

# Puntos de Referencia

Edición online  
N° 423, enero 2016

## El momento económico internacional y nacional Enero 2016

**Vittorio Corbo**

### Resumen

Los mercados bursátiles han tenido el peor comienzo de año de la última década, muy afectados por la pronunciada caída en el precio del petróleo y de los metales, las preocupaciones con respecto a la desaceleración y los ajustes en los mercados accionarios y cambiarios de China. Estos factores, junto a las dudas sobre la capacidad de gestión de sus autoridades económicas, y las medidas para hacer frente a desequilibrios en diversos mercados (inmobiliario, bancario y de deuda doméstica), han gatillado un ajuste en los precios de los activos, caída en los precios de los *commodities*, salidas de capitales y depreciación cambiaria en los países emergentes.

Como resultado, los países emergentes experimentan una nueva caída en los precios de materias primas y un nuevo deterioro en las condiciones financieras. El impacto de este nuevo shock será más significativo en aquellas economías con importantes desequilibrios en sus cuentas fiscales o en su cuenta corriente, con altos niveles de deuda pública o externa, alta inflación y bajo nivel de reservas internacionales. Dentro de este conjunto de países destacan Brasil, Rusia y Sudáfrica, los cuales enfrentan un escenario económico muy complejo.

Por su parte, Estados Unidos sigue creciendo con una baja inflación, reducción de la tasa de desempleo y normalización de su política monetaria, en medio de un mejor entorno fiscal. No obstante, la apreciación de su moneda, el menor crecimiento de sus socios comerciales, y el ajuste en el sector petrolero impactan su crecimiento en el margen. En tanto, las principales economías de la Zona Euro mantienen el dinamismo en la actividad.

En cuanto a las proyecciones para este año, se espera un crecimiento mundial en torno a 3,4 por ciento, superior al crecimiento de 3,1 por ciento estimado para 2015. Sin embargo, este escenario base enfrenta importantes sesgos a la baja.

En Chile la actividad creció cerca de 2 por ciento en 2015, similar al crecimiento de 2014. Este bajo dinamismo responde a la caída de los términos de intercambio, al fin del ciclo minero, al menor crecimiento externo y al efecto de las reformas en las expectativas de empresarios y consumidores. Todo esto en medio de un escenario interno donde la inflación repunta, la posición fiscal se deteriora y las exportaciones se contraen en términos anuales. Estos factores, junto a las expectativas económicas que no repuntaron a lo largo del año, llevaron a crecimientos acotados del consumo y a una inversión débil. En tanto, con condiciones monetarias y fiscales menores expansivas, y un escenario externo volátil, es aún más necesario avanzar en mejorar políticas internas para proteger el crecimiento de 2016.

---

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

## 1. Introducción

Desde nuestra última reunión en el CEP en Noviembre de 2015, la economía mundial ha estado marcada por la desaceleración y rebalanceo de China, la nueva caída en el precio de las materias primas, y el deterioro en las condiciones financieras de los países emergentes.

Los principales eventos se centran en China, donde la desaceleración de su crecimiento y las preocupaciones sobre sus perspectivas ha llevado a ajustes en la bolsa de valores y a presiones cambiarias, lo que ha terminado impactado fuertemente a la economía mundial. El ajuste en el índice accionario obedece también a la corrección en los precios de las acciones que se encontraban desalineados de sus fundamentos y, también, a la incertidumbre generada por medidas poco eficaces para contener el *shock* accionario y para reducir la volatilidad por parte de las autoridades económicas. En tanto, los recientes ajustes en el mercado cambiario para desligar el yuan del valor del dólar y converger a una banda cambiaria de una canasta de monedas, unido a una liberalización parcial de los flujos de capitales, llevó a un manejo cambiario poco transparente que gatilló mayores presiones para la depreciación del yuan. Sin embargo, el gigante asiático aún posee espacio fiscal y monetario, junto con altas reservas internacionales, para lograr un aterrizaje pausado de su economía. Mientras tanto, la economía China potencia el ajuste de la actividad hacia el sector terciario y de consumo, y aprende lecciones para mejorar la gestión macroeconómica de una economía más integrada al mundo.

Esta nueva realidad ha llevado a un ajuste significativo en el precio de las materias primas, factor que, junto al fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y a la caída del precio del petróleo en medio de una mayor oferta del crudo, han impactado los flujos de capitales en los países emergentes y presionado la depreciación de sus

monedas. En cuanto a Estados Unidos (EEUU), el alza de la tasa rectora de la Reserva Federal (FED) tuvo un efecto muy limitado ya que el aumento se encontraba internalizado en los precios de activos. Sin embargo, lo que preocupa ahora es el *timing* y los niveles de alzas futuras, en medio de divergencias sobre la trayectoria esperada entre el mercado y la FED, las cuales pueden tener implicancias en el valor del dólar, los precios de bonos y las monedas de los países emergentes. En estos últimos destaca la pronunciada recesión en Rusia y Brasil. Ellos se enfrentan a un escenario macroeconómico complejo, tanto por factores externos como internos, que llevarán a una nueva caída en la actividad de sus economías durante 2016, aunque algo más acotada que la de 2015.

En cuanto a las proyecciones para este año, destacan las perspectivas de la Zona Euro (ZE), con un crecimiento superior respecto a lo estimado para 2015, mientras en los países emergentes, América Latina será la única región cuya actividad continuará contrayéndose, debido principalmente a la grave situación en Brasil. Así, la economía mundial en 2016 crecerá en torno a 3,4 por ciento, levemente superior a lo estimado para 2015.

En cuanto a la actividad local, la economía chilena terminó 2015 con un crecimiento mediocre en torno a 2 por ciento. Este menor dinamismo obedece tanto a factores externos como internos. Los primeros se deben a un crecimiento más acotado de nuestros principales socios comerciales, caída en los precios de materias primas, y un mercado financiero menos auspicioso en medio del aumento de los costos de endeudamiento externo y al alza de las tasas externas, en el margen. A pesar de una depreciación nominal significativa y un aumento en el margen del tipo de cambio real, las exportaciones en dólares se contrajeron en términos anuales.

En el frente interno, las reformas poco prolijas impulsadas por el Ejecutivo han impactado la confian-

za de los agentes económicos, que se mantuvieron en terreno negativo durante todo el 2015. Esto se da en un contexto de una inflación de 4,4 por ciento anual para 2015, nivel que se encuentra sobre el rango de tolerancia del Banco Central de Chile. La autoridad monetaria ha respondido aumentando la tasa de política monetaria 50 puntos base desde Octubre de 2015, con el fin de mantener las expectativas de inflación ancladas en torno a la meta en el horizonte de política. En el frente fiscal la situación se ha deteriorado producto del menor dinamismo y baja del precio del cobre. No obstante, a pesar de la desaceleración de la actividad, el mercado laboral presenta una tasa de desempleo baja, con un crecimiento acotado de los salarios nominales y de la masa salarial real.

Frente a las estimaciones para este año, el crecimiento estaría en el rango de 1 a 2 por ciento y la inflación anual entre 3,2 y 3,8 por ciento, en medio de un escenario externo menos favorable y con políticas macroeconómicas (monetaria y fiscal) menos expansivas.

## 2. Perspectivas de la Economía Internacional

Desde El Momento Económico de Noviembre, la principal preocupación de los mercados financieros internacionales ha sido la desaceleración de China, junto al progreso en el reequilibrio de su economía, y la pronunciada caída que ha tenido el precio del petróleo, por sus efectos en los países exportadores de petróleo y en la solvencia de las empresas petroleras. Preocupa además la gestión de las autoridades chinas a la corrección en la bolsa y a las presiones sobre su moneda. En paralelo, los mercados han estado afectados, también, por el inicio de la normalización de la política monetaria de EEUU, y la discrepancia entre la FED y los mercados con respecto al curso futuro de la política mone-

taria. Los países exportadores de materias primas enfrentan ahora un escenario incluso más difícil por nuevas caídas de precios y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Los más afectados son los países exportadores de petróleo y de metales. En el caso de América Latina, los mercados también han sentido los efectos del deterioro adicional de la ya crítica situación de Brasil.

Comenzando por China, ha aumentado la preocupación sobre sus perspectivas de crecimiento y el progreso en su ambicioso programa de reformas para reequilibrar su crecimiento y reducir vulnerabilidades. Las preocupaciones se relacionan con la lenta reducción de los pronunciados desequilibrios que ha acumulado -alta deuda de las empresas, excesos de capacidad, tanto en el sector manufacturero como en el inmobiliario, deterioro ambiental, entre otros- como también con la caída del crecimiento potencial asociada a factores demográficos y a la caída en la tasa de crecimiento de la productividad total de factores, a medida que su brecha de producto per cápita con respecto a los países avanzados se ha ido reduciendo. Pero también hay preocupaciones adicionales con respecto a China. Resulta difícil cuantificar la desaceleración del crecimiento porque las cifras no son confiables, especialmente las del sector servicios, donde hay grandes cuestionamientos a los deflatores que se utilizan para obtener las cifras reales. Con todo, indicadores parciales apuntan a que la desaceleración del crecimiento en los sectores no servicios se habría detenido. En la misma dirección, el crecimiento del cuarto trimestre terminó en torno a lo esperado y estuvo liderado, una vez más, por el sector servicios.

Dado el tamaño de la economía de China, un 16,6 por ciento (en paridad de poder de compra) de la economía mundial, no es sorprendente que las preocupaciones en torno a su desaceleración tengan repercusiones en los mercados mundiales.

En cuanto al ajuste de su bolsa, éste puede deberse a la corrección de una burbuja y/o a una preocupación por una caída más pronunciada en el crecimiento. Dada el alza que experimentó el precio de las acciones y la baja importancia de la bolsa china, tanto en el mercado de capitales como en la tenencia de activos de familias y empresas, lo más probable es que el ajuste tenga una parte importante de corrección. Su corrección se puede haber exacerbado por los intentos de las autoridades de controlar y dirigir la bolsa con la introducción de *circuit breakers*, que terminaron por reducir la liquidez y aumentar la presión correctiva. De hecho, las autoridades terminaron eliminándolos.

La incertidumbre sobre el curso de la política cambiaria es también parte importante de la preocupación sobre China. El gigante asiático tenía una política cambiaria de fijación al dólar. Por lo tanto, con una inflación algo mayor incluso que la de EEUU, la pronunciada apreciación del dólar en los mercados internacionales había llevado a una importante apreciación real del yuan, impactando el dinamismo de sus exportaciones por encima de lo que ya estaban siendo afectadas por la desaceleración de sus principales socios comerciales. En paralelo, el interés de China en que su moneda perteneciera al club de las principales monedas de reserva del mundo, entrando inicialmente a formar parte de la canasta de monedas de los Derechos Especiales de Giro del FMI (la unidad de cuenta para las operaciones del FMI) había llevado a sus autoridades a romper la atadura de su moneda al dólar, con un ajuste gradual de la paridad, primero, y, después, fijándola con respecto a una banda cambiaria en torno a una canasta de monedas. El romper la atadura al dólar y la operación poco clara de la banda cambiaria aumentaron la incertidumbre cambiaria e incrementaron la presión para la depreciación de la moneda. Todo esto en un contexto donde la moneda se había apreciado en forma importante en los

últimos años, lo que estaba llevando a importantes salidas de capitales y pérdida de reservas.

Además, la depreciación real del yuan dificulta el proceso de rebalanceo de su crecimiento desde la inversión y las manufacturas hacia el consumo interno y los servicios, aumenta los riesgos a la estabilidad financiera y, a nivel de la economía mundial, aumentaría las presiones deflacionarias y las devaluaciones competitivas.

Con todo, China tiene herramientas para enfrentar sus problemas cambiarios y una eventual desaceleración más pronunciada de su crecimiento: una situación fiscal sólida, superávit en cuenta corriente, controles de capitales, capacidad de utilizar política monetaria, y reservas internacionales que ascienden a 3,3 trillones de dólares. Lo que necesita China es mejorar el manejo macroeconómico de una economía semiabierta financieramente, y confiar más en los mercados y en el proceso de ajuste, junto con fortalecer la institucionalidad de sus mercados financieros.

Con respecto a la potencial evolución de los problemas de China se plantean dos escenarios:

- (1) Turbulencias con efectos acotados en la economía mundial, en el contexto de una desaceleración gradual y debido a que su mercado accionario es pequeño y está poco conectado con el resto del mundo;
- (2) Un aterrizaje más brusco, gatillado por quiebras asociadas a la combinación de alta deuda, desaceleración, depreciación del yuan y deflación de precios al productor.

Los efectos de este segundo escenario en la economía global se manifestarían a través de nuevas caídas de precios de *commodities*, volatilidad en los mercados financieros, salidas de capitales desde los países emergentes, alzas en sus tasas de interés, y depreciaciones de sus monedas. Los países más vulnerables a este escenario son aquellos que tienen grandes desequilibrios y empresas no financieras

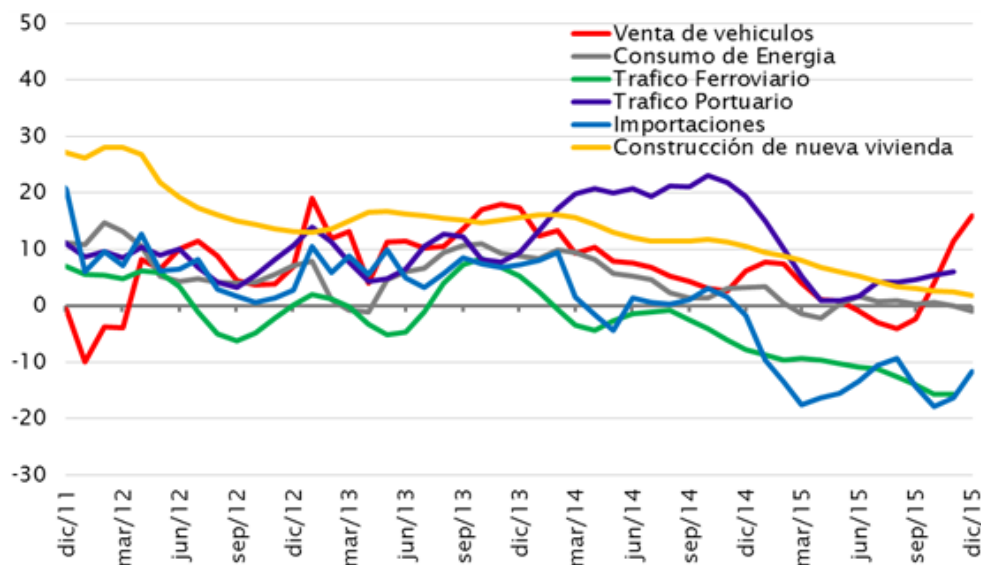
que acumularon una alta deuda en dólares en los años de condiciones financieras muy favorables, *i.e.* 2010-2014.

El principal riesgo que podría llevar a un escenario como (2) es un mal manejo macrofinanciero. China tiene autoridades capacitadas, pero éstas han tenido una autonomía limitada. Sin embargo, el escenario más probable hoy es (1), dado que China tiene espacio para lograr un aterrizaje suave.

Pasando a la evolución de la economía de China, los datos recientes, incluyendo las cifras de inversión y comercio exterior, apuntan a una estabilización de la tasa de crecimiento en torno al 6,5 por ciento anual (véase Gráficos 1, 2 y 3). Además, las ventas al detalle reales se mantienen dinámicas, reflejando el avance, aunque lento, del rebalanceo (véase Gráficos 4 y 5). Por otra parte, la inflación del IPC se mantiene baja, en un 1,6 por ciento anual, y los precios al productor siguen cayendo, alcanzando un -5,9 por ciento anual, arrastrados por los importantes excesos de capacidad de la industria. Con todo, los PMIs anticipan un menor dinamismo hacia delante (véase Gráfico 6).

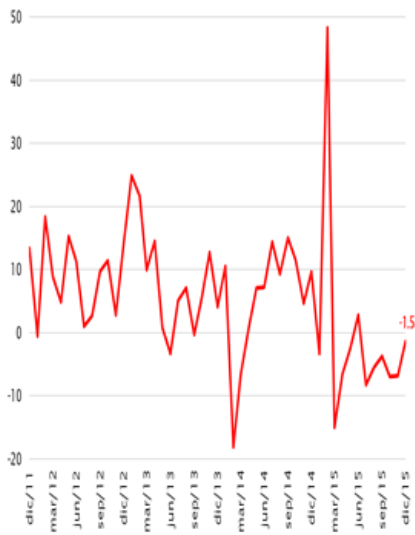
En EEUU, la FED inició el proceso de normalización de su política monetaria, con un mercado laboral robusto que ha llevado la tasa de desempleo a 5 por ciento, nivel que se encuentra en torno a su tasa natural. Toda la discusión se centra ahora en la trayectoria futura de la tasa de política. Las proyecciones de la FED son de alzas de tasas cada tres meses, para terminar el año 2016 en una tasa media de 1,4 por ciento. En contraste, el mercado tiene una trayectoria esperada de tasas mucho más plana, terminando 2016 con una tasa media del 0,7 por ciento, y ésta es la que está incorporada en los precios de activos. Todo lo demás constante, si se da la trayectoria esperada por el mercado, habrán implicancias para el valor del dólar, los precios de bonos, flujos de capitales y las monedas de los países emergentes. Específicamente, el dólar se depreciaría, los precios de los bonos subirían, las salidas de capitales de los países emergentes serían menores, y las depreciaciones de sus monedas también serían menores. En cuanto a actividad, todo apunta a que el crecimiento del cuarto trimestre se verá afectado por la fuerte apreciación del dólar, y

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



Fuentes: Bloomberg e Instituto de Estadísticas de China.

GRÁFICO 2: Exportaciones (variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 3: Producción Industrial (variación anual, porcentaje)

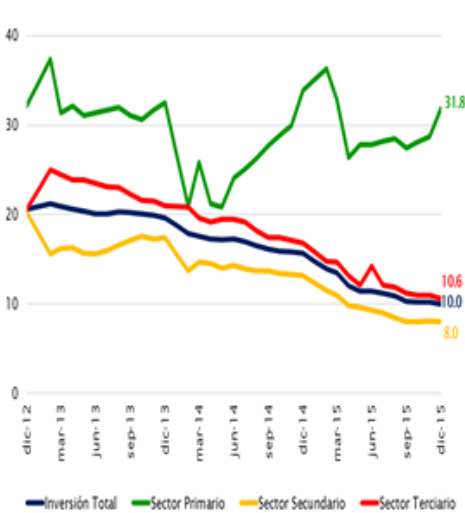


los efectos en el sector petrolero y sus proveedores por la fuerte caída en el precio del petróleo.

Brasil, por su parte, se encuentra en una profunda recesión causada por la caída en los precios de sus productos primarios, el deterioro de las condiciones financieras internacionales y la introducción de políticas contracíclicas para controlar la inflación y

reducir desequilibrios macroeconómicos, tales como un alto déficit fiscal y una alta inflación, y el deterioro de la confianza asociado a lo anterior y a la crisis política desatada por los casos de corrupción. Todo esto, unido a la pronunciada depreciación de su moneda y a la alta deuda corporativa en dólares, amenaza la solvencia de su sector corporativo.

GRÁFICO 4: Inversión nominal sectorial en activos fijos (variación acumulada anual, porcentaje)



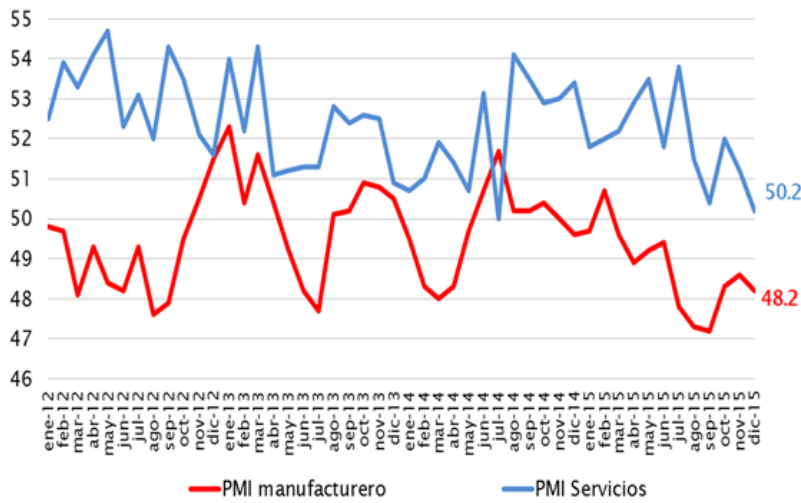
Fuente: National Bureau of Statistics of China.

GRÁFICO 5: Ventas minoristas reales (variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 6: PMI (pivote = 50)



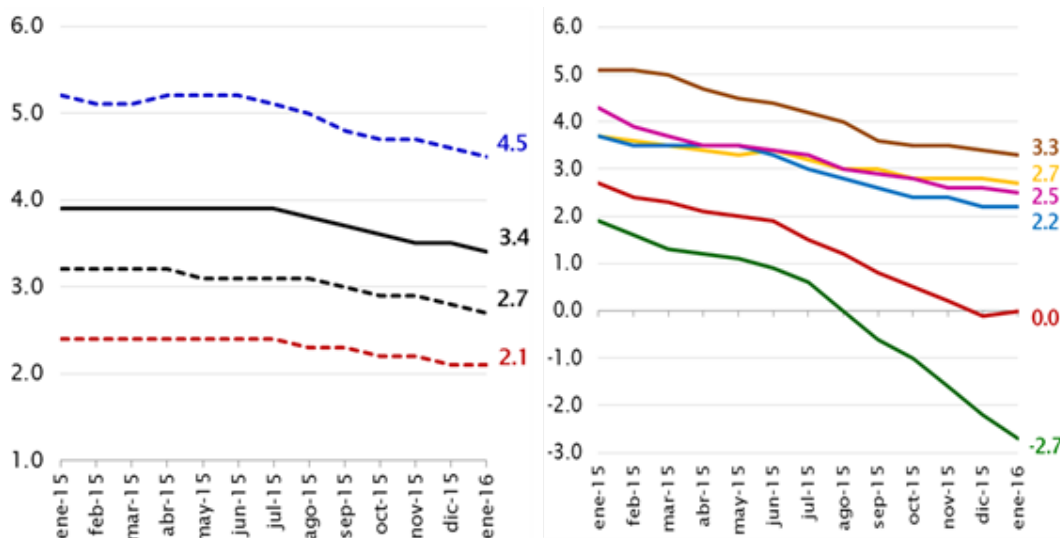
Fuente: Markit Economics.

Como resultado de estas fuerzas, el escenario externo base de los países emergentes es poco auspicioso: precios de *commodities* bajos por varios años, alzas moderadas de la tasa rectora de la FED, y una continuación de la desaceleración y el rebalaceo de la economía china. Bajo este escenario se estima que la economía mundial crecería este

año en torno al 3,4 por ciento, algo más que en el 2015, impulsado por los países avanzados y una caída menor en los países emergentes que tuvieron una fuerte recesión el 2015 (Rusia y Brasil; véase Tabla 1). Como en años anteriores, las proyecciones de crecimiento de *Consensus Forecast* se han estado revisando a la baja en forma casi continua a partir de la primera encuesta de proyecciones de crecimiento para 2016, realizada en Enero de 2015 (véase Gráfico 7). Dentro de estas proyecciones, nuevamente destaca el pobre desempeño esperado para América Latina. Se estima, también, que el crecimiento del volumen de comercio mundial seguirá siendo bajo.

Sin embargo, los riesgos de este escenario base son altos, sesgando a la baja las proyecciones de crecimiento, dentro de los cuales destacan:

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



Fuente: Consensus Forecast.

TABLA 1: Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, porcentaje)

	2011	2012	2013	2014	2015			2016		
					FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	1.6	2.2	1.5	2.4	2.5 (2.6)	2.5 (2.7)	2.5	2.6 (2.8)	2.7 (2.8)	2.4
Zona Euro	1.6	-0.8	-0.3	0.9	1.5 (1.5)	1.5 (1.5)	1.5	1.7 (1.6)	1.7 (1.8)	1.7
Japón	-0.5	1.7	1.6	-0.1	0.6 (0.6)	0.8 (1.1)	0.6	1.0 (1.0)	1.3 (1.7)	1.2
Asia (ex-Japón)	7.4	6.3	6.6	6.5	6.2 (6.2)	nd	5.8	6.4 (6.4)	nd	5.7
China	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9 (6.8)	6.9 (7.1)	6.9	6.3 (6.3)	6.7 (7.0)	6.5
India	6.6	5.1	6.9	7.3	7.3 (7.3)	7.3 (7.5)	7.4	7.5 (7.5)	7.8 (7.9)	7.8
América Latina	4.9	3.1	2.9	1.3	-0.3 (-0.3)	-0.7 (0.4)	-1.0	-0.3 (0.8)	0.1 (2.0)	0.0
Brasil	3.9	1.8	2.7	0.1	-3.8 (-3.0)	-3.7 (-1.3)	-3.5	-3.5 (-1.0)	-2.5 (1.1)	-2.7
México	4.0	4.0	1.4	2.1	2.5 (2.3)	2.5 (2.6)	2.4	2.6 (2.8)	2.8 (3.2)	2.7
África Subsahariana	5.0	4.3	5.2	5.0	3.5 (3.8)	3.4 (4.2)	nd	4.0 (4.3)	4.2 (4.6)	nd
Sudafrica	3.2	2.2	2.2	1.5	1.3 (1.4)	1.3 (2.0)	1.4	0.7 (2.1)	1.4 (2.1)	1.7
Economías Avanzadas	1.7	1.2	1.1	1.8	1.9 (2.0)	1.6 (2.0)	2.0	2.1 (2.2)	2.1 (2.4)	2.1
Economías Emergentes	6.3	5.2	5.0	4.6	4.0 (4.0)	4.3 (4.4)	4.2	4.3 (4.5)	4.8 (5.2)	4.5
Mundo (PPP)	4.2	3.4	3.3	3.4	3.1 (3.1)	3.1 (3.4)	3.2	3.4 (3.6)	3.6 (3.9)	3.4
Mundo (TCM)	3.0	2.4	2.4	2.7	2.5 (2.5)	2.4 (2.8)	2.6	2.7 (3.0)	2.9 (3.3)	2.7
Comercio Mundial (volumen)	6.7	2.9	3.3	3.3	2.6 (3.2)	3.6 (4.4)	nd	3.4 (4.1)	3.8 (4.9)	nd

Fuentes: FMI, WEO actualizado enero del 2016 y entre paréntesis WEO octubre del 2015. Consensus Forecasts, diciembre 2015 y enero 2016. BM, actualizado enero 2016 y entre paréntesis proyecciones junio 2015.

(1) Condiciones financieras aún más estrechas para los países emergentes. Un detonante sería una subida de tasas de la FED más agresiva que lo anticipado por los mercados financieros, o una profunda crisis en alguno de los BRICS, donde los candidatos a una crisis son, ordenados de más a menos propensos: Rusia, Brasil y Sudáfrica.

(2) Un aterrizaje brusco de China, por dificultades en el rebalanceo de su crecimiento y problemas en su política cambiaria y en su sector financiero, e.g. quiebras de empresas, mayores salidas de capitales.

(3) También está presente el riesgo de un aumento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, Ucrania, y partes de África, en conjunto con el problema de los refugiados.

Dado este escenario base y sus riesgos asociados, los países emergentes necesitan fortalecer sus equilibrios macroeconómicos, facilitar el ajuste de sus economías y aumentar su resiliencia a un eventual mayor deterioro del entorno externo.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

Durante 2015 la economía chilena creció a una tasa similar a la de 2014, esto es, en torno al 2 por ciento. El bajo dinamismo obedece a factores cíclicos asociados al fin del súper ciclo de precios de los metales, al deterioro de las condiciones financieras internacionales, a un crecimiento más acotado de nuestros principales socios comerciales, a la incertidumbre que se mantiene por las reformas impulsadas por el Ejecutivo, y a factores estructurales asociados a la caída en la tasa de crecimiento potencial.

Este escenario ha llevado a un crecimiento limitado del consumo privado, en medio de una baja en la tasa de crecimiento de la masa salarial real, expectativas negativas y una inflación anual mayor a 4 por ciento. Por su parte, la inversión se mantiene débil, afectada por el ciclo minero y la baja confianza empresarial, mientras el escenario fiscal es más estrecho como consecuencia del menor crecimiento del producto y de la baja del precio del cobre. Con respecto al nivel de precios, la variación del IPC a



Diciembre se ubicó nuevamente sobre el techo de rango de tolerancia del Banco Central de Chile. Para mantener la credibilidad de la política monetaria, el Banco Central incrementó la tasa de política monetaria en 50 puntos base, con un alza de 25 puntos base en octubre y otra alza de igual cuantía en Diciembre. Uno de los principales detonantes del alza de la inflación ha sido el significativo incremento del tipo de cambio. En el frente externo, las exportaciones en dólares cayeron significativamente

en todos sus componentes durante 2015, afectadas tanto por caídas de precios como de volúmenes.

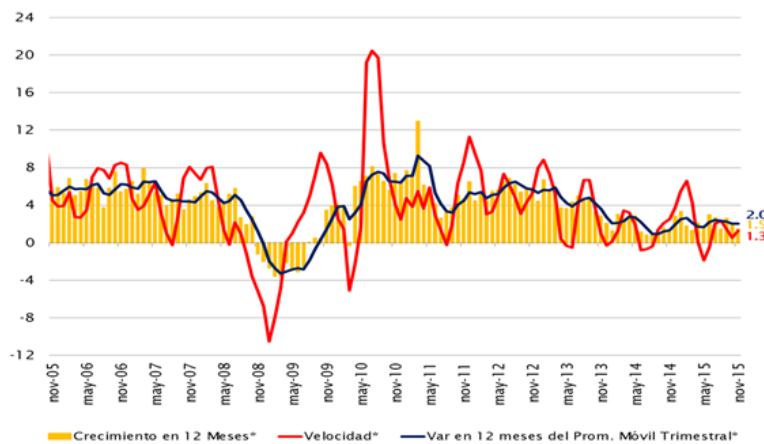
En lo más reciente, el IMACEC de Noviembre pasado creció sólo 1,8 por ciento anual y confirma un crecimiento en torno al 2,1 por ciento para 2015 (véase Gráfico 8). Este crecimiento estuvo impulsado por los servicios empresariales y personales, compensando parcialmente la baja en el sector minero. Así, en el trimestre terminado en Noviembre 2015, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabaja-

dos creció sólo 1,5 por ciento anual y 1,3 por ciento anualizado. La desaceleración en la actividad se refleja en que el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados en dicho mes está por debajo del registrado en Enero pasado, creciendo sólo un 0,6 por ciento entre Diciembre 2014 y Noviembre 2015.

Por el lado de la oferta, la producción industrial ajustada por estacionalidad se mantiene prácticamente estancada, con un alza en el margen de 0,1 por ciento anual en el trimestre móvil Septiembre-Noviembre. Por su parte, la venta de viviendas en el Gran Santiago tuvo un alza de 35,6 por ciento anual durante 2015, explicado principalmente por las compras anticipadas en respuesta a la entrada en vigencia del IVA a las propiedades.

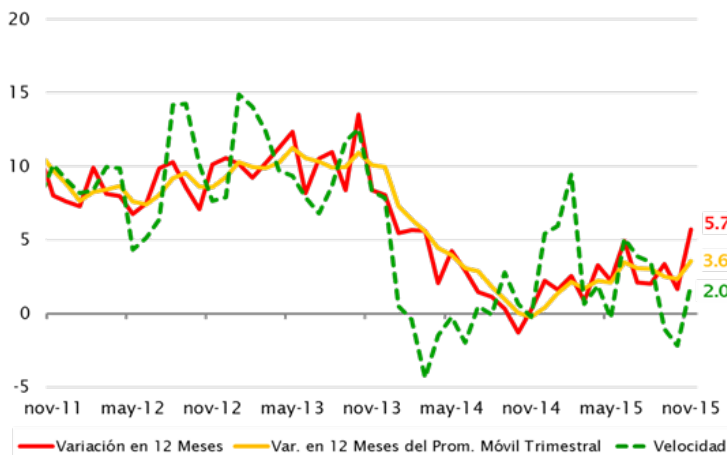
Las ventas al detalle, en términos reales y ajustadas por estacionalidad, se recuperan, lideradas por las ventas de bienes durables (véase Gráfico 9), las cuales se

GRÁFICO 8: Imacec\* (porcentaje)



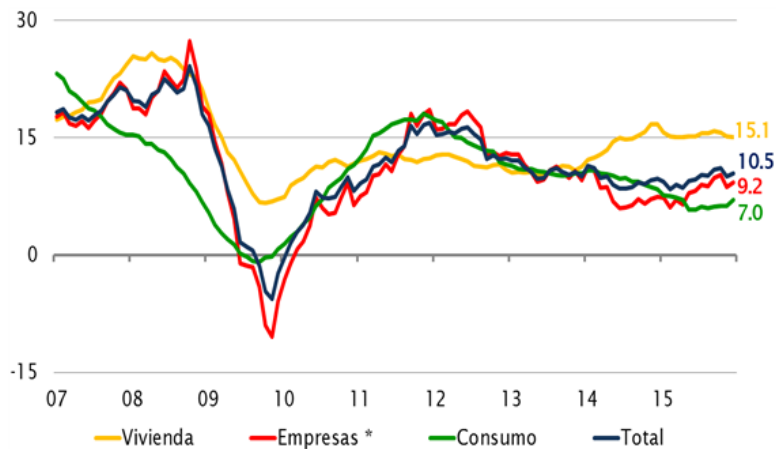
\* Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados. Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 9: Ventas reales del comercio minorista\* (porcentaje)



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

GRÁFICO 10: Colocaciones nominales  
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile

expanden 5,2 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en Noviembre.

Al término de 2015, las expectativas de los empresarios se mantienen en terreno negativo y en niveles similares a lo visto un año atrás, a pesar de la leve mejoría en los últimos dos meses. Así, el continuo pesimismo por parte del sector empresarial completa 21 meses, en medio de un complejo escenario económico. Por otro lado, las expectativas en el sector minero caen, mientras en la construcción se mantienen en terreno negativo, con un progreso en el margen. Por su parte, las expectativas de los consumidores mejoran levemente, manteniéndose en terreno pesimista, en tanto que todos sus componentes caen en términos anuales, principalmente la percepción sobre la situación actual del país y la situación económica del país a doce meses.

En el mercado financiero, las colocaciones nominales se expanden un 10,5 por ciento anual en 2015, liderado por el crecimiento de las colocaciones de crédito hipotecario y empresas. Esta última se expande, en parte, por el efecto de la apreciación cambiaria en la deuda contraída en dólares. Las colocaciones de consumo se expanden levemente,

con un alza del 7 por ciento nominal anual (véase Gráfico 10). La Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central de Diciembre refleja condiciones de oferta restrictiva en todos los segmentos, con una leve recuperación en los segmentos de consumo, hipotecaria y construcción, y un mayor deterioro en Pymes e inmobiliarias. En cuanto a la demanda por crédito, ésta se expande en el segmento de Pymes e hipotecario, y se recupera en el segmento de grandes empresas, mientras se profundiza la caída de la demanda de los desarrolladores

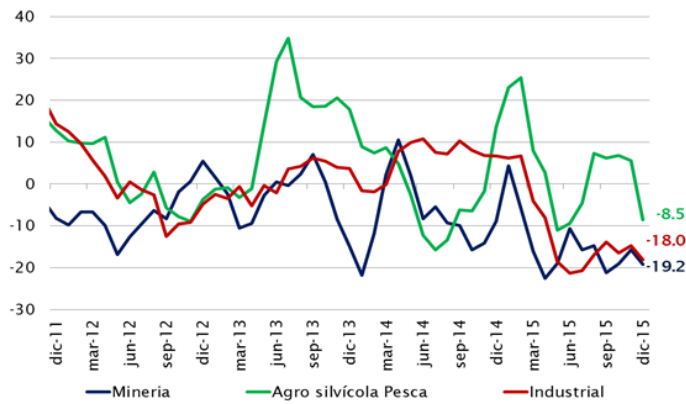
inmobiliarios y constructoras.

En cuanto a las cuentas fiscales, los ingresos acumulados del gobierno central a Noviembre crecen 5,6 por ciento anual en términos reales, mientras el gasto acumulado se expandió 7,9 por ciento real durante el mismo periodo. Todo esto en medio de un fuerte deterioro del precio promedio del cobre, 19,1 por ciento anual entre Enero y Noviembre 2015, llegando a niveles cercanos a los 2,1 dólares por libra.

Para 2016 el presupuesto fiscal es contractivo en el margen. El Balance Ajustado por el Ciclo (BAC) mejoraría en 0,25 por ciento del PIB con respecto al año 2015. Sin embargo, con un crecimiento más acotado de la actividad y un precio de cobre menor al calculado en el presupuesto de este año, aumentaría nuevamente el déficit efectivo. El ajuste proyectado en el BAC se da en un entorno de alza en la deuda neta y fuertes presiones de gasto, producto de diversos compromisos fiscales asumidos por el Ejecutivo.

En el sector externo, las exportaciones en dólares cayeron 16,3 por ciento anual en 2015, principal-

**GRÁFICO 11: Exportaciones\***  
(variación anual, porcentaje)



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

mente por la contracción de 18,2 por ciento anual de las exportaciones mineras (véase Gráfico 11). Las exportaciones agrícolas e industriales cayeron 7,9 y 15,2 por ciento anual, respectivamente. Por destino, las principales caídas se dieron en Asia y Europa, cuyas exportaciones acumuladas a Noviembre se redujeron 13,9 y 23,6 por ciento anual, respectivamente.

En cuanto a las importaciones, estas se contrajeron 12,6 por ciento anual en 2015 (véase Gráfico 12). Las importaciones de bienes de consumo se redujeron 8,3 por ciento anual, mientras las de bienes intermedios se contrajeron 17,1 por ciento anual y las de bienes de capital cayeron 5 por ciento en el mismo periodo.

El menor dinamismo de las importaciones se da en un entorno de depreciación de la moneda de 16,8 por ciento en 2015, mientras el tipo de cambio real se mantiene en niveles superiores a su promedio histórico, subiendo 3,4 por ciento entre Noviembre de 2014 y Noviembre de 2015.

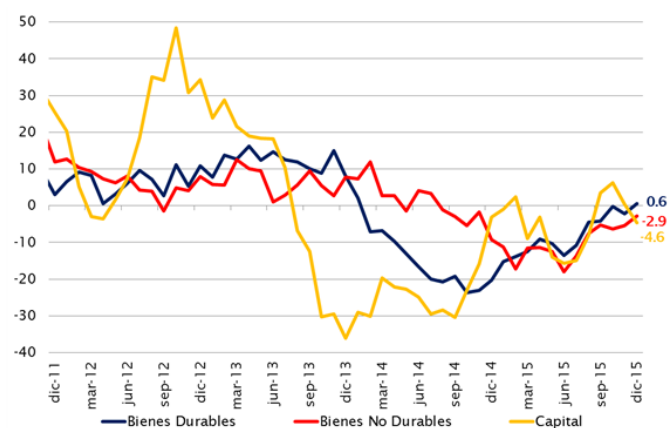
Los mercados internacionales reflejan condiciones financieras menos auspiciosas a las del pasado, lo cual se manifiesta en un aumento del de la prima de riesgo del bono chileno durante 2015, en línea con el alza en la región y tasas de interés externas que han variado muy poco.

En lo más reciente, se destaca la caída más pronunciada del precio del cobre desde principios del año, gatillando una mayor incertidumbre en medio de un alza significativa del tipo de cambio a

niveles no vistos desde 2004. Estos factores han impactado al alza las perspectivas del tipo de cambio promedio para este año, frente a las estimaciones de meses anteriores.

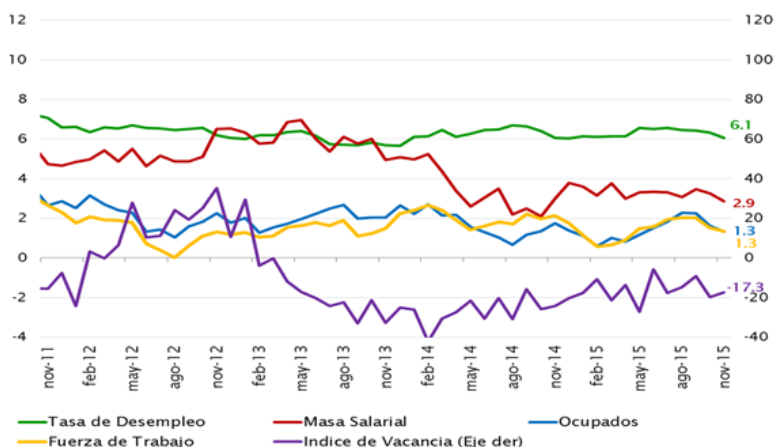
Con respecto al mercado laboral, si bien éste mantiene la resiliencia al ciclo, con una tasa de desempleo del 6,1 por ciento en el trimestre móvil Septiembre-Noviembre, es necesario ser cauteloso al revisar con más detalle las cifras del mercado (véase Gráfico 13). La fuerza laboral crece 1,3 por

**GRÁFICO 12: Importaciones\***  
(variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO 13: Mercado laboral  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

ciento anual, en tanto que el total de inactivos crece 2,1 por ciento en el mismo periodo, con un alza promedio superior en las mujeres respecto de los hombres. Por su parte, las horas efectivamente trabajadas en relación con la fuerza laboral presentan una tendencia a la baja durante 2015.

En relación con el empleo, este crece 1,3 por ciento anual liderado por el empleo asalariado privado, seguido del empleo por cuenta propia el cual toma

impulso desde mediados de 2015. Los sectores económicos que han contribuido en la creación de empleo han sido construcción, hoteles y restaurantes, y enseñanza. En contraste, los sectores que más han perdido empleos corresponden a hogares privados, comercio, y minería. En tanto, la masa salarial real crece a una tasa menor a 3 por ciento anual por primera vez durante 2015, mientras los salarios nominales se expanden a menores tasas, llegando en Noviembre al menor crecimiento anual en 2015.

En materia de precios, el IPC de Diciembre no presenta variación, con lo que la inflación anual se ubicó en 4,4 por ciento (véase Gráfico 14), levemente inferior a la de 2014 y nuevamente sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central. En tanto, el IPC no transable se desacelera en el margen (véase Gráfico 15), mientras el IPCX1 y el IPCSAE crecen 4,7 por ciento anual, manteniendo un sesgo a la baja en el margen desde el *peak* alcanzado a media-

GRÁFICO 14: Índices de Precios al Consumidor  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 15: IPC de bienes transables y no transables  
(variación anual, porcentaje)



TABLA 2: Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje)

	2013	2014	2015				2016					2017			
			BC	LACF	FM	EIU	BC	LACF	FM	EIU	EEE	FM	LACF	EIU	EEE
PIB	4.2	1.9	2.1	2.1 (2.0, 2.2)	2.3	2.1	2.0-3.0	2.2 (1.7, 3.0)	2.5	2.7	2.1 (1.7, 2.5)	2.9	2.8 (2.2, 3.5)	3.6	2.8 (2.5, 3.0)
Demanda Interna	3.7	-0.6	2.3	-	-	-	2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
Con. privado	5.9	2.2	2.4*	1.8	-	1.8	2.7*	1.9	-	2.3	-	-	2.5	3.0	-
Inversión total	-1.6	-10.6	0.7	-0.3	-	-0.1	1.7	1.1	-	0.9	-	-	2.1	3.3	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.6	-1.6	-	-3.2	-3.3	-3.2	-	-3.5	-2.3	-2.6	-	-1.8	-3.0	-1.5	-
Tipo Cambio (fin período)	523.8	607.4	-	708.6**	-	708.6**	-	708.2***	-	707.3	710	-	692.3****	715.8	700
Inflación (dic-dic)	3.0	4.6	4.4*	4.4*	4.4*	4.4*	3.8	3.6 (3.0, 4.2)	3.5	3.5	3.5 (3.2, 3.9)	3.0	3.1 (2.8, 3.5)	3.4	3.0 (3.0, 3.3)
Tasa de Desempleo (%)	6.0	6.3	-	-	6.6	6.4	-	-	7.0	7.2	-	7.2	-	7.2	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.7	-1.2	-1.7	-0.9	-0.7	-0.7	-2.6	-1.6	-1.6	-0.6	-	-1.9	-1.4	-0.7	-

\*Se refiere al consumo total. \*\*Corresponde al cierre de 2015. \*\*\*Corresponde a enero 2017. \*\*\*\* Corresponde a enero 2018.

Fuentes: BC: IPOM, Banco Central de Chile (diciembre, 2015); LACF: Latin American Consensus Forecasts (enero, 2016) rango en paréntesis; FMI: WEO (octubre, 2015); EIU: Economist Intelligence Unit (diciembre, 2015); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (enero 2016), deciles 1 y 9 en paréntesis.

dos de año. Tal como se ha indicado anteriormente, y como recoge el IPoM de Diciembre, el origen de la alta inflación proviene principalmente del alza de tipo de cambio, junto a holguras de capacidad acotadas y efectos vía indexación. Lo anterior llevaría a una convergencia más lenta de la inflación hacia su meta, apoyada por la caída del precio del petróleo y una menor inflación externa relevante para Chile, en un contexto donde las distintas medidas de inflación subyacente se mantienen altas.

En la reunión de política monetaria de este mes, el Banco Central decidió mantener la tasa de política monetaria en 3,5 por ciento. En este entorno, la política monetaria sigue siendo expansiva, con tasas de interés reales negativas a corto plazo, en medio de una actividad que crece debajo de su potencial y en que las expectativas de inflación se encuentran en torno a la meta de mediano plazo.

En cuanto a las perspectivas a corto plazo, con un escenario externo menos favorable respecto de precios de *commodities* y condiciones financieras, y con políticas monetaria y fiscal menos expansivas, va a ser muy difícil aumentar la actividad por encima del nivel alcanzado en 2015.

Mi escenario base para 2016 supone un ajuste de las reformas amigable al crecimiento, y avances en inversiones en infraestructura y energía. Bajo este escenario, en 2016 el crecimiento estaría en el rango 1 a 2 por ciento, y la inflación anual entre 3,2 y 3,8 por ciento. Mis proyecciones de mediano plazo son crecimientos en el rango 1,5 a 2,5 por ciento para los años 2017 y 2018. Además de los riesgos globales analizados en la sección anterior, el principal riesgo para el crecimiento está en que las expectativas de empresarios y consumidores se mantengan deprimidas. **PdR**