-1.6
México	5.1	4.0	4.0	1.4	2.1	2.3 (2.4)	2.3	2.8 (3.0)	2.8
África Subsahariana	6.6	5.0	4.3	5.2	5.0	3.8 (4.4)	nd	4.3 (5.1)	nd
Sudafrica	3.0	3.2	2.2	2.2	1.5	1.4 (2.0)	1.5	2.1 (2.1)	2.0
Economías Avanzadas	3.1	1.7	1.2	1.1	1.8	2.0 (2.1)	1.9	2.2 (2.4)	2.2
Economías Emergentes	7.5	6.3	5.2	5.0	4.6	4.0 (4.2)	4.2	4.5 (4.7)	4.7
Mundo (PPP)	5.4	4.2	3.4	3.3	3.4	3.1 (3.3)	3.2	3.6 (3.8)	3.5
Mundo (TCM)	4.1	3.0	2.4	2.4	2.7	2.5 (2.6)	2.6	3.0 (3.2)	2.9
Comercio Mundial (volumen)	12.5	6.7	2.9	3.3	3.3	3.2 (4.1)	nd	4.1 (4.4)	nd

Fuentes: FMI, WEO actualizado octubre del 2015 y entre paréntesis WEO julio del 2015. Consensus Forecasts, noviembre 2015.

ca, y ahora con el terrorismo que está sacudiendo a Europa.

A nivel regional, un importante riesgo es un deterioro de la crisis de Brasil con un impacto adicional en las condiciones financieras de la región.

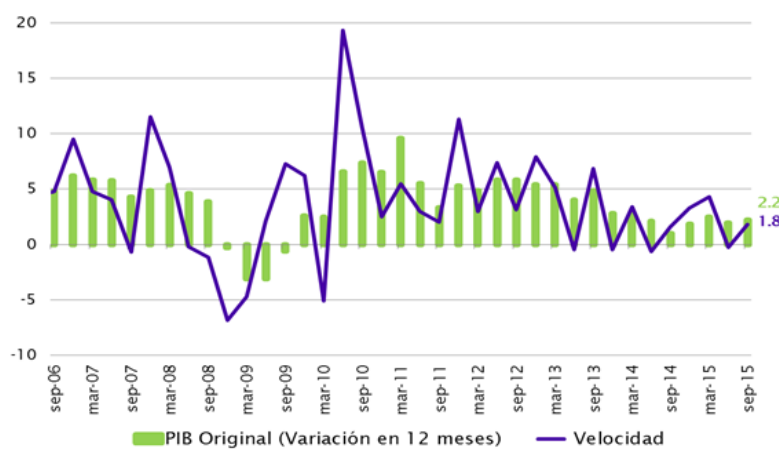
3. Perspectivas de la economía chilena

La economía chilena se recuperó levemente en el tercer trimestre, después de haberse contraído marginalmente en el segundo. Por el lado de la demanda, este mayor dinamismo estuvo impulsado principalmente por el consumo público y la inversión en maquinaria y equipos, mientras que las exportaciones siguen cayendo y las exportaciones netas también. En términos anualizados, el PIB creció un 1,8 por ciento en el tercer trimestre, después de haberse contraído un 0,3 por ciento en el segundo (véase Gráfico 8). En todo caso, ajustado por estacionalidad y días trabajados, el PIB del tercer trimestre está sólo 1,4 puntos porcentuales por encima del PIB del cuarto trimestre del año pasado.

El impulso en la actividad en términos anuales obedece principalmente a un aumento de la demanda interna de 3,6 por ciento anual, apoyado en un alza en la inversión en capital fijo real de 7,1 por ciento anual, aumento no observado desde mediados de 2013 (véase Gráfico 9). Por su parte, el consumo privado mantiene un crecimiento acotado con

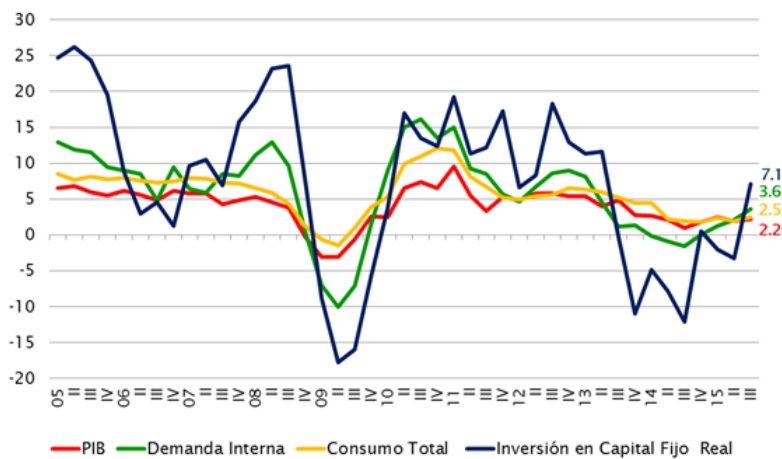
un alza de 1,8 por ciento anual, en línea con un bajo aumento de la masa salarial real, con expectativas pesimistas por parte de los consumidores, y con un bajo dinamismo del mercado de créditos de consumo; mientras el crecimiento del consumo de gobierno alcanza un 5,9 por ciento anual. Respecto del rol de la demanda externa, ésta contribuye negativamente al crecimiento como resultado de una caída en los volúmenes exportados mayor a la caída en los volúmenes importados (véase Gráfico 10).

GRÁFICO 8: PIB trimestral (porcentual)



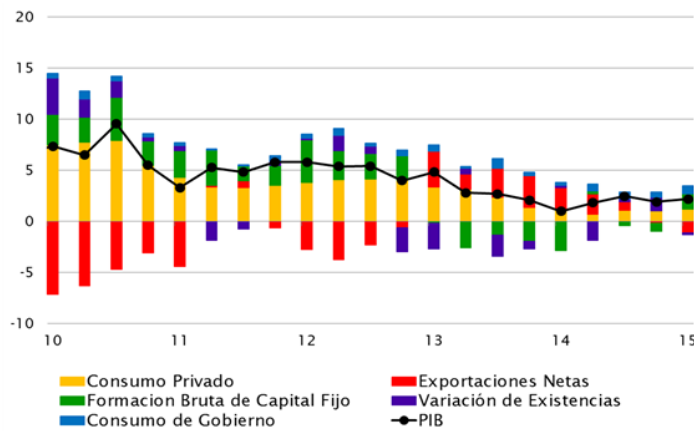
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 9: Demanda interna final y PIB (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 10: Contribución trimestral al crecimiento anual del PIB (variación anual real, porcentaje)

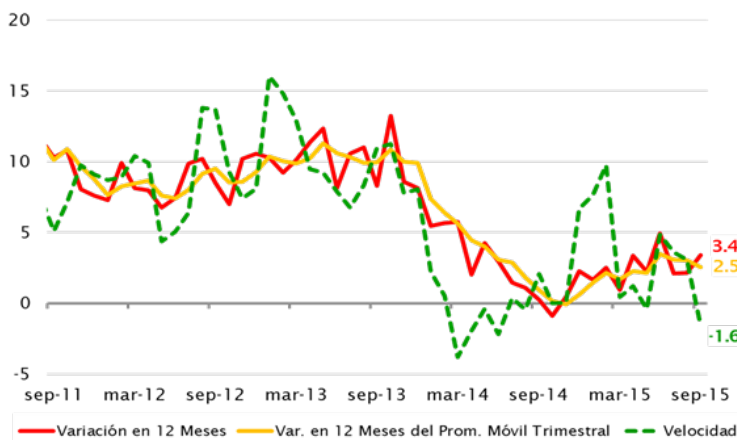


Fuente: Banco Central de Chile.

Examinando las cifras mensuales, la actividad ha estado prácticamente estancada desde comienzos de año. El IMACEC de septiembre, ajustado por estacionalidad y días trabajados, estuvo marginalmente por encima del alcanzado en enero. Respecto de la demanda, las ventas minoristas reales ajustadas por estacionalidad presentan un menor dinamismo que en meses anteriores, con un alza de 2,5 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en septiembre, debido a la menor expansión del

consumo de bienes no durables (véase Gráfico 11). A su vez, las presiones inflacionarias se mantienen producto de la significativa depreciación del peso chileno, en medio de la apreciación internacional del dólar y de una importante caída del precio del cobre. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central decidió aumentar la tasa de política en octubre, para mantener las expectativas de inflación de mediano plazo en torno a la meta. En tanto, el mercado laboral mantiene la resiliencia al ciclo y las cuentas fiscales reflejan un deterioro, producto de un menor crecimiento económico y de la baja del precio del cobre. En cuanto a las expectativas de los empresarios, éstas continúan en terreno pesimista, si bien el índice mejora en el margen respecto a meses anteriores. Las expectativas de los consumidores también se mantienen en terreno pesimista, recuperándose levemente este mes.

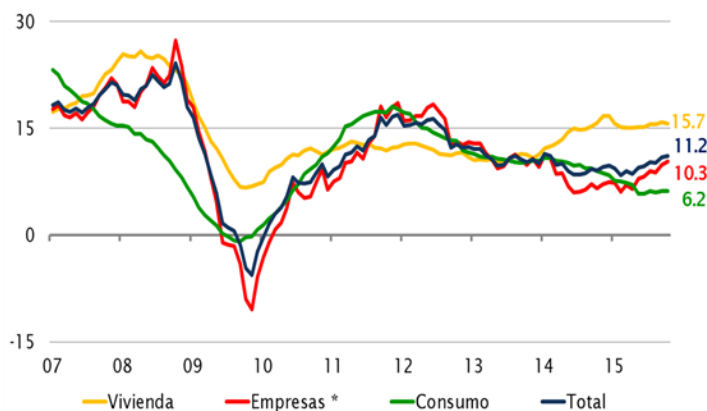
GRÁFICO 11: Ventas reales del comercio minorista* (porcentual)



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

Otros indicadores también muestran a una economía con un muy débil crecimiento. Así, el Informe de Percepción de Negocios de noviembre del Banco Central muestra un deterioro de las perspectivas de los negocios. Como reacción, las empresas han fortalecido sus políticas de control de costos, incluyendo ajustes de personal, revisión de planes de inversión y ajuste de márgenes para potenciar ventas. En tanto, las empresas perciben un mercado laboral más holgado, a través de un alza de los despidos,

GRÁFICO 12: Colocaciones nominales (variación anual, porcentaje)



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

menor rotación de personal y contención de presiones salariales.

En el mercado financiero, las colocaciones nominales mantienen su dinámica, con un crecimiento de 11,2 por ciento anual al mes de octubre, siendo esta la mayor alza anual desde principios del 2014 (véase Gráfico 12). Este comportamiento se basa en el repunte del crédito hacia empresas, con un crecimiento de 10,3 por ciento anual, y en el aumento de las colocaciones de crédito hipotecario, las cuales se mantienen sobre 15 por ciento anual. No obstante, las colocaciones de consumo crecen a tasas más acotadas. En cuanto a las tasas de interés de las colocaciones, éstas se reducen en el margen, volviendo a niveles cercanos a mínimos históricos.

Por su parte, la Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central publicada del mes de octubre indica que las condiciones de oferta se deterioran respecto del trimestre anterior, profundizando las condiciones restrictivas, mientras la demanda permanece débil en todos los segmentos, excepto en las Pymes e hipotecario, destacando la caída de la demanda de los desarrolladores inmobiliarios.

En el sector externo, las exportaciones en dólares ajustadas por estacionalidad caen 17 por ciento

anual en el trimestre móvil agosto-octubre, producto principalmente de la merma de las exportaciones mineras. En tanto, las exportaciones industriales siguen cayendo, en contraste con el alza de las exportaciones agrícolas, silvicultura y pesca. En cuanto a los precios de las exportaciones, éstos se mantienen a la baja a lo largo del año, con una reducción de 15,5 por ciento anual durante el tercer trimestre.

Las importaciones en dólares ajustadas por estacionalidad caen 10 por ciento anual en el trimestre

móvil agosto-octubre, reduciendo la tasa de caída respecto de meses anteriores. Por categoría, destaca el crecimiento de las importaciones de bienes de capital ajustadas por estacionalidad de 6,3 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en octubre, crecimiento no observado desde medianos de 2013.

En cuanto a la cuenta corriente, ésta registro un déficit de 4,6 por ciento del PIB durante el tercer trimestre, mientras que las cifras acumuladas de los últimos cuatro trimestres presentan un déficit de 1,2 por ciento del PIB. En relación con el tipo de cambio, éste mantiene tendencia al alza en medio de una caída significativa del precio del cobre, llegando a niveles no vistos desde principios del 2003, con un alza de 16,9 por ciento respecto a principios de año.

En el sector fiscal, los ingresos del gobierno central acumulados a septiembre crecen 5,6 por ciento anual en términos reales, menor al aumento de los gastos, los cuales se expanden 8,9 por ciento en el mismo periodo. Esto lleva a un déficit fiscal de 0,8 por ciento del PIB estimado al tercer trimestre, en medio de un escenario de crecimiento acotado del producto y caída del precio del cobre. Para el cierre

de 2015, el Ministerio de Hacienda estima un déficit efectivo y estructural del 3,3 por ciento del PIB y 1,6 por ciento del PIB, respectivamente, lo cual confirma el deterioro de la posición fiscal durante los últimos años, en medio de la tendencia a la baja de la posición acreedora de Chile.

Respecto del 2016, con parámetros del precio del cobre de 2,98 USD por libra, y crecimiento potencial de 3,6 por ciento, se contempla un crecimiento del gasto público de un 4,4 por ciento real. No obstante, estos parámetros se ven hoy como muy optimistas: revisiones futuras van a llevar en los próximos años a aumentos incluso más acotados en el gasto público compatible con la nueva meta de déficit estructural que contempla una reducción de un cuarto de punto del PIB por año hasta alcanzar el balance estructural. Esta dinámica implica necesariamente un menor estímulo a la demanda interna para los próximos años.

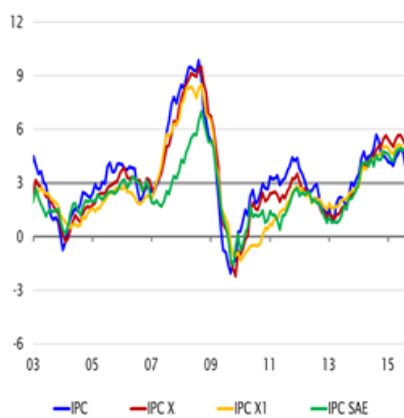
El mercado laboral mantiene su resiliencia respecto del ciclo acorde con lo observado durante el año. Por otra parte, la tasa de desempleo en el trimestre móvil terminado en septiembre bajó en el margen y se ubicó en 6,4 por ciento, inferior a la tasa de desempleo un año atrás. En tanto, la masa salarial

real, un determinante importante del consumo privado, repunta en el margen, pero sigue creciendo por debajo de 4 por ciento anual, mientras los salarios reales se expanden 1,9 por ciento anual hasta el mes de septiembre, inferior a su promedio histórico.

La inflación anual se ubica en el techo del rango de tolerancia del Banco Central, llegando a 4 por ciento en doce meses al mes de octubre. En tanto, la inflación acumulada en lo que va del año alcanzó un 4,4 por ciento (véase Gráficos 13 y 14). Por su parte, la inflación subyacente medida a través del IPCSAE alcanza 4,8 por ciento anual. Por componentes de la canasta del IPC, las alzas se concentraron principalmente en la división de alimentos y bebidas alcohólicas.

En la reunión de política monetaria de octubre, el Banco Central decidió aumentar su tasa de política 0,25 puntos base, llegando a 3,25 por ciento, en línea con lo expuesto en el último IPoM y con las expectativas del mercado según las Encuestas de Operadores Financieros (EOF) y de Expectativas Económicas (EEE) del mes de septiembre. Este aumento es consistente con el alza de las proyecciones de inflación y reducción en la estimación de

GRÁFICO 13: Índices de Precios al Consumidor (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 14: IPC de bienes transables y no transables (variación anual, porcentaje)



TABLA 2: Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje)

	2013	2014	2015					2016				2017		
			BC	MH	LACF	FMI	EEE	BC	LACF	FMI	EEE	FMI	EEE	BB
PIB	4.2	1.9	2.0 - 2.5	2.3	2.1 (1.9; 2.3)	2.3	2.1 (2.0; 2.2)	2.5 - 3.5	2.4 (2.0; 3.0)	2.5	2.3 (2.0; 2.8)	2.9	3.0 (2.5; 3.5)	3.5
Demanda Interna	3.7	-0.6	2.0	1.5	-	-	-	3.1	-	-	-	-	-	-
Con. privado	5.9	2.2	2.1*	-	1.9	-	-	3.3*	2.2	-	-	-	-	2.9
Inversión total	-1.6	-10.6	-1.2	-	-1.3	-	-	1.9	1.3	-	-	-	-	2.8
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.6	-1.6	-	-3.3	-3.2	-3.3	-	-	-3.0	-2.3	-	-1.8	-	-1.9
Tipo Cambio (fin período)	523.8	607.4	-	-	699.1**	-	690.0	-	691.8***	-	690-680	-	670	630.0
Inflación (dic-dic)	3.0	4.6	4.6	4.3	4.5 (4.0; 4.8)	4.2	4.6	3.7	3.4 (2.6; 3.8)	3.5	3.4 (3.0; 3.8)	3.0	-	3.2
Tasa de Desempleo (%)	6.0	6.3	-	-	-	6.6	-	-	-	7.0	-	7.2	-	6.9
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.7	-1.2	-0.7	-	-1.7	-0.7	-	-1.5	-2.5	-1.6	-	-1.9	-	-

*Se refiere al consumo total. ** Corresponde a febrero de 2016. *** Corresponde a noviembre de 2016.

Fuentes: BC: IPOM, Banco Central de Chile (septiembre, 2015); MH: Estado de la Hacienda Pública 2015 (octubre, 2015); Ministerio de Hacienda; LACF: Latin American Consensus Forecasts (noviembre, 2015) rango en paréntesis; EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (noviembre 2015), deciles 1 y 9 en paréntesis; FMI: WEO (octubre, 2015); BB: Bloomberg (noviembre, 2015).

brechas de capacidad por parte del Banco Central, y responde a la necesidad de mantener la credibilidad por parte del ente rector de la política monetaria, dado un alza en el margen de las expectativas de inflación en el mediano plazo.

En la reunión de noviembre decidió mantener la tasa de política, pero con una inflación anual del 4 por ciento y la nueva depreciación del peso, el curso futuro de la política monetaria seguirá siendo un factor a monitorear. Las futuras alzas en la tasa de política estarán condicionadas a la evolución de las proyecciones de inflación y al ajuste de la tasa de política monetaria de la FED. En todo caso el mercado estima al menos dos alzas adicionales. En cuanto a las expectativas de inflación después del aumento de la tasa de política, éstas bajan en el margen para el 2016 y se vuelven a ubicar en 3 por ciento en el mediano plazo, en medio de un aumento sostenido del tipo de cambio.

En cuanto a las perspectivas en el corto plazo, con un escenario externo de crecimiento modesto, de

condiciones financieras que se han tornado y se seguirán tornando menos favorables, y con políticas macro internas que se tornarán menos expansivas, va a ser difícil mantener incluso el magro crecimiento del período reciente. De esto se deduce que hay que buscar factores internos que contribuyan a mejorar las expectativas y el ambiente para la inversión y los aumentos de productividad. Esto último va a requerir ajustar reformas, crear un mejor ambiente para el sector privado, e impulsar inversiones en infraestructura y energía.

Mis proyecciones para 2015 son un crecimiento en torno a 2 por ciento y una inflación anual en torno a 4,5 por ciento. En el mediano plazo mis proyecciones son crecimientos en la parte baja del rango del 2 a 2,5 por ciento para los años 2016 y 2017.

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