

Puntos de Referencia

Edición online
N° 429, mayo 2016

El momento económico internacional y nacional

Mayo 2016

Vittorio Corbo

Resumen

En los últimos meses el crecimiento mundial se ha desacelerado levemente, principalmente por el menor dinamismo en Estados Unidos y Japón. La Zona Euro, por su parte, exhibe una recuperación en su actividad, mientras en el mundo emergente se diluyen las señales de desaceleración en China y el crecimiento en América Latina se ajusta a la baja.

En Estados Unidos la menor expansión del consumo, la apreciación del dólar y los bajos precios del petróleo, han ralentizado el crecimiento durante el primer trimestre. En Japón, el consumo sigue débil, en un escenario de bajo crecimiento y riesgos de deflación. En la Zona Euro la actividad se fortalece en medio de reducción del desempleo, alza en expectativas, expansión del crédito y menor freno fiscal. En China la actividad retoma el dinamismo producto de políticas de estímulo en diversos sectores, lo cual ha limitado tanto el proceso de ajuste como las reformas pro-mercado, llevando a un aumento de los riesgos futuros. Rusia y Brasil, por su parte, se mantienen en recesión, lo que contrasta con el crecimiento sostenido en India. América Latina, junto al resto de países emergentes, enfrentan mejores condiciones financieras respecto al inicio del año, en conjunto con una apreciación de sus monedas, un retorno de flujos de capitales, y un alza acotada en los precios de *commodities* y acciones. Sin embargo, en la mayor parte de estos países persisten importantes desequilibrios y problemas estructurales.

En cuanto a proyecciones para este año, se espera un crecimiento mundial en torno a 3,1 por ciento, aunque los riesgos de esta proyección se mantienen sesgados a la baja.

En cuanto a la economía chilena, la actividad no muestra señales de recuperación. La baja en el precio del cobre, las deprimidas expectativas de consumidores y empresarios, la caída de la inversión minera, junto con el fin de mini-boom de la construcción en anticipo al alza del IVA, han impactado la expansión del consumo privado y la inversión. En el sector externo, las exportaciones caen mientras el tipo de cambio real se aprecia y el crecimiento externo se reduce. En el mercado laboral se presentan signos de deterioro, con un alza del desempleo y un aumento del empleo por cuenta propia, mientras el crecimiento de la masa salarial se desacelera significativamente.

En cuanto a la inflación anual, ésta baja levemente y se acerca al rango meta del Banco Central de Chile, en medio de menores presiones como resultado de la apreciación de la moneda.

En cuanto a las proyecciones, se estima un crecimiento en torno a 1 y 2 por ciento, y una inflación entre 3,0 y 3,5 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

La economía mundial mantiene un bajo dinamismo debido al impacto del menor crecimiento de Estados Unidos (EE.UU.) y Japón, mientras la Zona Euro (ZE) presenta signos de una expansión más robusta y la economía China repunta.

Dentro de los países avanzados, EE.UU. se desacelera producto de una menor expansión del consumo privado, asociado a una mayor propensión al ahorro, en medio de una mayor fortaleza del mercado laboral. A su vez, la apreciación del tipo de cambio, el bajo precio del petróleo y el mediocre crecimiento mundial, impactan su actividad económica. En Japón, el consumo permanece débil, mientras su economía se enfrenta a los efectos de

En cuanto a las perspectivas, se espera que la economía mundial crezca 3,1 por ciento este año, similar al bajo crecimiento observado en 2015.

la deflación y la apreciación del yen. Por su parte, la actividad en la ZE mantiene el dinamismo, impulsado por la baja en el desempleo, la depreciación del euro, el efecto en el mercado del crédito del programa de relajo cuantitativo del Banco Central Europeo (BCE), y una política fiscal menos contractiva. En este sentido, la ZE recupera el PIB previo a la Gran Recesión después de 8 años. En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (FED) en EE.UU. ha sido más cauta en la normalización monetaria, en medio de un bajo crecimiento y una inflación subyacente que disminuye, mientras el Banco Central de Japón (BOJ) sorprende sin introducir nuevos estímulos, a pesar de un mayor riesgo de deflación.

En cuanto a los países emergentes, China exhibe una expansión en su actividad producto de las medidas de estímulo impulsadas por las autoridades económicas para expandir al sector inmobiliario y la inversión en infraestructura. Estas medidas han permitido poner un piso a la desaceleración, llevando el crecimiento del primer trimestre a 6,7 por ciento. Sin embargo, esta decisión ha aumentado los riesgos futuros, asociado a los importantes desbalances que enfrenta la economía del gigante asiático: excesos de capacidad, alto endeudamiento, y sector financiero sobreextendido. Esta decisión demuestra, además, que el crecimiento de corto plazo, el control de los desbalances, y la transición a un nuevo modelo de crecimiento y a una economía más basada en el mercado, no ha sido una tarea fácil para la autoridad económica china, quien se enfrenta a grandes desafíos y riesgos de política económica.

En el resto de países emergentes destaca el crecimiento en India frente a la desaceleración de la actividad en Rusia, país que enfrenta los efectos de la caída de los precios de los *commodities* y las sanciones de Occidente por el conflicto en Ucrania. A su vez, las perspectivas de tasas bajas por más tiempo en EE.UU., la depreciación del dólar y la recuperación del petróleo, han impulsado el regreso de capitales a los países emergentes, lo cual ha apreciado sus monedas e impulsado al alza los precios de bienes primarios y de las acciones.

En la región las expectativas de crecimiento se siguen corrigiendo a la baja, especialmente en Brasil, donde la recesión, los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política limitan aún más el proceso de ajuste, llevando a perspectivas económicas y políticas poco favorables. Para el resto de los países de la región, las perspectivas económicas se ajustan a la baja, excepto en Perú.

En cuanto a las perspectivas, se espera que la economía mundial crezca 3,1 por ciento este año, similar al bajo crecimiento observado en 2015. Así,

las perspectivas futuras no son nada optimistas y se espera, además, que el crecimiento mundial se ubique varios años debajo de su potencial.

Por el lado doméstico, la economía chilena presenta un crecimiento bajo, con una expansión débil del consumo privado, en medio de un pobre crecimiento de la masa salarial, alza del desempleo y expectativas deprimidas. La inversión retoma un mayor dinamismo asociado al alza de las importaciones de bienes de capital en ciertos sectores económicos. Sin embargo, el fin del mini-boom inmobiliario, una menor expansión de la inversión pública, un sector minero impactado fuertemente por la caída del cobre y expectativas del sector empresarial en terreno negativo, no permiten vislumbrar un repunte significativo de la actividad

La economía chilena presenta un crecimiento bajo, con una expansión débil del consumo privado, en medio de un pobre crecimiento de la masa salarial.

durante este año. Por su parte, las exportaciones siguen cayendo, especialmente las exportaciones mineras, mientras el tipo de cambio real se aprecia a lo largo del año. En el mercado laboral, el nivel de desempleo aumenta, se deteriora la calidad del empleo, aumentan los ocupados por cuenta propia y se estanca el crecimiento del empleo asalariado.

Por otra parte, la inflación cede y se acerca paulatinamente al límite superior del rango de tolerancia del Banco Central de Chile, en medio de menores presiones inflacionarias producto de la apreciación del peso chileno en los primeros meses del año.

En cuanto a proyecciones, el crecimiento de este año estaría en el rango 1 a 2 por ciento, mientras

la inflación anual estaría en el rango 3,0 a 3,5 por ciento.

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

2. Desarrollos recientes y perspectivas de la economía internacional

Los mercados financieros internacionales han seguido experimentando marcados períodos de turbulencias en un persistente contexto de crecimiento global mediocre. El más reciente episodio fue la importante caída que experimentaron las bolsas, los precios de productos primarios, las monedas de los países emergentes y las tasas de interés de los bonos largos de los países avanzados en la primera mitad del primer trimestre del presente año. Esta caída fue seguida por una recuperación hasta fines de Marzo, y una relativa estabilidad posterior (véase Gráficos del 1 al 5).

La corrección fue inesperada y estuvo asociada a preocupaciones sobre una eventual recesión mundial gatillada por los problemas de China -la importante desaceleración de su crecimiento hacia fines del año pasado, la incertidumbre sobre su sistema cambiario, y una abultada salida de capitales-, la pérdida de dinamismo de EE.UU., y la caída en el precio del petróleo y sus repercusiones en los países exportadores de este producto y en los mercados de deuda de alto rendimiento. La recuperación, por su parte, coincide con una menor preocupación por China, como resultado de las medidas de estímulo introducidas a partir de Febrero y de mejores cifras de su actividad; y con el cambio en el discurso de la FED al anunciar que, en el escenario más probable, el proceso de normalización de la política monetaria será más gradual que lo inicialmente anunciado.

Con todo, EE.UU. se desacelera, afectado por el ajuste del sector petrolero, una fuerte apreciación del dólar hasta mediados de Febrero y consumidores extremadamente cautelosos, que sorprenden aumentando su ahorro en vez del consumo ante la expansión de su ingreso disponible producto del fortalecimiento del mercado laboral y de la caída en el precio del petróleo. Como resultado de la desaceleración de EE.UU. y del mayor apetito por riesgo de los inversionistas, se deprecia el dólar, se recuperan los precios de los *commodities*, aumentan los flujos de capitales hacia los países emergentes, y se aprecian sus monedas.

Sin embargo, a pesar de esta renovada tranquilidad en los mercados financieros internacionales, en las últimas jornadas se han observado importantes correcciones en precios de activos en respuesta a las nuevas cifras de EE.UU y China. Los riesgos de que se repitan este tipo de episodios son múltiples y variados, dentro de los que destacan: (1) el mayor dinamismo de China, que surge de la expansión del crédito y de la inversión en empresas estatales. Este mayor dinamismo exacerba los problemas de sobreendeudamiento y exceso de capacidad de las empresas estatales, burbujas de precios en el sector inmobiliario, un pronunciado crecimiento de

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

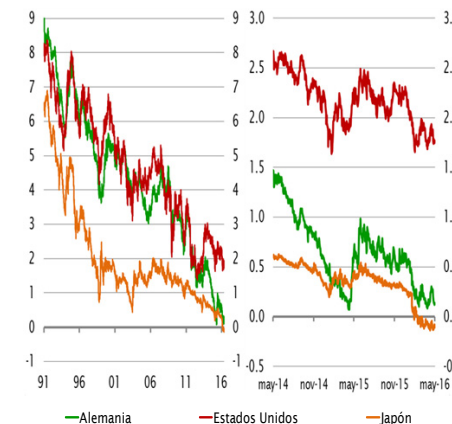
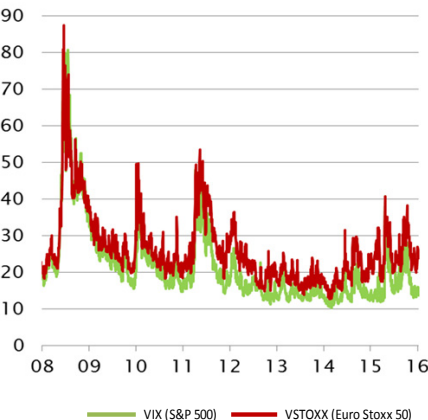


GRÁFICO 2: Índices de volatilidad



Fuente: Bloomberg.

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

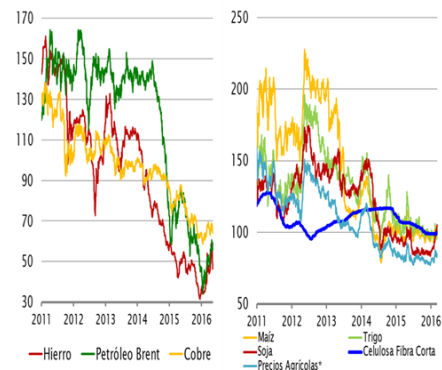
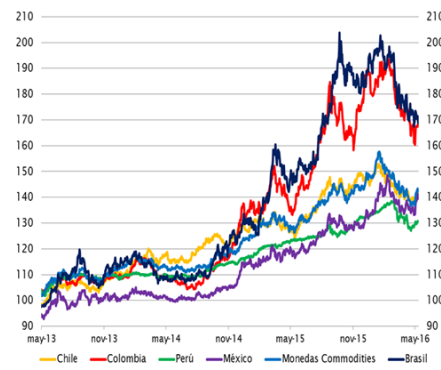
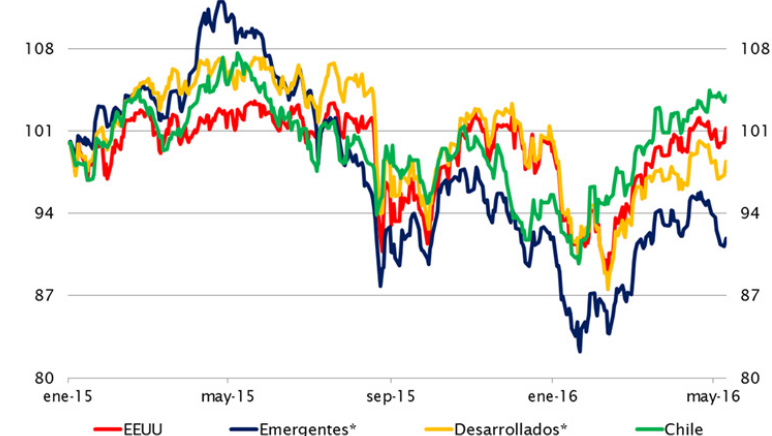


GRÁFICO 4: Tipo de cambio respecto al dólar* (Índice 01-01-13 = 100)



Fuente: Bloomberg. *Monedas *commodities* incluyen a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica, y se construye en base a los ponderadores del WEO Abril 2016.

GRÁFICO 5: Mercados bursátiles* (Índice 1 enero 2015=100)



Fuente: Bloomberg. *Corresponden a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

la deuda agregada como porcentaje del producto, un aumento de la cartera vencida de la banca y una peligrosa expansión de la banca en las sombras que aumenta la probabilidad de una crisis en el futuro cercano; (2) las bajas tasas de interés en EE.UU. y un dólar débil, que pueden terminar siendo un fenómeno temporario si la expansión de EE.UU. termina tomando más fuerza. De hecho, no se puede descartar que la desaceleración reciente sea sólo un fenómeno temporario y que en los próximos trimestres el consumo privado tome un rol más dinámico.

Las cifras que hemos conocido de los países avanzados en lo que va del año dan cuenta de un crecimiento dispar en las principales economías avanzadas. EE.UU. y Japón han sorprendido con

El nivel de producto en la ZE por primera vez supera al observado en el primer trimestre del 2008, trimestre que se suele identificar como el comienzo de la Gran Recesión.

un crecimiento menor al proyectado. Los factores detrás del menor crecimiento de EE.UU. ya fueron expuestos más arriba, y el menor dinamismo de Japón se atribuye a un consumo que se mantiene débil, en momentos en que las empresas siguen muy cautas con sus decisiones de inversión. En este contexto, la reciente y pronunciada apreciación del yen no es una buena noticia tanto por sus efectos en el crecimiento como en la deflación. Esto debiera llevar al BOJ a intensificar la dosis de relajo cuantitativo que sorprendentemente no fue concretada en su última reunión de política monetaria. En contraste, la ZE sorprende con un

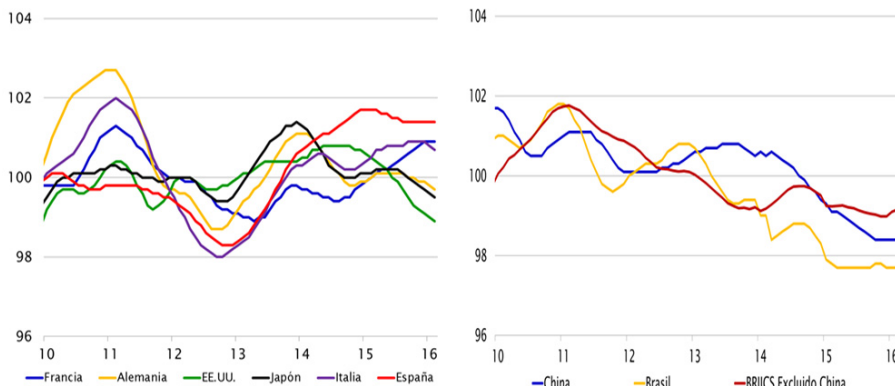
dinamismo mayor a lo proyectado. Este mayor dinamismo, que se extiende más allá de España e Irlanda, llegando incluso a Francia e Italia, se manifiesta en una caída de la tasa de desempleo en más de un punto porcentual durante el último año, y en un mayor dinamismo del crédito. Como resultado de esta notable recuperación, el nivel de producto en la ZE por primera vez supera al observado en el primer trimestre del 2008, trimestre que se suele identificar como el comienzo de la Gran Recesión desatada por el colapso del banco de inversión Lehman Brothers. Esta recuperación ha estado apoyada en la caída en el precio del petróleo, la pronunciada depreciación del euro —que alcanzó su máximo a mediados de Febrero pasado—, la agresiva política de relajo cuantitativo del BCE y una política fiscal algo más expansiva en Alemania y menos contractiva en el resto de la ZE (véase Gráficos del 6 al 9). Como resultado, el crecimiento de la ZE alcanzó un notable 2,1 por ciento anualizado en el primer trimestre de 2016, contra el 0,5 por ciento de los EE.UU. y un crecimiento proyectado cercano a cero en Japón.

El desarrollo reciente en los países emergentes ha estado dominado por la evolución de China, Brasil y Rusia. China, la principal economía del mundo comparando productos medidos a tipo de cambio de paridad de poder de compra, comienza a mostrar más dinamismo después de la importante desaceleración que mostró hasta comienzos de este año. La expansión del periodo 2009-2011 del gigante asiático, apoyada en un importante crecimiento del crédito y de la inversión de empresas estatales y de infraestructura, dejó importantes desbalances: excesos de capacidad, un alto endeudamiento, y un sector financiero sobreextendido. Para evitar una eventual crisis futura, las autoridades se embarcaron en un proceso de control de los desbalances y en una transición a un nuevo modelo de crecimiento basado en la expansión del consumo interno más que en las exportaciones de

manufacturas y la inversión. En paralelo, China ha propendido a una economía que hace un uso más intensivo del mercado para la asignación de recursos, y la distribución de bienes y servicios. En el lado macroeconómico, las nuevas autoridades también se plantearon transitar a un mercado cambiario más flexible, con una liberalización gradual de los controles de capitales, y de las tasas de interés y el crédito. Todo esto en un contexto de creciente preocupación por el control y reducción de daños medioambientales.

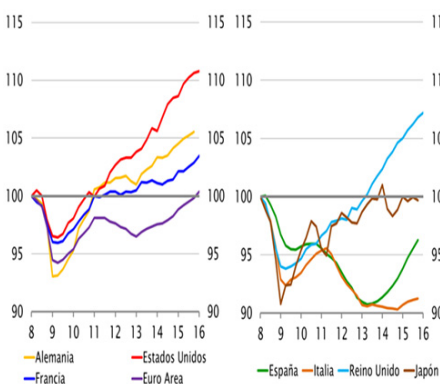
Hacer todas estas cosas al mismo tiempo no es un trabajo fácil para ninguna nación, y especialmente para un gobierno con poca experiencia en estas áreas como es el caso de China. La combinación de un mediocre crecimiento mundial con políticas internas para controlar desbalances y reorientar la economía en el mediano plazo, terminaron impactando al crecimiento más allá de lo aceptable para las autoridades. Preocupadas por la desaceleración, en los últimos tres meses han introducido medidas para impulsar al sector inmobiliario y la inversión en infraestructura. Esto muestra con claridad que, frente a la fuerza de la desaceleración, las autoridades económicas chinas han decidido darle más importancia al crecimiento de corto plazo que a las

GRÁFICO 6: Indicadores líderes compuestos de la OECD



Fuentes: Bloomberg y OECD Stats.

GRÁFICO 7: Evolución del PIB real desestacionalizado (2008q1=100)



Fuentes: Bloomberg.

GRÁFICO 8: Cambios en la tasa de desempleo 2008-2016 (porcentaje)

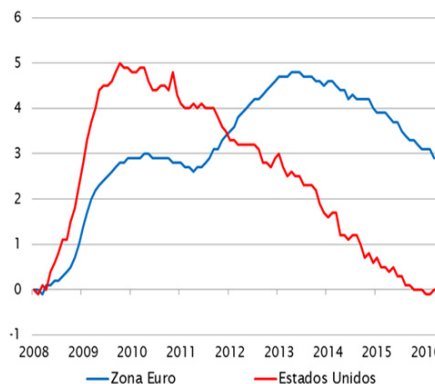
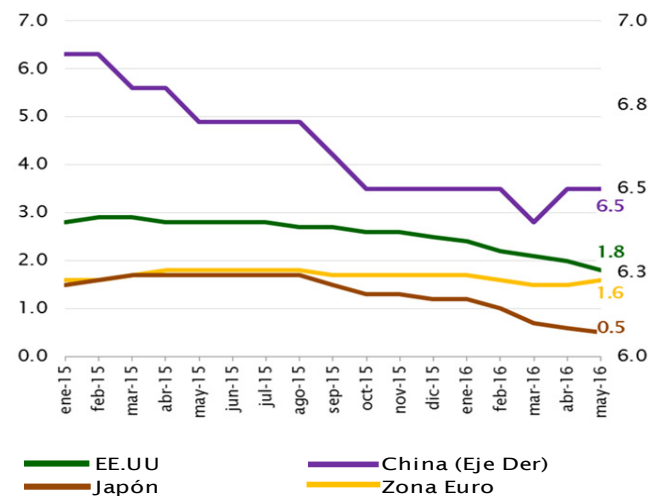


GRÁFICO 9: Perspectivas de crecimiento económico para 2016 (variación porcentual del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

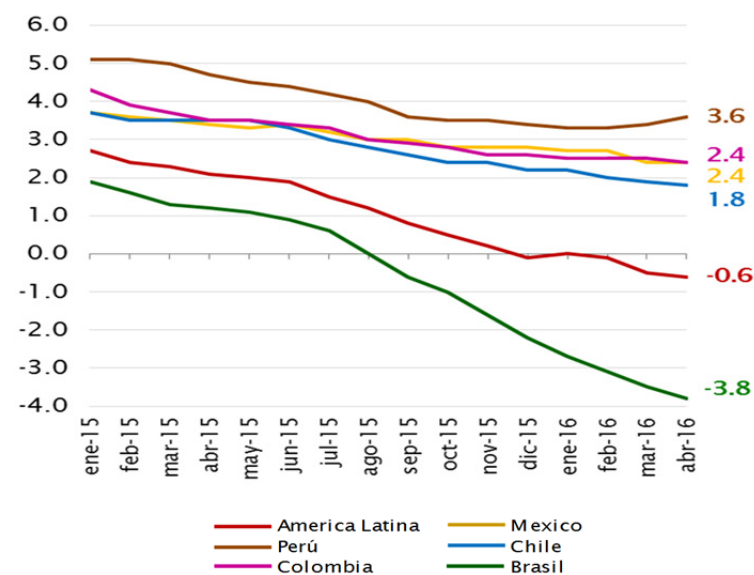
reformas y al rebalanceo de su economía en el mediano y largo plazo, aumentando así riesgos futuros de problemas de deuda y dificultades en el sector bancario. Los estímulos de corto plazo ya comienzan a mostrar sus efectos en la actividad económica. De hecho, el crecimiento del primer trimestre de este año alcanzó un 6,7 por ciento anual, lo que es bajo para el estándar chino, pero muestra que la desaceleración estaría terminando.

En el mundo emergente destaca, además, el alto dinamismo de India, la segunda economía más grande dentro de los países emergentes y en desarrollo, que crece en torno al 7,5 por ciento al año y comienza lentamente a enfrentar los problemas estructurales y macroeconómicos que han limitado su crecimiento durante las últimas décadas.

Rusia, la cuarta economía más grande del mundo emergente y en desarrollo, superada en tamaño sólo por China, India y Pakistán, sufre los efectos del deterioro del ambiente de negocios, y de la caída del precio del petróleo y del gas natural, así como también de las sanciones del mundo occidental.

En lo que se refiere a América Latina, las proyecciones de crecimiento se siguen revisando a la baja, como resultado de las dificultades que han tenido la mayor parte de los países de la región para absorber los efectos del fin del superciclo de los *commodities* y condiciones menos favorables de financiamiento externo. A lo anterior se agrega, en algunos casos, los efectos de políticas internas que han exacerbado el deterioro de las expectativas. Como resultado, las proyecciones de crecimiento

GRÁFICO 10: Perspectivas de crecimiento económico para 2016 (variación porcentual del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

para el año 2016 de los principales países, con la excepción de Perú, se han estado corrigiendo continuamente a la baja en los últimos 16 meses (véase Gráfico 10). El caso más claro de estas revisiones a la baja es el de Brasil, la mayor economía de América Latina y la quinta economía más grande del mundo emergente y en desarrollo, que enfrenta una profunda crisis económica y política. El país sufre los efectos combinados de shocks externos —precios de *commodities* y condiciones financieras—, una política monetaria procíclica, que introdujo frente a una inflación muy superior a la meta, que bordeaba el 10 por ciento anual, y una crisis política ligada a los problemas de corrupción asociados al caso Petrobras, que ha salpicado a gran parte de su clase política.

El PIB del gigante de Latinoamérica ha caído con fuerza, más de un 8 por ciento en los últimos 7 trimestres. El desempleo, por su parte, ha aumentado cerca de cuatro puntos porcentuales, mientras el déficit fiscal supera el 10 por ciento del PIB, y la deuda pública el 70 por ciento del PIB. La crisis de corrupción asociada a la empresa Petro-

bras ha llevado al quiebre de la coalición de gobierno y al inicio de un proceso de destitución de la Presidenta. Independiente del desenlace de la crisis política, Brasil tiene un problema de solvencia fiscal que requiere decisiones políticas difíciles para resolverlo, en un contexto en que el gasto público supera el 42 por ciento del PIB y los impuestos ya son muy altos y distorsionadores. Brasil, como también el MERCOSUR, enfrentan además un problema de alto nivel de proteccionismo, el que dificulta su integración a la economía mundial y, al mismo tiempo, cierra las puertas a aumentos de eficiencia y competencia en el sector transable.

Como resultado de estas fuerzas, todo apunta a que va a ser muy difícil para la economía mundial revertir el ya muy bajo dinamismo del 2015, que fue además el año con menor crecimiento desde la crisis de Lehman. El subtítulo del informe reciente sobre las Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional lo dice todo: Crecimiento demasiado lento por mucho tiempo. Las proyecciones revisadas de crecimiento global se exponen en la tabla 1.

Lamentablemente, los riesgos de un crecimiento global más débil que el del escenario base han aumentado, y los principales son: (1) La amenaza de salidas de capitales desordenadas de países emergentes, (2) Una desaceleración mayor de la esperada o problemas en el mercado de deuda de China, (3) Un deterioro más pronunciado de la crisis de Brasil, (4) Un aumento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, Ucrania o partes de África, o bien, un empeoramiento del problema de los refugiados en Europa, y el Brexit.

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		2017	
							FMI	CF	FMI	CF
Estados Unidos	2.5	1.6	2.2	1.5	2.4	2.4	2.4 (2.6)	2.0	2.5	2.4
Zona Euro	2.1	1.6	-0.9	-0.3	0.9	1.6	1.5 (1.7)	1.5	1.6	1.6
Japón	4.7	-0.5	1.7	1.4	0.0	0.5	0.5 (1.0)	0.6	-0.1	0.5
Asia (ex-Japón)	9.5	7.4	6.5	6.5	6.5	6.2	6.0 (6.4)	5.6	6.0	5.6
China	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.5 (6.3)	6.5	6.2	6.3
India	10.3	6.6	5.6	6.6	7.2	7.3	7.5 (7.5)	7.6	7.5	7.7
América Latina	6.1	4.9	3.2	3.0	1.3	-0.1	-0.5 (-0.3)	-0.6	1.5	2.0
Brasil	7.5	3.9	1.9	3.0	0.1	-3.8	-3.8 (-3.5)	-3.8	0.0	0.6
México	5.1	4.0	4.0	1.3	2.3	2.5	2.4 (2.6)	2.4	2.6	2.9
África Subsahariana	6.6	5.0	4.3	5.2	5.1	3.4	3.0 (4.0)	nd	4.0	nd
Sudafrica	3.0	3.2	2.2	2.2	1.5	1.3	0.6 (0.7)	0.9	1.2	1.7
Economías Avanzadas	3.1	1.7	1.2	1.2	1.8	1.9	1.9 (2.1)	1.8	2.0	2.0
Economías Emergentes	7.4	6.3	5.3	4.9	4.6	4.0	4.1 (4.3)	4.3	4.6	4.9
Mundo (PPP)	5.4	4.2	3.5	3.3	3.4	3.1	3.2 (3.4)	3.1	3.5	3.6
Mundo (TCM)	4.1	3.0	2.5	2.4	2.7	2.4	2.5 (2.7)	2.4	2.9	2.8
Comercio Mundial (volumen)	12.4	7.1	2.8	3.4	3.5	2.8	3.1 (3.4)	nd	3.8	nd

Fuentes: FMI, WEO actualizado a Abril del 2016. Entre paréntesis se presenta la cifra WEO de Enero 2016. Consensus Forecasts, Mayo y Abril 2016.

Como resultado, lo más probable es que se repitan episodios de correcciones y volatilidad en los mercados. A lo anterior se le suma la percepción de que existe un reducido espacio de políticas para enfrentar la materialización de algunos de estos riesgos.

3. Perspectivas de la economía chilena

El crecimiento de Chile sigue siendo muy bajo, afectado por los bajos precios de productos primarios, la caída en la inversión minera, la maduración del *mini-boom* de la construcción en anticipo al alza del IVA, y el deterioro de la confianza de empresarios y consumidores. En tanto, las exportaciones se siguen contrayendo, la inflación cede en el margen y el mercado laboral presenta signos claros de desaceleración en el nivel y en la calidad del empleo, mientras la tasa de desempleo comienza a subir con fuerza.

En cuanto a la caída de la confianza de los consumidores y empresarios, el deterioro es persistente y completa dos años de disminuciones, lo cual limita aún más la capacidad de recuperación de la actividad, en medio de un acotado espacio fiscal

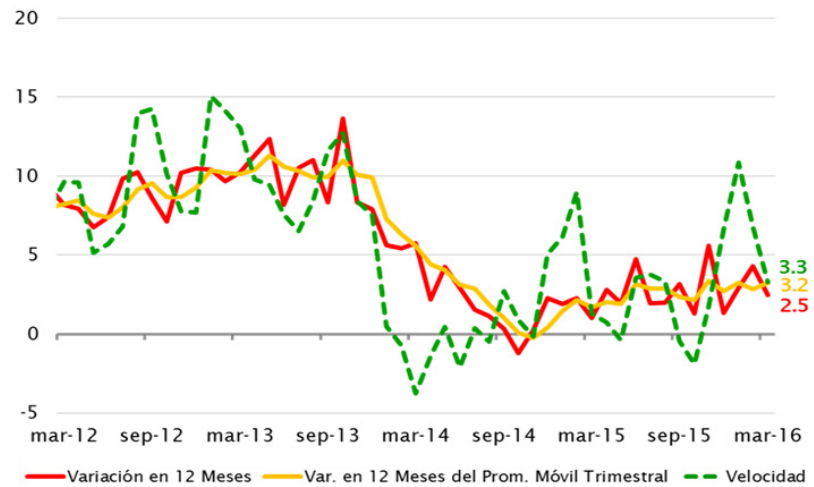
y monetario. Estos factores, junto a un escenario externo más adverso, no permiten vislumbrar un repunte en la actividad económica a corto plazo.

En el cuarto trimestre del año pasado la economía volvió a perder algo más de dinamismo, en medio de un bajo crecimiento de la demanda interna, producto de un modesto crecimiento del consumo privado y público, y de la contracción en la formación bruta de capital fijo. En lo más reciente, la economía no da señales de un

repunte significativo y presenta un crecimiento bajo, acorde con el crecimiento económico observado en los dos últimos años. Así, utilizando los IMACECs ajustados por estacionalidad y días trabajados, la economía creció 2,3 por ciento anual en Marzo y exhibe un crecimiento anual de 1,5 por ciento en el trimestre móvil terminado en Marzo.

Por su parte, las ventas minoristas reales ajustadas por estacionalidad aumentaron 2,5 por ciento anual en el trimestre Enero-Marzo (véase Gráfico 11). Por componentes, se aceleran las ventas reales de bienes durables, con un alza de 8,4 por ciento anual en el primer trimestre de este año, aumento no visto desde principios de 2014. Por su parte, las ventas de bienes no durables reducen su expansión, con un crecimiento de 2,4 por ciento anual en el mismo periodo, menor al crecimiento de 3,7 por ciento anual del trimestre Diciembre-Febrero. Por el lado de las importaciones de bienes de consumo ajustadas por estacionalidad, estas siguen cayendo al contraerse 6,6 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en Abril, acorde con la baja de las importaciones de bienes de consumo no durable de 6,1 por ciento anual, en el mismo periodo.

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



* Cifras ajustadas por estacionalidad.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el sector construcción, los indicadores sectoriales reflejan una desaceleración de la actividad en línea con el fin del *mini-boom* observado durante 2015, asociado al efecto del IVA en el anticipo de la actividad de la construcción.

En cuanto a la dinámica del producto en lo que va del año, la producción industrial ajustada por estacionalidad se mantiene débil. El sector Energía, Gas y Agua (EGA) se expande 2,7 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en Marzo, mientras la minería reduce su caída, con una baja del 3,9 por ciento anual en el mismo periodo. En tanto, el sector manufacturero se sigue contrayendo en el margen (véase Gráfico 12).

En materia de expectativas, el índice de confianza empresarial sigue en terreno pesimista en el mes de Abril, completando así más de dos años continuos en terreno negativo. A nivel sectorial destaca el mayor deterioro en el sector construcción, mientras las expectativas en el sector minero se recuperan, aunque continúan en terreno pesimista (véase Gráfico 13). Las expectativas de los consumidores, en tanto, alcanzan 34,6 puntos, cifra en línea con lo observado durante la crisis de 2009. Destaca la

percepción muy pesimista de la situación actual del país y la caída en las expectativas económicas a doce meses, lo cual indica la preocupación por la situación económica en corto y mediano plazo (véase Gráfico 14).

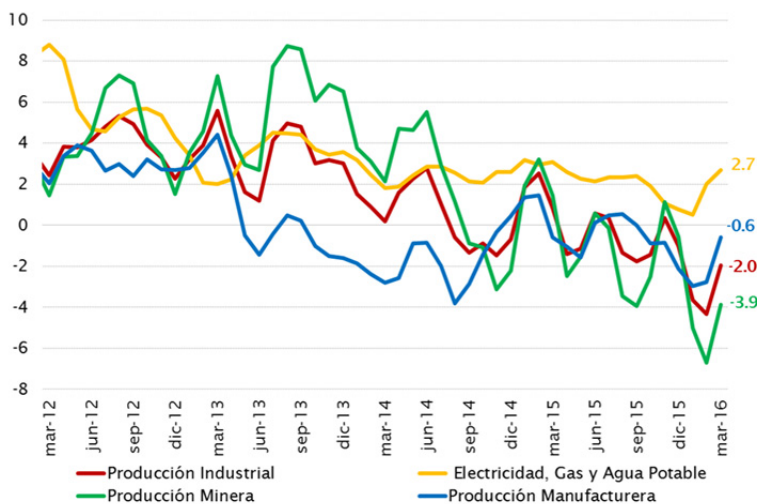
El Informe de Percepción de Negocios de este mes, publicado por el Banco Central de Chile, refleja el escenario de muy bajo crecimiento que perciben los empresarios, ya que estos esperan un 2016 similar a 2015. A nivel sectorial destaca la existencia de mayores holguras en el mercado laboral y la preocupación por los efectos de la reforma laboral. En el sector inmobiliario y construcción, en tanto, aumenta la preocupación por su desaceleración.

En el sector bancario el crecimiento de las colocaciones nominales totales disminuye y se ubica en 9,7 por ciento anual en el mes de Abril. Entre sus componentes, las colocaciones destinadas a las empresas (que incluyen las colocaciones comerciales y de comercio exterior) crecen 8,5 por ciento anual, mientras las colocaciones de consumo mantienen una expansión anual del 7,6 por ciento anual, similar al crecimiento de Marzo. En cuanto a las colocaciones de vivienda, estas se desaceleran con un crecimiento anual del 9,2 por ciento en términos reales. Las tasas de interés de colocaciones, por su parte, aumentan en el margen, pero se mantienen en niveles bajos en términos históricos.

Además, los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre de 2016, publicados

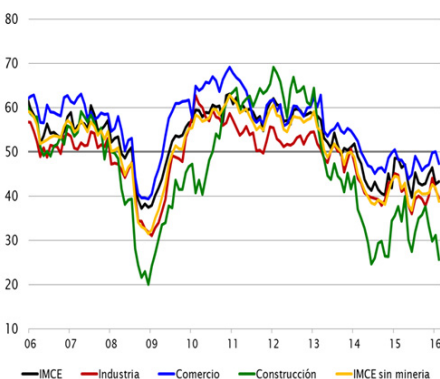
por el Banco Central de Chile, muestran que las condiciones de oferta mejoran respecto al trimestre anterior, excepto en los segmentos hipotecario e inmobiliario, aunque se mantienen las condiciones restrictivas. No obstante, las condiciones de demanda se deterioran respecto al trimestre anterior, excepto en el sector de la construcción, manteniéndose débiles en todos sus segmentos (véase Gráfico 15). Esto refleja que las presiones de desapalancamiento están en aumento, debido a

GRÁFICO 12: Producción por sector económico* (variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



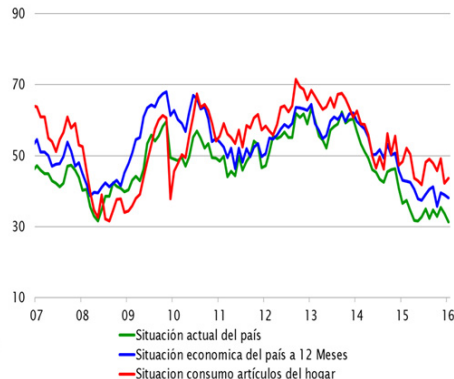
* Cifras ajustadas por estacionalidad. Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 13: Confianza empresarial-IMCE*



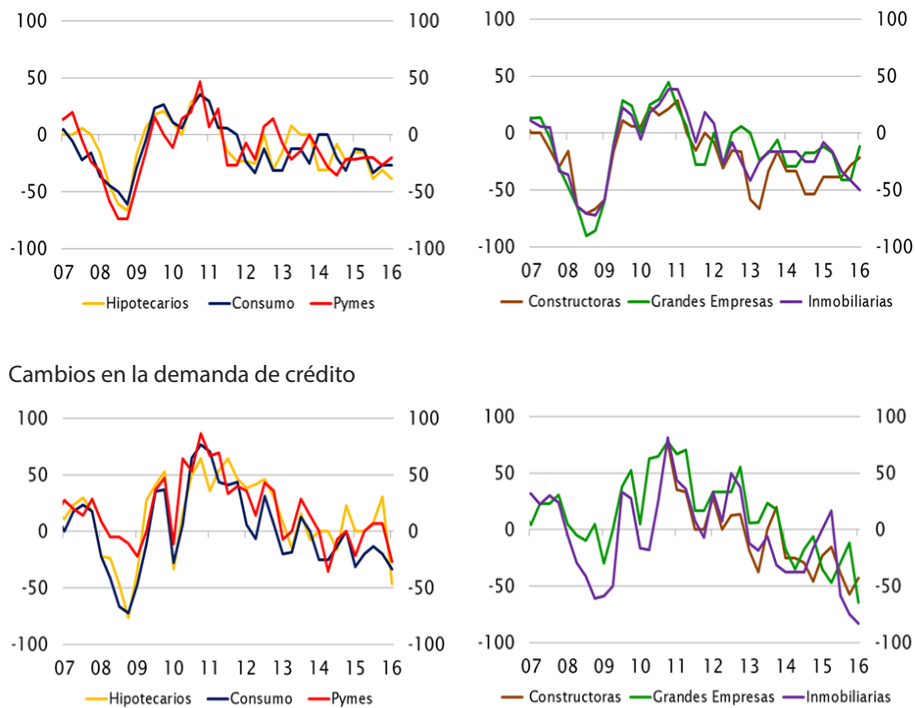
* Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Fuentes: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez y Adimark.

GRÁFICO 14: Sub-indicadores IPEC*



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

GRÁFICO 15: Cambios en la oferta de crédito



Fuente: Banco Central de Chile.

un período prolongado de bajo crecimiento y a la intensificación del deterioro del mercado laboral.

En cuanto a las finanzas públicas, el balance fiscal mejora con un mayor superávit fiscal de 0,5 por ciento del PIB en el primer trimestre de 2016, el que supera al balance fiscal de 0,1 por ciento del PIB alcanzado en el primer trimestre del 2015. Esta mejora en el balance fiscal se debe a un mayor crecimiento de los ingresos tributarios, asociado principalmente a la repatriación de capitales, y a una menor expansión del gasto, con un alza acotada de 2,3 por ciento anual. En la misma dirección, la inversión pública se expandió un 2,9 por ciento en términos reales en el primer trimestre de este año, situación que contrasta con el crecimiento de 23,4 por ciento anual de un año atrás.

En cuanto al comportamiento del comercio internacional, las exportaciones ajustadas por estacionalidad en dólares reducen su contracción, con

una caída del 10,4 por ciento en términos anuales para el periodo Febrero-Abril. Por destino, las exportaciones a los mercados de Asia y América (destino del 85 por ciento de las exportaciones chilenas) caen 11,4 y 11,7 por ciento anual, respectivamente, durante el primer trimestre de este año.

En cuanto a las importaciones ajustadas por estacionalidad, estas caen 8,4 por ciento anual en el mismo periodo. Esta variable aminora su caída debido al mejor comportamiento de las importaciones de bienes de capital ajustadas por estacionalidad, las cuales se expanden 8,8 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en Abril. Para el resto categorías, esto es, las de bienes de consumo y bienes intermedios, las importaciones se contraen.

Frente a la evolución del tipo de cambio, el peso chileno se ha fortalecido en el margen, apreciándose 4,9 por ciento respecto al inicio del año, lo que es un fenómeno común con otros países emergentes. Esto está principalmente asociado a la debilidad de la divisa norteamericana en los mercados internacionales y al mayor precio del cobre, respecto al precio observado a principios del año.

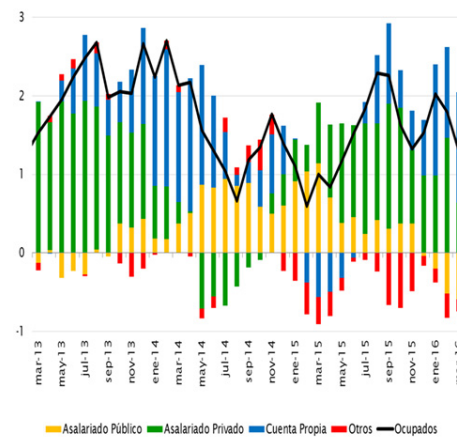
Por su parte, las cifras del mercado laboral del INE muestran un deterioro en el mercado laboral, tanto en el nivel de empleo como en la calidad del mismo (véase Gráfico 16). La tasa de desempleo se ubica en 6,3 por ciento en el trimestre Enero-Marzo, con un alza de cuatro décimas respecto al trimestre anterior, mientras el empleo y la fuerza de trabajo crecen 1,3 y 1,4 por ciento anual, respectivamente. La creación de empleo anual alcanza 104.026 per-

sonas, de los cuales 4.147 personas son asalariados (*i.e.* un alza de 0,1 por ciento anual), cayendo así la creación de empleo asalariado a mínimos no observados desde 2010. En contraste, la creación de empleo por cuenta propia suma 112.400 personas en el mismo periodo (*i.e.* un aumento de 7,3 por ciento anual), siendo este un tipo de empleo de menor calidad, donde los ingresos mensuales son inferiores al empleo asalariado, existe un limitado acceso a beneficios y a seguridad social, y el trabajo es típicamente parcial (véase Gráfico 17). Asimismo, el promedio de horas trabajadas mantiene su tendencia a la baja, mientras que las vacantes siguen cayendo.

Por sectores, el manufacturero y el minero destruyen empleos, y los sectores de la construcción y comercio crean empleos. En tanto, la masa salarial se sigue desacelerando, con un alza acotada de 2,2 por ciento anual al mes de Marzo, en línea con remuneraciones reales más bajas, las cuales completan cuatro meses con crecimientos anuales inferiores a 1 por ciento, y con un menor crecimiento del empleo. El deterioro del mercado laboral también se ve reflejado en los resultados de la Encuesta de Ocupación y Desocupación en el Gran Santiago presentados en Marzo, y que muestran una tasa de desempleo que alcanzó 9,4 por ciento en dicho mes, en medio de una caída del empleo del 3,2 por ciento por ciento anual.

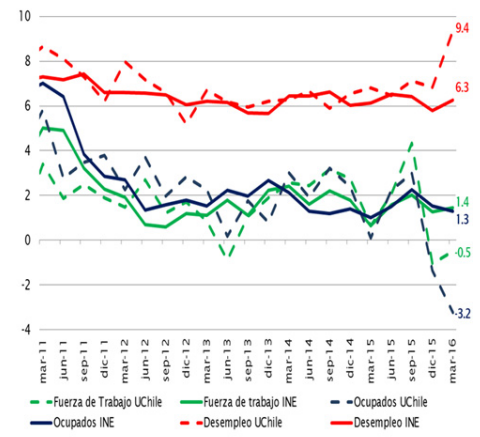
En materia de precios, el IPC de Abril creció 0,3 por ciento mensual, en línea con las expectativas, acumulando así un incremento de 1,5 por ciento en lo que va del año y llevando a la inflación a 4,2 por

GRÁFICO 16: Incidencias ocupados por categorías



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Universidad de Chile.

GRÁFICO 17: Indicadores mercado laboral (variación anual, porcentaje)



ciento anual (véase Gráfico 18). Las principales incidencias mensuales se dieron en gasolina, arriendo y electricidad. La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía (IPCSEA), fue de 0,3 por ciento mensual, llegando a 4,6 por ciento anual. La inflación de los bienes transables y no transables, por su parte, se ubica en 3,8 y 4,7 por ciento en términos anuales, respectivamente (véase Gráfico 19). La inflación anual completa tres meses de persistente disminución, acorde con una apreciación del tipo de cambio que ha causado una menor inflación en bienes transables. En este contexto, las expectativas de inflación para Diciembre de este año se han corregido a la baja en el margen y permanecen ancladas a 3 por ciento en el horizonte de política.

En cuanto a la política monetaria, la combinación de perspectivas de una convergencia más rápida de la inflación a la meta, expectativas de inflación a la baja, apreciación del peso, crecimiento debajo del potencial, y un importante y generalizado deterioro del mercado laboral, hacen poco probable nuevas alzas de tasas en el corto plazo.

En cuanto a proyecciones, se espera que el consumo privado no repunte y se mantenga débil,

GRÁFICO 18: IPC (variación anual, porcentaje)

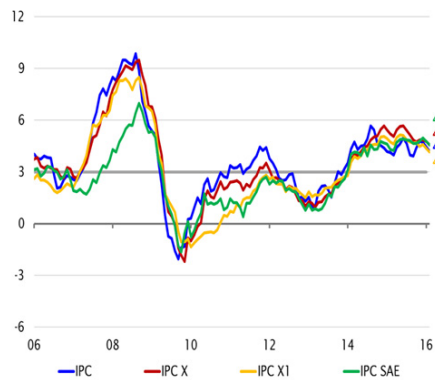
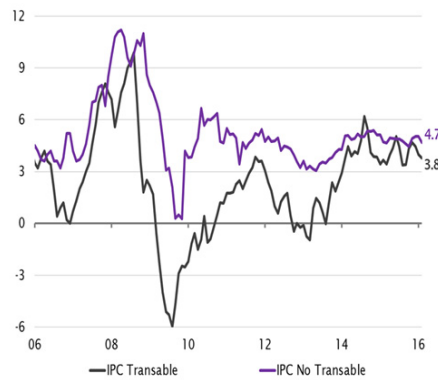


GRÁFICO 19: IPC de bienes transables y no transables (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA 2: Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje)

	2012	2013	2014	2015	2016				2017			
					BC	LACF	JPM	EEE	BC	LACF	JPM	EEE
PIB	5.5	4.0	1.9	2.1	1.25 - 2.25	1.8 (1.1; 2.3)	1.8	1.7 (1.5; 2.1)	2.0 - 3.0	2.5 (1.8; 3.0)	2.3	2.4 (2.0; 2.8)
Demanda Interna	7.3	3.6	-0.3	1.8	1.5	-	-	-	2.6	-	-	-
Con. privado	5.7	5.2	2.8	2.2	1.8 ¹	1.7	-	-	2.7 ¹	2.3	-	-
Inversión total	11.6	2.2	-4.2	-1.5	0.5	1.0	-	-	1.0	2.0	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	0.6	-0.6	-1.6	-1.3	-	-3.1	-	-	-	-2.7	-	-
Tipo Cambio (fin período)	478.6	523.8	606.9	708.6	-	691.3 ²	-	690 ³	-	694.9 [*]	-	695 ^{**}
Inflación (dic-dic)	1.5	3.0	4.6	4.4	3.6	3.5 (3.2; 3.9)	3.6	3.5 (3.2; 3.9)	3.0	3.0 (2.5; 3.5)	3.3	3.0 (3.0; 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	-2.5	-1.8	-	-	-2.0	-1.8	-	-

(1) Se refiere al consumo total. (2) Corresponde a Julio 2016. (3) Corresponde al tipo de cambio dentro de 11 meses. * Corresponde a Abril 2017. ** Corresponde al tipo de cambio dentro de 23 meses.

Fuentes: BC: IPoM de Marzo 2016; LACF: Latin American Consensus Forecasts de Abril 2016, rango en paréntesis; JPM: JP Morgan de Mayo 2016); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCCh de Mayo, 2016, deciles 1 y 9 en paréntesis.

dinamismo de la inversión minera, limitará su expansión a lo largo del año. Las exportaciones, por su parte, seguirán débiles debido al menor crecimiento mundial, bajos precios de commodities y apreciación del tipo de cambio real.

En resumen, con un escenario externo menos favorable, el fin del *mini-boom* inmobiliario, y políticas monetaria y fiscal menos expansivas, las perspectivas de crecimiento no son favorables. Esto obliga a buscar otros impulsos, los que se debieran enfocar en mejorar las alicaídas expectativas y en destrabar inversiones, especialmente en infraestructura. El tema del crecimiento y la productividad hoy está en la agenda el gobierno, gracias a la Comisión de Productividad y a la Confederación de la Producción y el Comercio, lo que es una gran oportunidad para mejorar expectativas, dado que el tema de la productividad une bajo un propósito común.

mientras las expectativas se mantengan deprimidas y el mercado laboral se siga deteriorando. En tanto, la inversión seguirá afectada por el débil ciclo económico, expectativas negativas por parte de los empresarios y la persistente incertidumbre asociada a las reformas impulsadas por el ejecutivo. A nivel sectorial, la menor expansión de la inversión pública e inmobiliaria, sumado al bajo

Mi escenario central para 2016 es un crecimiento del PIB en el rango 1 a 2 por ciento y una inflación anual entre 3,0 y 3,5 por ciento. Para el próximo año, el crecimiento proyectado debiera estar entre 1,5 y 2,5 por ciento y la inflación en torno a 3 por ciento. En la Tabla 2 se presentan las distintas proyecciones de las principales variables macroeconómicas para 2016 y 2017. **PdR**