

Puntos de Referencia

Edición online
N° 425, marzo 2016

El momento económico internacional y nacional Marzo 2016

Vittorio Corbo

Resumen

Este año la economía mundial apunta a un crecimiento similar al observado en 2015, producto de un menor dinamismo de las economías avanzadas respecto a lo estimado a principios de año.

La economía mundial ha estado sometida a turbulencias financieras, asociadas a la incertidumbre sobre la economía China, a los efectos de la caída en los precios de los *commodities*, y a los efectos de estos factores en la economía de Estados Unidos. No obstante, en el último mes, mejores cifras en la economía norteamericana, ciertas señales de que la economía china se estaría estabilizando, y un ajuste al alza en el precio del petróleo y de los metales; han aumentado el apetito por riesgo, llevando a alzas en los precios de activos y apreciado las monedas de los países exportadores de materias primas.

En Estados Unidos, en un contexto de fortaleza del mercado laboral, de nuevas presiones inflacionarias, y de preocupación por los efectos de la volatilidad de los mercados financieros y el menor crecimiento mundial; la Reserva Federal proyecta ahora sólo dos alzas de la tasa de política monetaria durante este año, en vez de las cuatro que había proyectado en diciembre pasado. En la Zona Euro y Japón, en tanto, sus bancos centrales introdujeron nuevas medidas monetarias y financieras no convencionales, mientras la inflación sigue muy baja y la actividad se ve afectada por el menor dinamismo de China.

En China, se proyecta un crecimiento inferior al observado en 2015, mientras la producción industrial pierde dinamismo y las exportaciones caen. A su vez, los servicios y el consumo siguen sosteniendo el crecimiento.

Brasil, por su parte, que tiene un alto déficit fiscal y está en una profunda recesión, sufre las consecuencias del ajuste de su política monetaria, junto con graves problemas de corrupción que repercuten fuertemente en la gestión económica del Ejecutivo. En tanto, Argentina hace esfuerzos paulatinos para ajustar los graves desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años.

En la economía chilena la actividad se encuentra prácticamente estancada desde fines del año 2014. La caída de la inversión desde 2014, la debilidad del sector externo y el menor margen para expandir el gasto público, junto a las deprimidas expectativas y la volatilidad en los mercados internacionales; llevarán nuevamente a un crecimiento mediocre para este año.

Mi escenario central para la economía chilena en 2015 es un crecimiento en la parte baja del rango 1 a 2 por ciento, y una inflación anual entre 3,2 y 3,8 por ciento.

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

Los principales desarrollos de la economía internacional durante los últimos dos meses se centran en una mayor volatilidad y corrección en los mercados financieros, debido a la incertidumbre y riesgos de la economía China, a la caída de los precios de los *commodities* y al menor crecimiento de los países avanzados.

No obstante, en el último mes, en medio de las señales de fortaleza de la economía de Estados Unidos (EE.UU.), un modesto crecimiento de la Zona Euro (ZE), y menor incertidumbre de la economía China, los precios del petróleo y de los metales han aumentado en el margen, y el apetito por riesgo también. Esto ha repercutido en los precios de los ac-

A pesar del deterioro de su sector petrolero y su entorno externo, cifras recientes de EE.UU. muestran que su economía se mantiene resiliente.

tivos, los que se han recuperado en el margen, con alzas en las bolsas y aumentos en la tasa de interés de los bonos a 10 años en EE.UU., reducción de *spreads*, incrementos en precios de *commodities*, específicamente petróleo y metales, y apreciación de monedas en los países emergentes.

En cuanto a la actividad mundial, a pesar del deterioro de su sector petrolero y su entorno externo, cifras recientes de EE.UU. muestran que su economía se mantiene resiliente y con bajo desempleo, en medio de un crecimiento acotado de los salarios y aumento de las presiones inflacionarias. Bajo este escenario, la Reserva Federal (FED) sorprendió al mercado, con un discurso mucho más *dovish*, proyectando ahora un alza de su tasa de política monetaria (TPM) de sólo 50 puntos base (PB) este año y

otros 100 PB en 2017, para llevar la tasa de política al 3,25% al final de este ciclo de normalización.

En la ZE, las cifras muestran un crecimiento modesto, apoyada por los efectos de las políticas expansivas del Banco Central Europeo (BCE), depreciación del Euro y menor freno fiscal, en medio de bajos niveles de inflación. Sin embargo, la ZE ha estado afectada por la desaceleración de China y de otros emergentes, y por el aumento de riesgos geopolíticos (Rusia/EU, crisis de refugiados, Brexit). En tanto, en Japón el producto se ha visto afectado por la desaceleración de China, sumado a los riesgos asociados a la deflación.

En cuanto a los países emergentes, estos se enfrenan a mercados financieros más volátiles y a una demanda externa débil, producto de un crecimiento más bajo de las economías avanzadas y al ajuste en los precios de los *commodities*. En China, los sectores manufacturero-exportador e infraestructura pierden dinamismo, mientras que el consumo y los servicios empujan el crecimiento, cuya meta definida por las autoridades se ubica entre 6,5 y 7 por ciento este año, y en un promedio de 6,5 por ciento para el período 2016-2020. Sin embargo, poco se ha avanzado en reducir sus desequilibrios (deuda/PIB, exceso de capacidad, debilidad en sector financiero), los que seguirán presionando la gestión macroeconómica del gigante asiático. Brasil, en cambio, está en el medio de una profunda recesión, con alzas en el déficit fiscal y aumento del desempleo, sumado a condiciones financieras menos favorables. A su vez, la crisis de corrupción asociada a Petrobras se extiende en el Ejecutivo, lo cual puede llevar a una crisis política de grandes proporciones. En contraste, Argentina, cuyo nuevo gobierno ha sido exitoso en dismantelar el cepo cambiario y ajustar precios de energía, y, al mismo tiempo, ha logrado grandes avances en la negociación con los holdouts. Sin embargo, tiene una dura tarea hacia delante para reducir el déficit fiscal y la inflación.

En cuanto a proyecciones de crecimiento mundial, se espera para este año un crecimiento en torno a 3,2 por ciento, similar al crecimiento del año pasado. Nuevamente destaca la caída en las proyecciones de crecimiento de América Latina, con una contracción proyectada de 0,5 por ciento, según el último *Consensus Forecasts*.

En el caso de la economía chilena, en 2015 la actividad creció 2,1 por ciento, levemente superior al crecimiento de 2014. En tanto, durante el cuarto trimestre la actividad creció sólo un 1,3 por ciento anual y un 0,3 por ciento anualizado. Además, en el segundo semestre del año pasado el PIB creció sólo un 0,6 por ciento anualizado. En Enero de este año continuó el bajo dinamismo. Así, a pesar de un mayor dinamismo de las ventas al detalle en

De China preocupa tanto la desaceleración como la capacidad de las autoridades para gestionar una economía más compleja.

el margen, la producción industrial se reduce en medio de una contracción de las exportaciones y una caída de las importaciones. Adicionalmente, la inflación del IPC se reduce lentamente, mientras la inflación subyacente se mantiene alta y el mercado laboral mantiene su resiliencia al ciclo, con bajos niveles de desempleo. Con todo, las expectativas de los agentes económicos se mantienen en terreno negativo, mientras se ajusta el gasto público para garantizar el cumplimiento de reducción del déficit fiscal estructural.

En cuanto a proyecciones, el crecimiento de este año se estima en la parte baja del rango 1 a 2 por ciento, y la inflación Diciembre a Diciembre entre 3,2 y 3,8 por ciento.

En la siguiente sección se expone el estado actual de la economía mundial y sus perspectivas de crecimiento. Para finalizar, se presenta el análisis pormenorizado de la economía chilena.

2. Perspectivas de la economía internacional

A comienzos de 2016 los mercados financieros internacionales experimentaron pronunciadas correcciones y una gran volatilidad. Estos movimientos pueden atribuirse a riesgos e incertidumbre sobre China, a los efectos de la caída en el precio de los *commodities*, especialmente del petróleo, a una preocupación por una eventual desaceleración de EE.UU. y al temor que, de materializarse los riesgos, los actores políticos y los responsables de las políticas públicas no serán capaces de enfrentarlos en forma eficaz.

En cuanto al crecimiento mundial, este pierde fuerza. A la desaceleración de los países emergentes, que hemos destacado en informes anteriores, se le agrega un crecimiento más modesto del proyectado en los países avanzados. La desaceleración de los emergentes está asociada al menor dinamismo de China, al fin del superciclo de materias primas, a la caída en el precio del petróleo, y al deterioro de las condiciones financieras que enfrentan estos países.

De China preocupa tanto la desaceleración como la capacidad de las autoridades para gestionar una economía más compleja. Los sectores orientados a las exportaciones y a la infraestructura en el gigante asiático, importantes demandantes de metales, se están contrayendo, mientras que el consumo y los servicios son los nuevos motores de su crecimiento.

El reciente XIII Congreso del Partido del Pueblo aprobó una meta de crecimiento de entre 6,5 y 7 por ciento para este año, y una tasa de crecimiento promedio de 6,5 por ciento para el período 2016-2020. El logro de estas metas va a requerir nuevos

estímulos a la demanda interna, los que incluyen políticas monetaria y fiscal más expansivas. De hecho, la meta de déficit fiscal se aumentó de 2,3 a 3 por ciento del PIB para este año.

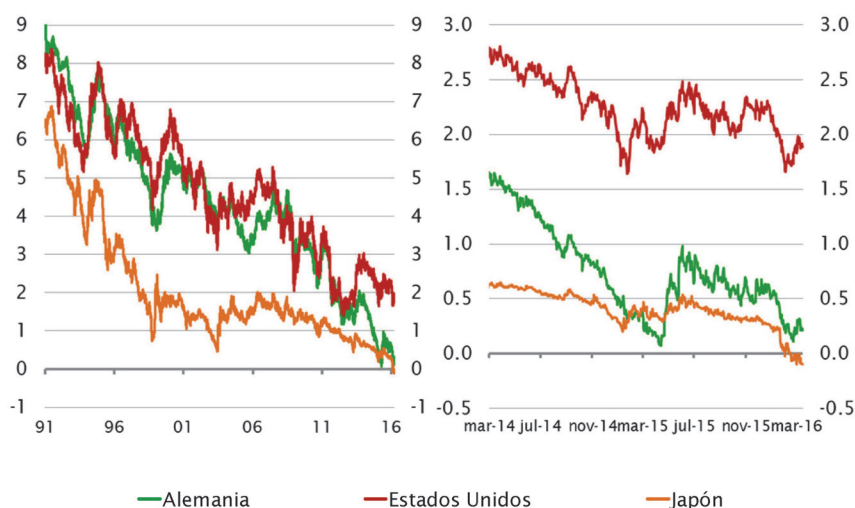
Sin embargo, a pesar de esta meta de crecimiento y el mix de políticas para alcanzarla, la corrección de sus desbalances (alta deuda/PIB, exceso de capacidad, debilidad del sector financiero) seguirá siendo una tarea pendiente para el gigante asiático.

En los países avanzados hay mejores noticias, en particular en EE.UU., donde las cifras más recientes muestran que las sorpresas negativas se han ido atenuando y los indicadores parciales de actividad muestran que su economía se mantiene resiliente, a pesar del deterioro del sector petrolero y en su entorno externo. En la ZE, la recuperación continúa con un repunte importante en la producción industrial, empujada por políticas monetarias y financieras más expansivas, la depreciación del Euro, y los efectos del menor precio del petróleo en el consumo privado. Sin embargo, la inflación sigue muy baja, lo que ha llevado al BCE a introducir otro programa de relajo cuantitativo no convencional. De otra parte, Japón sigue con crecimiento e inflación bajas, lo que también ha llevado al Banco Central de Japón (BOJ) a introducir una nueva dosis de estímulos monetarios no convencionales.

En el último mes, las mejores cifras de EE.UU. han reducido significativamente la probabilidad de que entre en una recesión, lo que unido a un menor temor

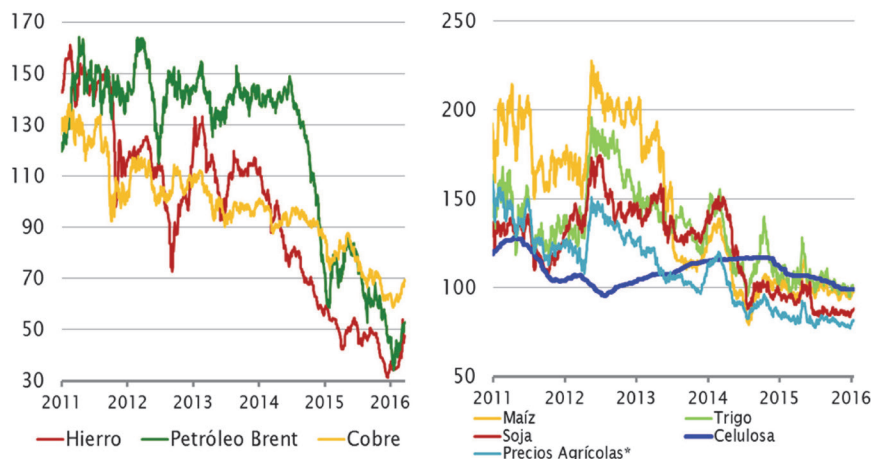
sobre China y a una recuperación en el precio del petróleo, han contribuido a mejorar el apetito por riesgo en los mercados internacionales de capitales. Como resultado, sube la tasa de interés de los bonos del gobierno de EE.UU. a 10 años, caen los spreads de deuda tanto de las empresas de países avanzados, como de los bonos de gobierno y empresas de países emergentes, se recuperan las bolsas a nivel mundial, se recuperan los precios de materias primas y se aprecian las monedas de emergentes (véase Gráficos 1 a 6).

GRÁFICO 1: Rendimientos de bonos de gobiernos a 10 años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

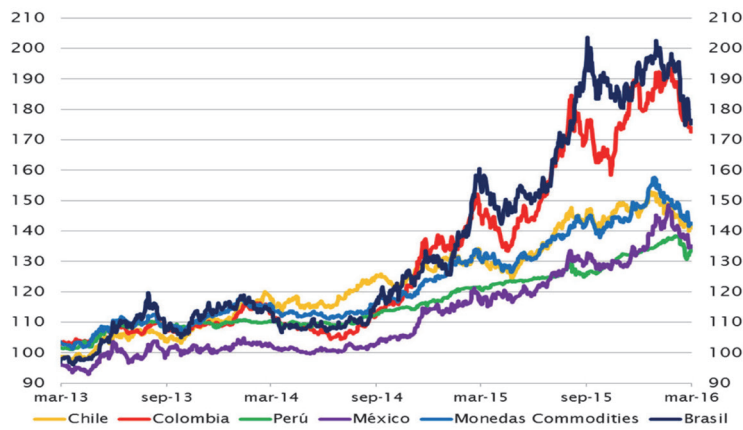
GRÁFICO 2: Precios de bienes primarios (Índice 01-01-2010=100)



(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 3: Tipo de cambio respecto al dólar* (Índice 01-01-13 = 100)



* Monedas Commodities incluyen a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2015. Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 4: EMBI global (puntos base)

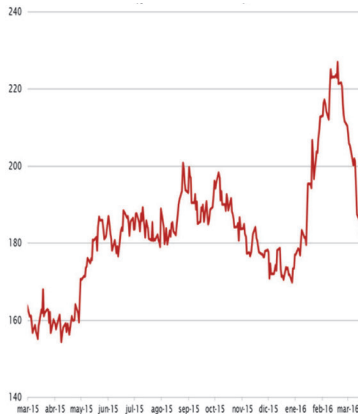


Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 5: Prima de los bonos corporativos de alto rendimiento sobre los bonos del Tesoro de EE.UU. (puntos base)



GRÁFICO 6: Prima de los bonos corporativos triple A sobre los bonos del Tesoro de EE.UU. (puntos base)



Fuentes: Bloomberg y FRED.

Con todo, se mantiene la preocupación de que se están agotando las municiones de los bancos centrales de los países avanzados para enfrentar *shocks* inesperados, y la alternativa de usar política fiscal expansiva en un contexto de bajísimas tasas de interés sigue teniendo poco apoyo político.

En cuanto a perspectivas, en EE.UU., con una tasa de desempleo que ya alcanza 4,9 por ciento, considerado nivel de pleno empleo, la FED está preocupada de una eventual alza de la inflación. En particular, la FED argumenta que de mantenerse la robustez del mercado laboral, la inflación debiera seguir subiendo y, para evitar quedar detrás de la curva, lo apropiado es continuar subiendo la TPM. Con todo, en su última reunión tuvo una postura muy paloma que sorprendió a los mercados. Las proyecciones revisadas del Comité Federal de Mercado Abierto (CFMA) de la FED del 16 de Marzo, consideran ahora un escenario central de alza de la TPM de sólo 50 PB este año y de otros 100 PB el próximo, para llegar a una tasa de 3,25 por ciento hacia fines de 2018. Aunque la brecha entre la trayectoria de tasas del CFMA y la del mercado se ha ido acortando, el mercado aún anticipa un alza de apenas 25 PB este año y otros 75 PB el próximo.

Las últimas cifras de creación de empleo y de inflación subyacente, tanto del deflactor implícito del consumo personal —la medida preferida de la FED—, como del índice de precios del consumidor, muestran que la inflación ha estado aumentando en el margen (véase Gráfico 7). Sin embargo, los salarios siguen prácticamente estancados.

Por otro lado, el crecimiento de la ZE se mantiene modesto, afectado por la desaceleración de China y otros países emergentes, y por el aumento de los riesgos geopolíticos (Rusia/EU, Brexit, refugiados). No obstante, la producción industrial aumenta su dinamismo, empujada por el consumo interno. Ante una inflación anual negativa (véase Gráfico 8) y con el objetivo de enfrentar el riesgo de desanclaje de expectativas, el BCE bajó la TPM e introdujo una nueva dosis de medidas monetarias y financieras no convencionales.

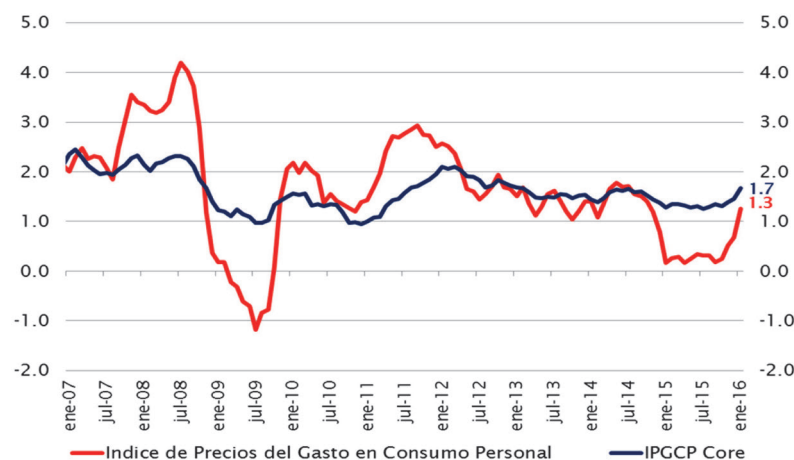
Japón está siendo afectado por la desaceleración de China y el riesgo de deflación, mientras que el gobierno del primer ministro Shinzō Abe sigue postergando reformas estructurales pro-crecimiento. Para enfrentar el riesgo de deflación, el BOJ estableció una nueva dosis de política monetaria no-convencional y no descarta aumentar la dosis si lo estima necesario.

En cuanto a los países emergentes, en China el PMI de servicios baja levemente, mientras el PMI manufacturero sigue débil. La producción industrial y las ventas al detalle pierden dinamismo, mientras que

las exportaciones e importaciones caen con fuerza (véase Gráficos 9 a 12). En el lado positivo, la salida de capitales pierde fuerza en el margen ayudada, en parte, por la intensificación de los controles y algo más de claridad de su banco central respecto de su política cambiaria.

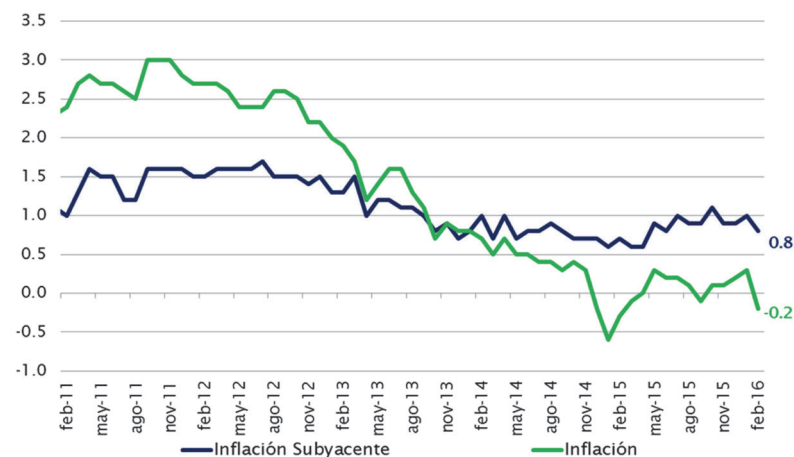
Más cerca de nosotros, la crisis de la sexta economía más grande del mundo, Brasil, se profundiza en lo económico y en lo político. El PIB ha caído más de 7 por ciento en los últimos 8 trimestres,

GRÁFICO 7: Índice de precios del gasto en consumo personal (variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg.

GRÁFICO 8: Índice de precios al consumidor (variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 9: Exportaciones (variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg.

GRÁFICO 10: Producción Industrial (variación anual, porcentaje)

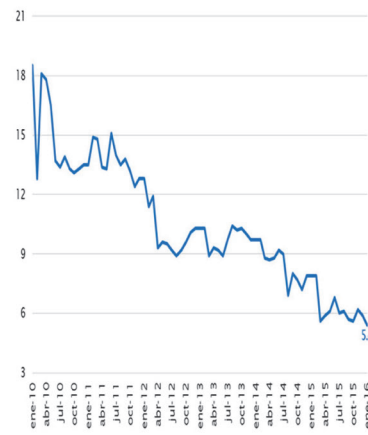
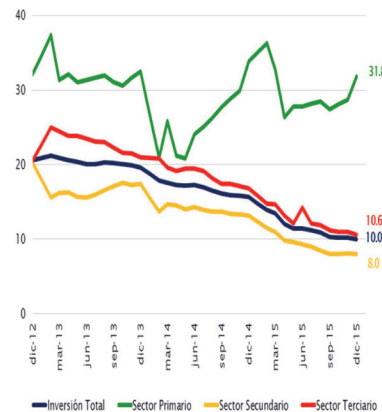


GRÁFICO 11: Inversión nominal sectorial en activos fijos (variación acumulada anual, porcentaje)



Fuentes: National Bureau of Statistics of China y Bloomberg.

GRÁFICO 12: Ventas minoristas nominales (variación anual, porcentaje)



las ventas al detalle caen a dos dígitos, el déficit fiscal alcanza 10 por ciento del PIB y el desempleo aumenta con fuerza. Con condiciones financieras menos favorables y ante una profunda recesión, los préstamos bancarios impagos aumentan también. En lo político, la crisis de corrupción asociada a Petrobras se extiende e incluso impacta al ex Presidente Lula. La salida de esta crisis no se ve nada de fácil, con un gobierno débil para hacer ajustes, con presiones políticas al alza, y con un

fácil, pero hay grandes expectativas de que éste sea un proceso de ordenamiento que le pueda permitir a Argentina retomar la senda de crecimiento sostenido.

En cuanto a perspectivas de crecimiento mundial para este año, éstas han continuado corrigiéndose a la baja y ahora se estima que la economía mundial crecería este año a una menor tasa que la proyectada en Enero pasado, y muy parecida a la de 2015. En particular, se proyecta otra contrac-

gobierno que está recién empezando el segundo de cuatro años de mandato.

También en nuestro vecindario, en Argentina, el gobierno del Presidente Mauricio Macri ha ido progresando en controlar los pronunciados desequilibrios que enfrentó al asumir en diciembre. Hasta ahora ha sido exitoso en dismantelar el cepo cambiario y reducir los subsidios de precios de energía para los grupos de ingresos medios y altos, ahorrando en el proceso más de 2 puntos del PIB. En paralelo, ha hecho un gran avance en remover obstáculos internos y externos para la negociación con los holdouts, y normalizar así su limitado acceso a los mercados internacionales de capitales después de 13 años de aislamiento. En lo económico, su principal reto será moderar el déficit fiscal, reducir gradualmente la inflación, y evitar una caída muy pronunciada de la actividad en su primer año de gobierno. Después de las desastrosas condiciones iniciales, la tarea del nuevo gobierno no va a ser nada

ción en América Latina, con otra caída del PIB en Brasil entre 3,5 y 4 por ciento (véase Gráficos 13 y 14).

Sin embargo, los riesgos de este escenario base son altos y siguen sesgando a la baja las proyecciones de crecimiento. Estos riesgos para el crecimiento mundial son:

- (1) una mayor desaceleración de los países avanzados;
- (2) condiciones financieras más estrechas y volátiles para los países emergentes (un detonante sería una crisis en un país emergente importante o una subida más agresiva de tasas de la FED que la esperada por el mercado debido a un alza más pronunciada de la inflación);
- (3) un aterrizaje más brusco de China;
- (4) un aumento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, Ucrania, y partes de África, el problema de los refugiados en Europa, y Brexit;
- (5) en la región, un deterioro más pronunciado de la crisis de Brasil.

2. Perspectivas de la economía chilena

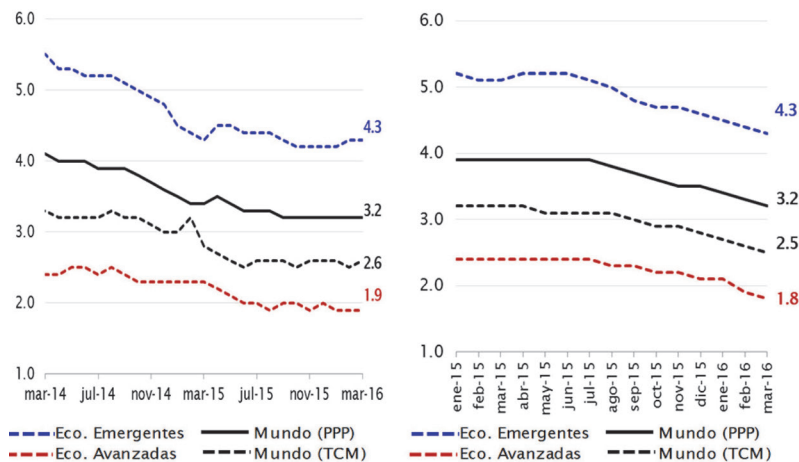
Las cifras de cuentas nacionales, conocidas la semana pasada, muestran que la economía creció un 2,1 por ciento anual en 2015. De hecho, la economía fue perdiendo dinamismo a lo largo del año pasado, terminando con un crecimiento anual de 1,3 por ciento y de apenas 0,3 por ciento anualizado en el

TABLA 1: Proyecciones del crecimiento mundial (porcentaje anual)

	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)	2.4	2.6 (2.8)	2.7 (2.8)	2.1
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)	1.5
Japón	-0.5	1.7	1.6	-0.1	0.6 (0.6)	0.8 (1.1)	0.5	1.0 (1.0)	1.3 (1.7)	0.7
Asia (ex-Japón)	7.4	6.3	6.6	6.5	6.2 (6.2)	n.d	5.8	6.4 (6.4)	n.d	5.6
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)	6.4
India	6.6	5.1	6.9	7.3	7.3 (7.3)	7.3 (7.5)	7.5	7.5 (7.5)	7.8 (7.9)	7.6
América Latina	4.9	3.1	2.9	1.3	-0.3 (-0.3)	-0.7 (0.4)	-0.3	-0.3 (0.8)	0.1 (2.0)	-0.5
Brasil	3.9	1.8	2.7	0.1	-3.8 (-3.0)	-3.7 (-1.3)	-3.8	-3.5 (-1.0)	-2.5 (1.1)	-3.5
México	4.0	4.0	1.4	2.1	2.5 (2.3)	2.5 (2.6)	2.5	2.6 (2.8)	2.8 (3.2)	2.4
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)	1.3	0.7 (2.1)	1.4 (2.1)	1.0
Economías Avanzadas	1.7	1.2	1.1	1.8	1.9 (2.0)	1.6 (2.0)	1.9	2.1 (2.2)	2.1 (2.4)	1.8
Economías Emergentes	6.3	5.2	5.0	4.6	4.0 (4.0)	4.3 (4.4)	4.3	4.3 (4.5)	4.8 (5.2)	4.3
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)	3.2
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)	2.5
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 octubre del 2015 y entre paréntesis WEO julio del 2015. Consensus Forecasts, marzo y febrero 2016. BM, actualizado enero del 2016 y entre paréntesis proyecciones junio 2015.

GRÁFICO 13: Perspectivas de crecimiento económico para 2015 y 2016 (variación % del PIB real)

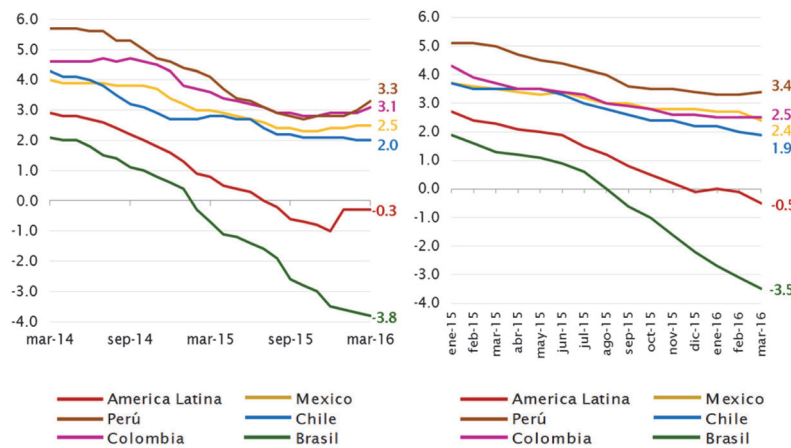


Fuente: Consensus Forecasts.

cuarto trimestre de 2015 (véase Gráfico 15). Además, entre el primer y segundo semestre del año pasado, la economía creció sólo un 0,6 por ciento anualizado.

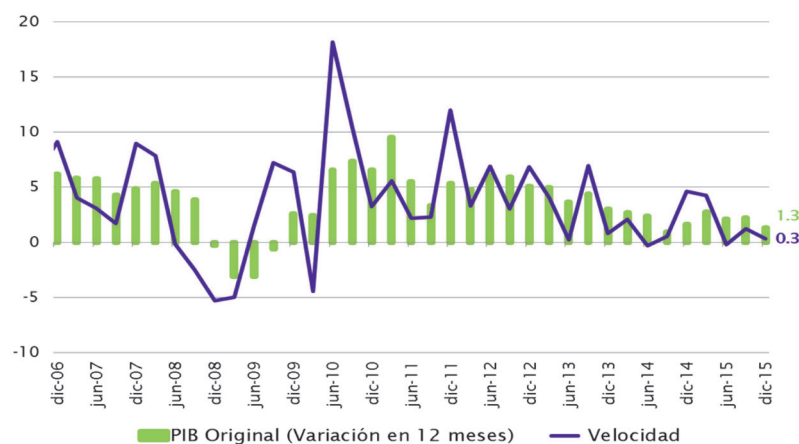
Por el lado de la demanda, este menor dinamismo obedece principalmente a un aumento acotado de la demanda interna de 1 por ciento anual, en medio de una caída en la inversión en capital fijo real de 1,3 por ciento anual (véase Gráfico 16). Por su parte, el consumo privado se estanca, creciendo ape-

GRÁFICO 14: Perspectivas de crecimiento económico para 2015 y 2016 (variación % del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO 15: PIB trimestral* (porcentual)



* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

nas 1,1 por ciento anual, afectado por expectativas pesimistas por parte de los consumidores, pese a la importante caída en el precio de los combustibles, mientras el crecimiento del consumo de Gobierno alcanzó un 4,9 por ciento anual. Respecto al rol de la demanda externa, las exportaciones reducen su contracción respecto a trimestres anteriores, y las importaciones vuelven a caer.

Usando cifras mensuales, se observa que la economía chilena ha estado prácticamente plana desde Enero de 2015. El nivel del producto (IMACEC) de

Enero, ajustado por estacionalidad y días trabajados, estuvo sólo 0,4 por ciento por encima del alcanzado en Enero del año pasado. Este leve aumento estuvo impulsado por el crecimiento del sector de servicios, compensando así las caídas de los sectores de minería e industria manufacturera. A nivel sectorial, la producción industrial ajustada por estacionalidad presenta una baja significativa, cayendo 8 por ciento anual en Enero, debido principalmente a la caída en la actividad en el sector minero, el cual se contrajo 12,6 por ciento anual en Enero, y a la reducción de 3,6 por ciento anual en la actividad del sector manufacturero. De otra parte, el sector de la construcción comienza a perder dinamismo en el margen ahora que se completan los proyectos que se anticiparon por el cambio tributario.

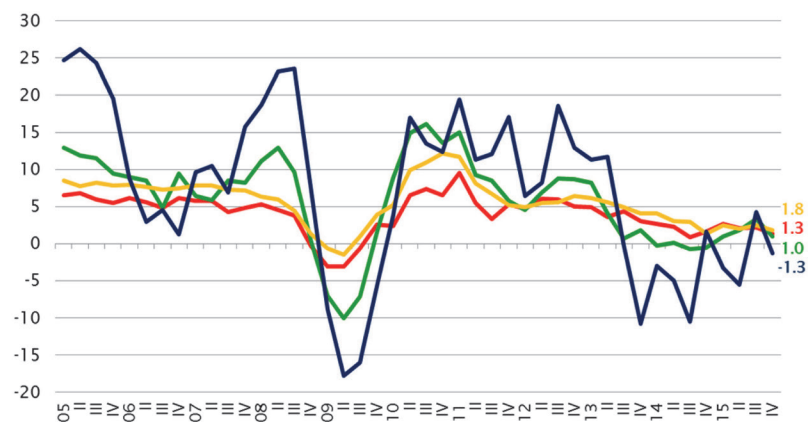
En cuanto a la demanda interna, destaca el mejor comportamiento de las ventas minoristas reales de bienes durables ajustadas por estacionalidad, con un alza anual de 9 por ciento en Enero, expansión no vista desde fines de 2013 (véase Gráfico 17). En cuanto a las expectativas, tanto la confianza empresarial como la de los consumidores, experimentan una leve alza en Febrero, aunque ambas variables se mantienen en terreno pesimista. En cuanto a las finanzas públicas, el Ministerio de Hacienda convocó al Comité Consultivo del Precio de Referencia del Cobre para reestimar el valor a largo plazo del metal rojo (el comité lo rebajó de 2,98 USD/Libra, que había fijado en Agosto pasado,

a 2,57 USD/Libra), en medio del ajuste de su precio en los mercados internacionales. Como consecuencia, el Ministerio de Hacienda redujo el gasto presupuestario de este año en 1 por ciento para cumplir con el compromiso de reducir el déficit estructural en 0,25 por ciento del PIB por año. Esta medida refleja la importancia que le da el gobierno a la regla fiscal, y ha sido bien valorado por el mercado y por las agencias internacionales de riesgo.

En cuanto a la cuenta corriente, ésta registró un déficit de 2,1 por ciento del PIB durante 2015, superior al observado en 2014, producto del menor superávit comercial. En relación al tipo de cambio, éste se ha ajustado a la baja el último mes, en medio de un alza en el margen del precio del cobre y una apreciación del dólar en los mercados internacionales.

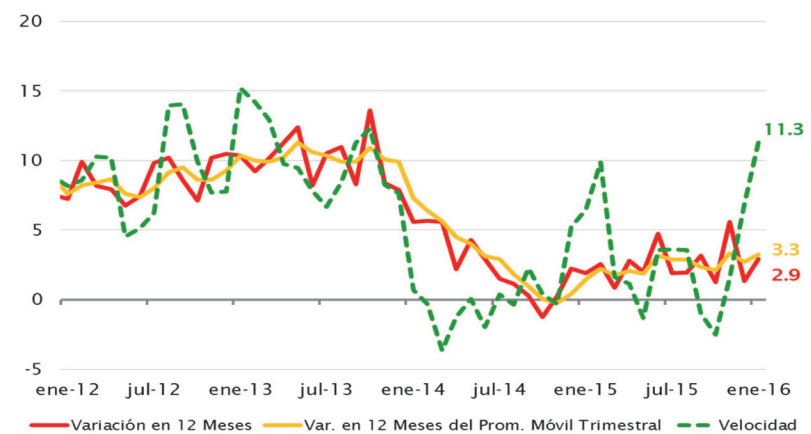
El mercado laboral ha seguido mostrando su resiliencia al ciclo económico que sorprende, con un alza en el empleo de 2 por ciento anual en el trimestre Noviembre-Enero. En tanto, la fuerza de trabajo aumentó 1,7 por ciento, con lo que la tasa de desempleo alcanzó 5,8 por ciento, cifra inferior al registro de un año atrás. A pesar del bajo nivel de la tasa de desempleo, la calidad del empleo se deteriora en línea con el alza del empleo por cuenta propia y con un empleo asalariado privado más precario. Como reflejo de esto, el promedio de horas trabajadas mantiene su tendencia a la baja, mientras que las vacantes aceleran su caída.

GRÁFICO 16: PIB, demanda interna, consumo e inversión (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 17: Ventas reales del comercio minorista* (porcentual)

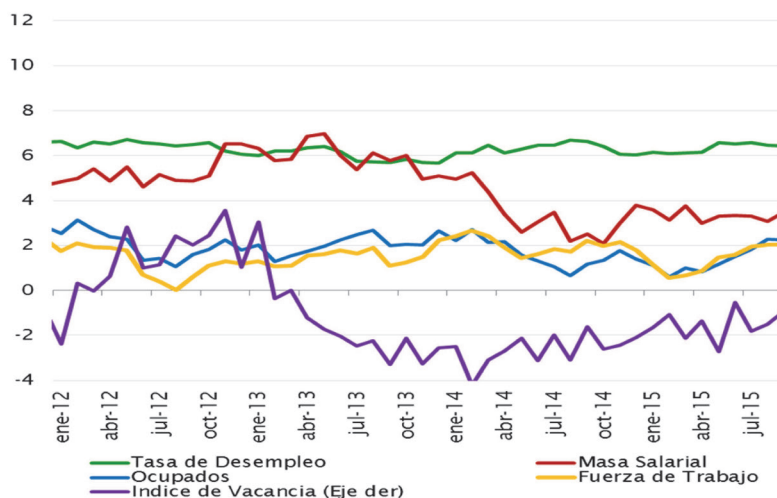


* Cifras ajustadas por estacionalidad.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

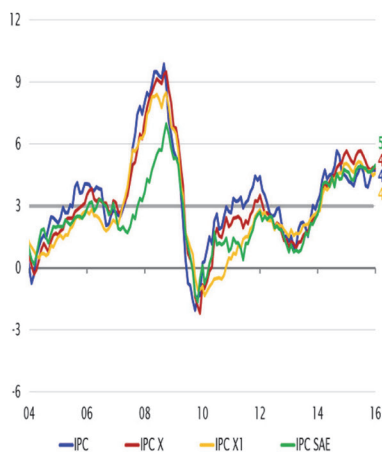
A nivel sectorial, la creación de empleos es liderada por los sectores comercio y hoteles, construcción y servicios financieros y comunales, mientras que la destrucción de empleo la lidera el sector minero y la industria manufacturera. Por su parte, las remuneraciones reales crecen a una tasa de 1 por ciento anual, cifra inferior a la tasa promedio de 1,8 por ciento exhibida en 2015. Así, el crecimiento de la masa salarial real alcanza una expansión de 3 anual (véase Gráfico 18).

GRÁFICO 18: Mercado laboral (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 19: Índices de precios al consumidor (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 20: IPC de bienes y no transables (variación anual, porcentaje)



En materia de precios, el IPC de Febrero aumentó hasta 0,3 por ciento mensual (0,5 por ciento en Enero), en línea con lo esperado por el mercado, por lo que la inflación anual alcanzó 4,7 por ciento, cifra marginalmente inferior a lo registrado el mes anterior (véase Gráfico 19). Esta alza obedece a ajustes de precios regulados e indexados (electricidad y arriendos), sumado a alzas en el transporte terrestre (producto del periodo de vacaciones),

vestuario, y alcoholes y tabaco, mientras se reduce la presión de precios en alimentos, división que completa cuatro caídas mensuales consecutivas en sus precios. En tanto, la inflación subyacente, medida por el IPC sin Alimentos y Energía (IPCSAE), fue de 5 por ciento anual. La inflación de bienes transables y no transables también aumentó hasta 4,5 y 5 por ciento anual, respectivamente (véase Gráfico 20). Por su parte, las expectativas de inflación para Diciembre de este año se encuentran en torno a 3,6 por ciento, según la última encuesta de expectativas económicas

En cuanto a la política monetaria, con una economía creciendo por debajo de su producto potencial, una inflación sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central de Chile (BCCCh), y una inflación subyacente de 5 por ciento, la autoridad monetaria decidió mantener la TPM en 3,5 por ciento en su última reunión de política monetaria. El BCCCh proyecta una convergencia paulatina de la inflación

anual a la meta, producto del bajo dinamismo de la actividad, menor crecimiento de los salarios y menor traspaso cambiario. Bajo este escenario, la posibilidad de un ajuste al alza de la TPM durante el primer semestre estará condicionada a la evolución de las proyecciones de inflación. El mercado estima un alza adicional de 25 PB este año, para terminar 2016 con una TPM de 3,75 por ciento, y otra alza de 25 PB el próximo año.

TABLA 2: Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje anual)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017		
					BC	LACF	JPM	EEE	LACF	JPM	EEE
PIB	5.5	4.0	1.9	2.1	2.0 - 3.0	1.9 (1.5; 2.3)	2.0	1.7 (1.3; 2.1)	2.6 (2.0; 3.1)	2.4	2.5 (2.0; 2.8)
Demanda Interna	7.3	3.6	-0.3	1.8	2.6	-	-	-	-	-	-
Con. privado	5.7	5.2	2.8	2.2	2.7 ¹	1.9	-	-	2.5	-	-
Inversión total	11.6	2.2	-4.2	-1.5	1.7	1.0	-	-	2.3	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	0.6	-0.6	-1.6	-1.3	-	-3.2	-	-	-2.8	-	-
Tipo Cambio (fin período)	478.6	523.8	606.9	708.6	-	704.3 ²	-	700 ³	700.6 [*]	-	700 ^{**}
Inflación (dic-dic)	1.5	3.0	4.6	4.4	3.8	3.6 (3.1; 4.1)	3.7	3.6 (3.4; 3.9)	3.0 (2.6; 3.5)	-	3.0 (2.9; 3.3)
Tasa de Desempleo (%)	6.5	6.0	6.3	6.3	-	-	-	-	-	-	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.5	-3.7	-1.3	-2.1	-2.6	-1.6	-	-	-1.6	-	-

(1) Se refiere al consumo total. (2) Corresponde a junio 2016. (3) Corresponde al tipo de cambio dentro de 11 meses. * Corresponde a marzo 2017.

** Corresponde al tipo de cambio dentro de 23 meses.

Fuentes: BC: IPOM, Banco Central de Chile (diciembre, 2015); LACF: Latin American Consensus Forecasts (marzo, 2016) rango en paréntesis; JPM: JP Morgan (marzo, 2016); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCCh (marzo, 2016), deciles 1 y 9 en paréntesis.

En cuanto a perspectivas, ante un escenario externo menos favorable, y con políticas macro, monetaria y fiscal menos expansivas, va a ser muy difícil mantener incluso el mediocre crecimiento alcanzado en 2015. Para impulsar la actividad se requiere mejorar el ambiente de negocios, reducir la incertidumbre interna y acelerar las inversiones en los sectores infraestructura y energía.

Mi escenario base para 2016 supone un ajuste en las reformas y avances en inversiones en infraestructura

y energía. Bajo este escenario, el crecimiento de 2016 estaría en la parte baja del rango 1 a 2 por ciento, y la inflación anual entre 3,2 y 3,8 por ciento. Para el mediano plazo, mis proyecciones son un crecimiento en el rango 1 a 2 por ciento, e inflaciones anuales en torno a 3 por ciento anual. Además de los riesgos globales, el principal riesgo para el crecimiento está en que las expectativas de empresarios y consumidores se mantengan deprimidas. **PdR**