

# Puntos de Referencia

Edición online  
N° 450, enero 2017

## El momento económico internacional y nacional Enero 2017

**Vittorio Corbo**

### Resumen

**E**n el segundo semestre la economía mundial ha reforzado su crecimiento, producto principalmente de un repunte en el crecimiento de los países avanzados, y de mejores cifras en China.

La dinámica reciente se basa en políticas monetarias expansivas, menor freno fiscal, mejoras cifras en el mercado laboral, y alza en las expectativas de los agentes económicos. En Estados Unidos destaca el crecimiento sobre su potencial, inflación al alza, bajo desempleo y cifras positivas en los mercados de vivienda y acciones. En la Zona Euro y Japón, condiciones financieras internas más auspiciosas, efectos del proceso de ajuste en sus economías, depreciación real de sus monedas y políticas fiscales más expansivas, sostienen las tasas de crecimiento recientes en medio de un bajo nivel de inflación.

Por su parte, China, a pesar de su crecimiento entre el 6,5 y el 7 por ciento, se enfrenta a presiones sobre su moneda, salidas de capitales y pérdida de reservas, en medio de mayor incertidumbre sobre la política comercial de la administración Trump. En tanto, los principales países emergentes (Brasil, Rusia, Nigeria) comienzan a salir paulatinamente de sus respectivas recesiones.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento para este año, se espera un crecimiento mundial en torno al 3,5 por ciento, superior al 3 por ciento estimado para 2016.

En el frente interno, el débil crecimiento se acentúa, especialmente en los últimos meses, con un menor dinamismo sectorial y ajustes en el mercado inmobiliario y minero. Por su parte, la inversión sigue cayendo y el consumo se fortalece, en medio de una mejora de la confianza de los consumidores, pese a que todavía se mantiene en terreno negativo. En tanto, las exportaciones e importaciones aminoran su contracción en 2016.

Por otro lado, el mercado laboral permanece débil, a pesar de la baja en el desempleo, producto del alza en empleos de baja calidad (empleo por cuenta por propia y a tiempo parcial). Por su parte, las colocaciones reales se desaceleran, principalmente aquellas relacionadas con empresas y de vivienda, mientras que las tasas de intereses se mantienen bajas.

La inflación anual se ubicó por debajo de la meta del Banco Central, mientras las expectativas del mercado apuntan a un mayor estímulo monetario durante 2017, en medio de una ampliación de brechas de capacidad.

Por último, las proyecciones de Chile para este año arrojan un crecimiento en la parte baja del rango de 1,5 a 2,5 por ciento y una inflación anual bajo el 3 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

Desde nuestra última reunión en el CEP, en noviembre del año pasado, las cifras de actividad señalan una mayor fortaleza de la economía de Estados Unidos (EE.UU.), un alza en el crecimiento de la Zona Euro (ZE), y un crecimiento de la economía China acorde con la meta de sus autoridades. Esta dinámica se apoya en políticas monetarias y fiscales más expansivas, así como en mejores expectativas, en un entorno de aumento de la inflación anual.

En EE.UU., cifras recientes muestran que la actividad crece sobre el potencial, con pleno empleo, salarios al alza e inflación en aumento. Bajo este escenario, la Reserva Federal (FED) decidió subir la tasa 25 puntos base en diciembre y anticipa que, en el es-

---

A pesar de las mejores cifras económicas, en el 2017 los países emergentes enfrentarán [...] un mayor riesgo de aumento del proteccionismo.

---

cenario más probable, la tasa subiría otros 75 puntos base el año 2017. Este escenario no considera cambios en la política fiscal. En cuanto a los efectos macro del nuevo gobierno, solo se conocen sus lineamientos básicos. Por el lado positivo, se destacan eventuales rebajas de impuestos, más gasto en infraestructura y una mayor desregulación, todo lo cual tendrá que negociarse con el Congreso. Por el lado negativo, se encuentran los riesgos de un mayor proteccionismo y mayores riesgos políticos, con posibles efectos de mediano plazo. En tanto, el anticipo de una política fiscal más expansiva ha elevado las expectativas de inflación y los riesgos de aumentos sucesivos de la tasa de política, lo cual ha gatillado alzas de las tasas largas, movimientos

de capitales hacia los EE.UU., y una apreciación internacional del dólar.

En la ZE y Japón, las cifras muestran un crecimiento que se fortalece, apoyado por los efectos de las políticas expansivas de sus bancos centrales, la depreciación del euro y del yen, y un menor freno fiscal; en medio de niveles de inflación aún lejos de la meta establecida por parte de las autoridades monetarias.

Los países emergentes, en tanto, se benefician de un crecimiento sostenido de las economías avanzadas y del ajuste al alza de los precios de los *commodities*, empujados por las mejores cifras de actividad y el aumento del precio del petróleo.

En China, el crecimiento avanza apoyado por políticas crediticias y fiscales expansivas. Sin embargo, siguen preocupando la presión sobre su moneda, las salidas de capitales y la pérdida de reservas, a lo que se une la amenaza de sanciones de la administración Trump. También, destaca el fin de la contracción en Brasil, Rusia y Nigeria.

A pesar de las mejores cifras económicas, en el 2017 los países emergentes enfrentarán la combinación del alza de tasas, salidas de capitales, apreciación del dólar, y un mayor riesgo de aumento del proteccionismo, lo cual tendrá impactos tanto en las condiciones de financiamiento externas, como en una mayor presión para el cumplimiento de las obligaciones de deuda externa.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento mundial, se espera para este año un crecimiento en torno a 3,5 por ciento, superior al estimado para el 2016.

En el caso de la economía chilena, la actividad habría crecido en torno al 1,5 por ciento el 2016, inferior al crecimiento de 2015. En tanto, durante el tercer trimestre, la actividad creció sólo un 1,6 por ciento anual y un 2,5 por ciento anualizado, con una expansión acotada del consumo y una caída de

la inversión, en el margen. Así, a pesar de un mayor dinamismo de las ventas al detalle, la producción industrial se reduce en medio de una contracción de la construcción y la producción minera, al mismo tiempo que las exportaciones repuntan y las importaciones crecen en el margen.

Adicionalmente, la inflación del IPC se mantiene en el rango inferior del rango de tolerancia del Banco Central. En el mercado laboral continúa el bajo nivel de desempleo, en medio de una caída de la calidad del empleo. Con todo, las expectativas de los agentes económicos mejoran, especialmente las expectativas de los consumidores, pero aún se mantienen en terreno pesimista, tal como las expectativas de los empresarios. Por su parte, las colocaciones de crédito se siguen desacelerando.

Las proyecciones del desempeño económico de Chile para este año arrojan un crecimiento en la parte baja del rango de 1,5 a 2,5 por ciento, y una inflación anual bajo el 3 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 Mundial

Después de un primer semestre más débil de lo esperado, la actividad mundial sorprendió con un importante repunte en el segundo semestre. El crecimiento está siendo impulsado por el dinamismo de los países avanzados, el fortalecimiento de China y el repunte en las tasas de crecimiento de los países emergentes, gracias a que las recesiones de Brasil, Nigeria y Rusia –tres países grandes en el grupo de los emergentes– han aminorado su intensidad.

El dinamismo de los países avanzados se explica por políticas monetarias que siguen siendo ex-

pansivas, políticas fiscales que se han tornado más expansivas en el margen, mejoras en los mercados laborales, y mejores expectativas de empresarios y consumidores. Indicadores anticipados, como son los PMIs, anticipan que las recuperaciones de los países avanzados y de China se han estado fortaleciendo (véase Gráfico 1).

En paralelo, la recuperación del precio de petróleo ha llevado a un alza en la inflación anual efectiva, mientras que las alzas en las inflaciones subyacentes han sido más tenues (véase Gráfico 2).

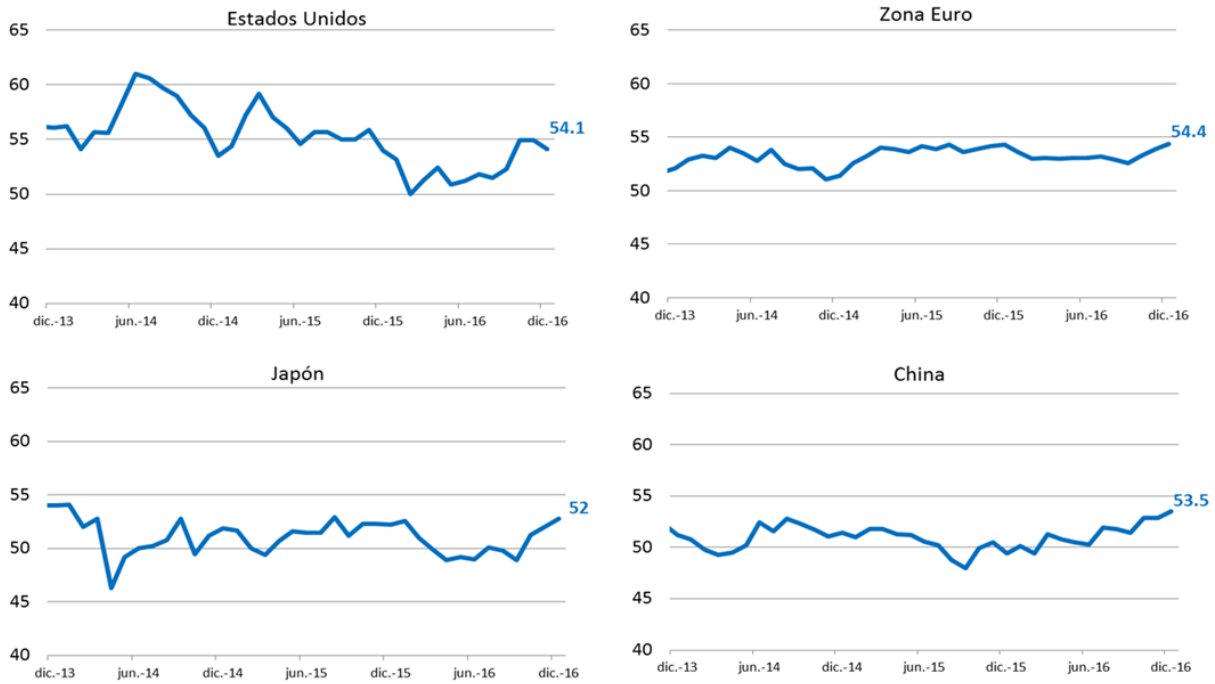
---

Las proyecciones del desempeño económico de Chile para este año arrojan un crecimiento en la parte baja del rango de 1,5 a 2,5 por ciento, y una inflación anual bajo el 3 por ciento.

---

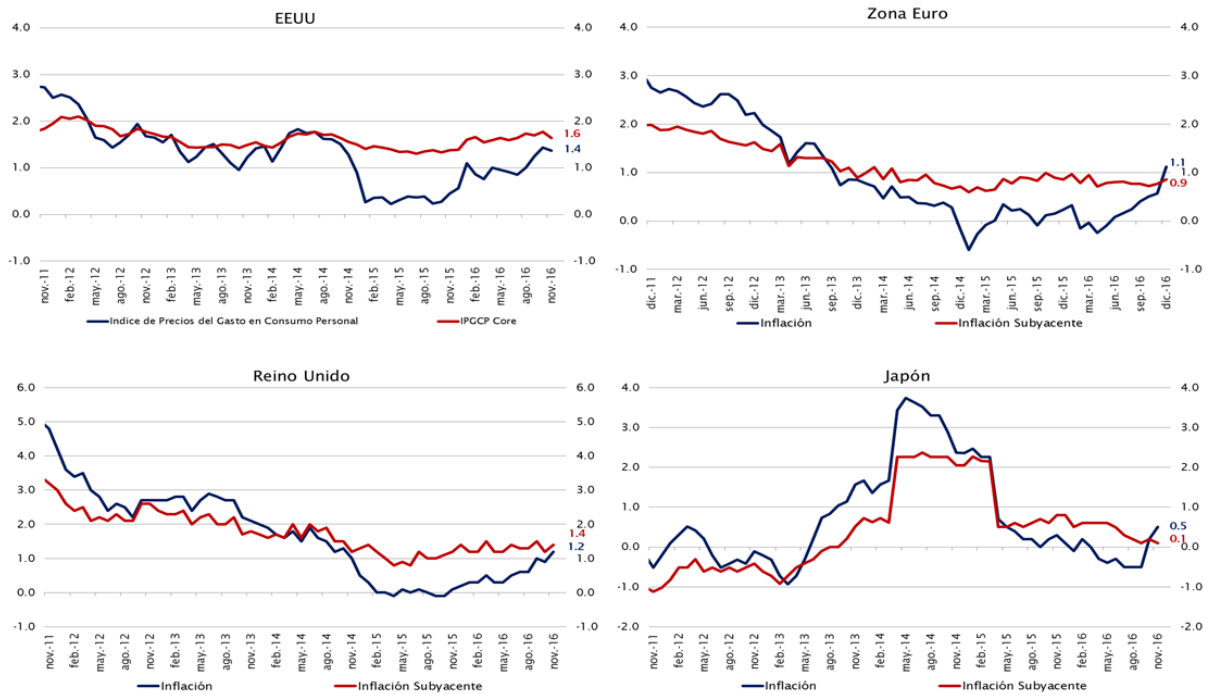
Entre los países avanzados destaca el mayor dinamismo que ha estado mostrando EE.UU. En ese país las brechas de producto son muy estrechas, el crecimiento del producto se ubica sobre el del producto potencial, el mercado laboral está prácticamente en pleno empleo, los salarios toman más dinamismo, y la inflación subyacente que utiliza la FED para orientar su política monetaria –el deflactor del gasto en consumo de los hogares– ha ido en aumento, y se proyecta que transitará hacia el 2 por ciento anual –la meta de la FED– a medida que el dinamismo siga su curso. En estas circunstancias, la FED decidió subir la tasa 25 puntos base hasta el 0,75 por ciento y anticipa que, en el escenario más probable, la tasa subiría otros 75 puntos este año. Este escenario no considera cambios posibles en la política fiscal que introduciría la nueva administración.

**GRAFICO 1: PMI Compuesto (pivote = 50)**



Fuente: Bloomberg 12 de enero del 2017.

**GRAFICO 2: Inflación (variación anual, porcentaje)**



Fuente: Bloomberg 12 de enero del 2017.

El dinamismo de la economía de EE.UU. es el resultado del efecto combinado de una política monetaria que se mantiene acomodaticia, una política fiscal más expansiva en el margen, el efecto del aumento en los precios de las viviendas y de las acciones en la riqueza de los hogares, la mejora significativa del mercado laboral tanto por la caída en la tasa de desempleo como por el aumento en los salarios, y la mejora en la confianza de los consumidores y los empresarios (véase Gráfico 3). El viento en contra del alza en los precios de los combustibles de los últimos meses no ha sido suficiente para detener este mayor dinamismo.

Los efectos macro del gobierno de Trump en la economía de los EE.UU. son difíciles de calibrar porque hasta ahora se conocen sus esbozos solamente. Con todo, se espera que los efectos netos en la demanda agregada sean positivos como resultado de las bajas de impuestos a empresas y personas y, en bastante menor medida, por un impulso al gasto en defensa e infraestructura. Pero igual hay que tener presente que este programa tiene que negociarse con el Congreso, dominado por el Partido Republicano que habitualmente ha sido reactivo a los altos déficits fiscales y al crecimiento de la deuda pública. Las promesas de Trump de simplificar la sobre-regulación eventualmente podrían mejorar la eficiencia y promover la inversión, incidiendo sobre el crecimiento potencial en el mediano plazo.

En contraste, las actitudes muy proteccionistas y aislacionistas de la nueva administración pueden terminar teniendo efectos negativos en el crecimiento mundial, en el comercio mundial y en el orden político internacional.

Pareciera que el mercado sobrevalora la parte positiva, asociada a los aumentos esperados en la demanda agregada, y descuenta la parte negativa, asociada a un eventual aumento del proteccionismo, las tensiones en el intercambio con China y un orden político internacional más frágil.

El curso que ha tomado la expansión económica, los aumentos de tasas anunciados por la FED y el anticipo de una política fiscal más expansiva, contribuye a un aumento de las expectativas de inflación y de las tasas largas en EE.UU. Al mismo tiempo, aumentan los riesgos de que las alzas de tasas de políticas vayan más allá de lo considerado en el escenario base de la FED. Esto, a su vez, aumenta la entrada de capitales a EE.UU., y lleva a una apreciación internacional del dólar.

De otra parte, la ZE y, con mayor fuerza Japón, se benefician de condiciones financieras internas muy favorables, de la maduración de los procesos de ajuste de sus economías, políticas fiscales más expansivas, y de una depreciación real de sus monedas. Estas últimas son la contraparte de la apreciación del dólar (véase Gráfico 4).

---

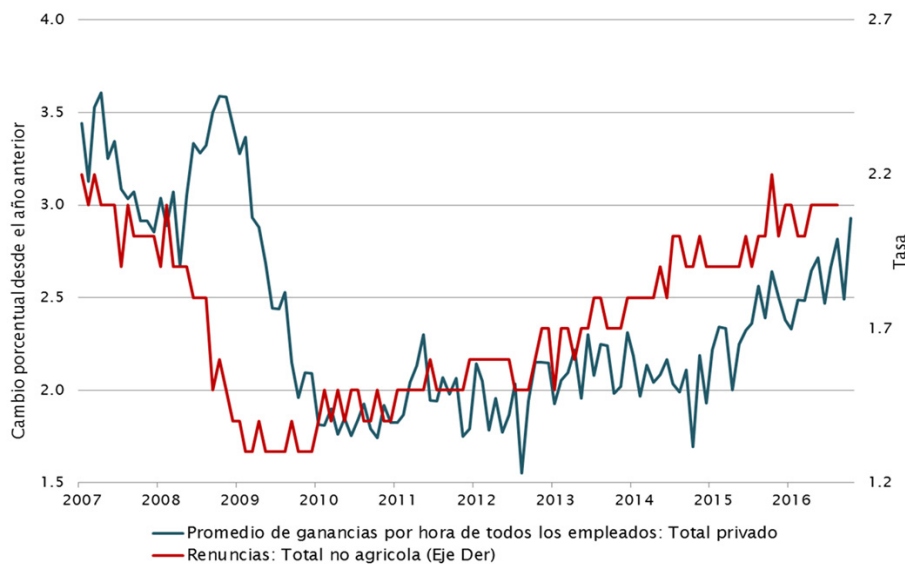
Los efectos macro del gobierno de Trump en la economía de los EE.UU. son difíciles de calibrar porque hasta ahora se conocen sus esbozos solamente.

---

En la ZE destacan, también, el mayor dinamismo que ha tomado la economía alemana, las altas tasas de crecimiento que ha mantenido España, y el avance de Italia en comenzar a resolver el problema de su banca.

En los países emergentes destacan el fortalecimiento del crecimiento de China, apoyado por políticas crediticias y fiscales expansivas, y el fin de la contracción en países grandes (Brasil, Rusia, Nigeria). Sin embargo, China sigue preocupando por la presión sobre su moneda, las salidas de capitales y la pérdida de reservas, a lo que se suma la amenaza de sanciones de la administración Trump.

GRAFICO 3: Mercado Laboral en Estados Unidos



Fuente: FRED.

GRAFICO 4: Dólar Multilateral (Índice 01-01-15 = 100)



Fuente: Bloomberg 12 de enero del 2017.

Por su parte, los precios del cobre y de los metales, en general, se benefician de las mejores cifras de actividad global y de China. En particular, el precio del petróleo se beneficia de lo anterior y del acuerdo en la OPEP para controlar la oferta. Estas alzas en el precio de los bienes primarios mejoran los términos de intercambios de los países emergentes exportadores de este tipo de bienes. (Véase Gráficos 5 al 9).

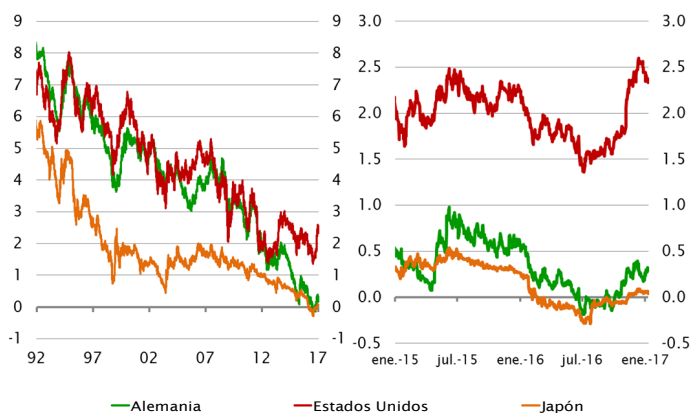
los países emergentes; (2) Una eventual guerra comercial entre los EE.UU. y China; (3) Dificultades en el sector financiero y/o inmobiliario de China; (4) Triunfo de gobiernos populistas antiglobalización en países de la ZE (Holanda, Francia, e Italia); y (5) Ataques terroristas de gran envergadura en Europa o EE.UU., o una profundización de la crisis migratoria en Europa.

En 2017, el crecimiento mundial debiera tomar más dinamismo, gracias a un mejor desempeño de EE.UU. y Japón, y al inicio de la recuperación de los países emergentes que se están recuperando de sus recesiones. Esto, no obstante que se espera una leve desaceleración de China. Las últimas proyecciones apuntan a un crecimiento mundial que subiría del 3 por ciento que habría alcanzado el 2016 –el año de menor crecimiento de esta década– a un 3,5 por ciento el 2017, una tasa en torno al crecimiento potencial mundial (véase Gráficos 10 y 11).

Con todo, la combinación de alza de tasas, movimientos de capitales hacia EE.UU., apreciación del dólar y el riesgo de un aumento del proteccionismo, son malas noticias para los países emergentes como un todo.

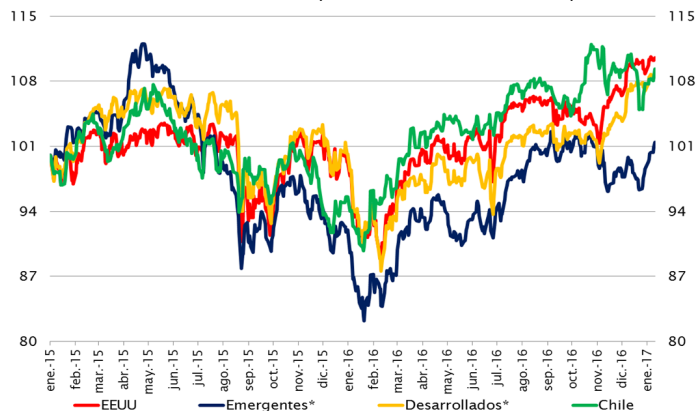
Además, persisten importantes riesgos en lo económico y político: (1) Un alza de tasas de la FED más pronunciada de lo anticipado con efectos en el dólar, los flujos de capitales y el desempeño económico de

**GRAFICO 5:** Rendimientos de bonos de gobiernos a 10 años (porcentaje)



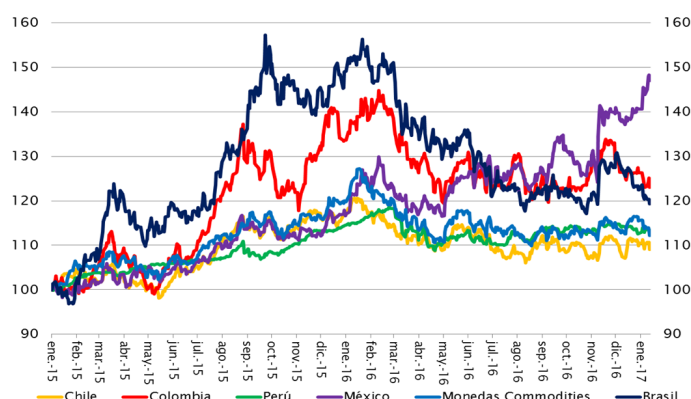
Fuente: Bloomberg 12 de enero del 2017.

**GRAFICO 6:** Mercados bursátiles (Índice 1 enero 2015=100)



Fuente: Bloomberg 12 de enero del 2017.\*Corresponden a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

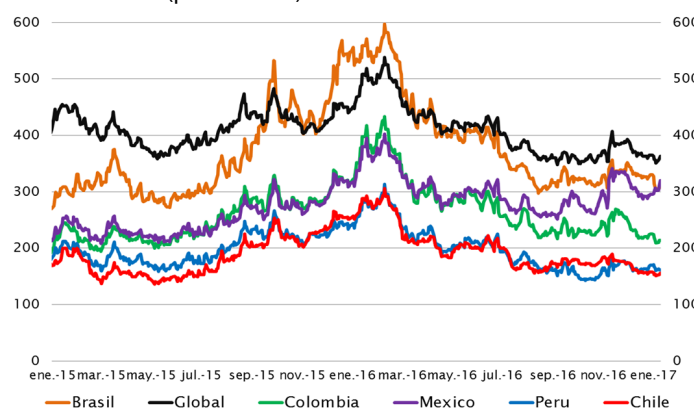
**GRAFICO 8:** Tipo de Cambio respecto al dólar\* (Índice 01-01-15 = 100)



Fuente: Bloomberg 12 de enero del 2017.

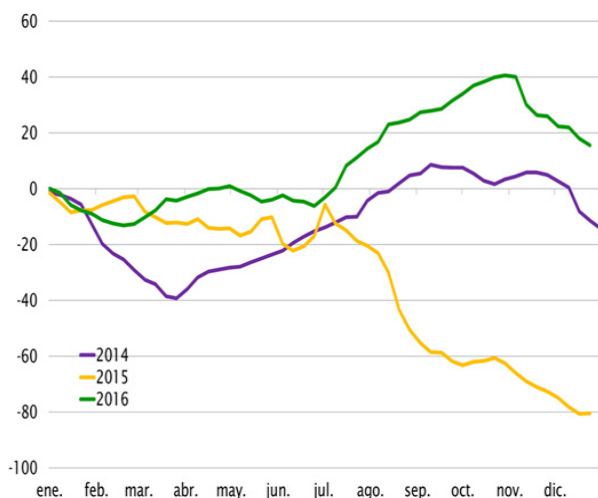
\* Monedas commodities incluyen a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica, y se construye en base a los ponderadores del WEO Octubre 2016.

**GRAFICO 9:** EMBI (puntos base)



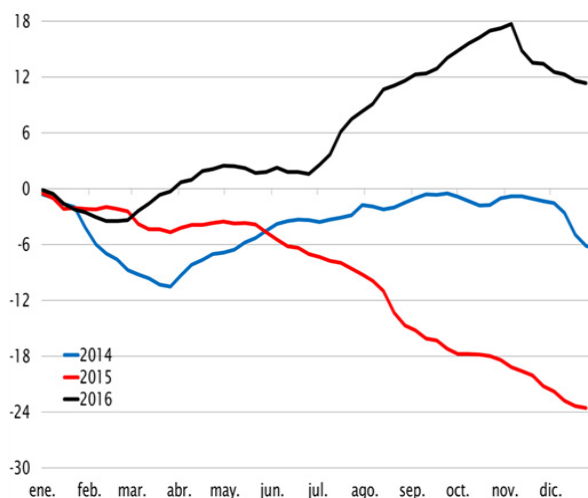
Fuente: Bloomberg 12 de enero del 2017.

**GRAFICO 7** Flujos de capitales acumulados a economías emergentes (miles de millones de USD)

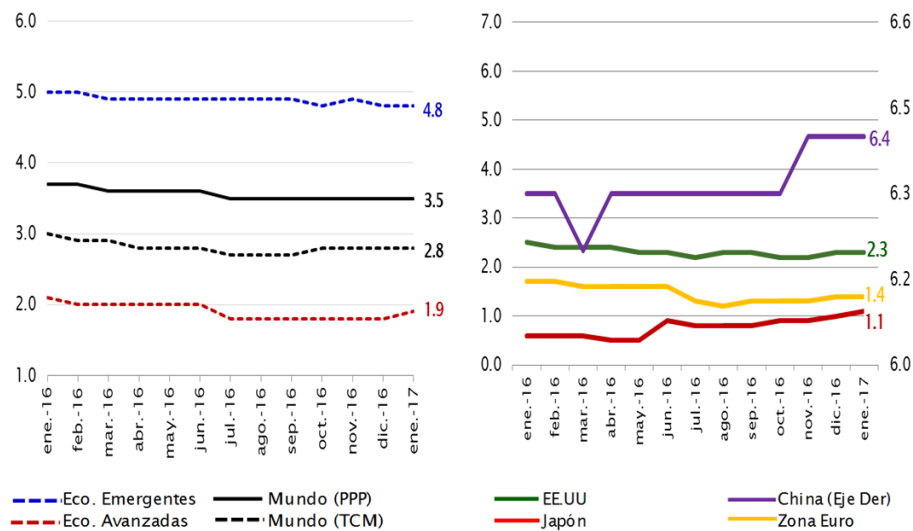


Fuente: EPFR.

Flujos de capitales acumulados a América Latina (miles de millones de USD)

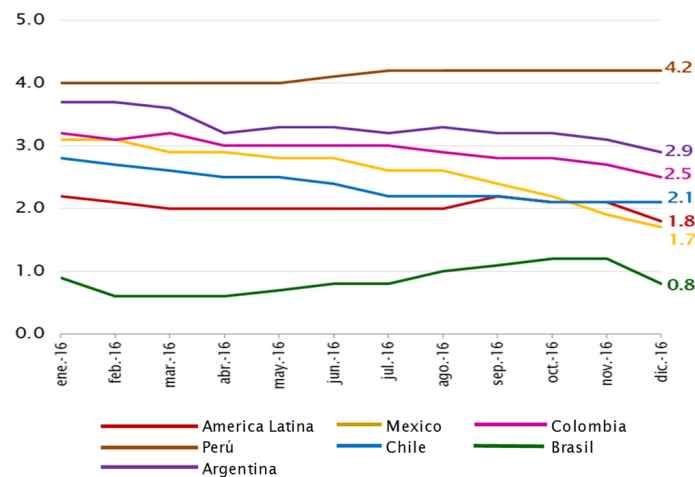


**GRÁFICO 10:** Perspectivas de crecimiento económico para 2017 (variación porcentual del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

**GRÁFICO 11:** Perspectivas de crecimiento económico para 2017 (variación porcentual del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

### 3. Perspectivas de la Economía Chilena

Durante 2016 la economía chilena habría crecido algo menos del 1,4 por ciento, completando tres años con un crecimiento en torno al 2 por ciento. El bajo dinamismo obedece al efecto combinado de un shock externo que ya se arrastra por algunos años –caída del precio del cobre, cambio en

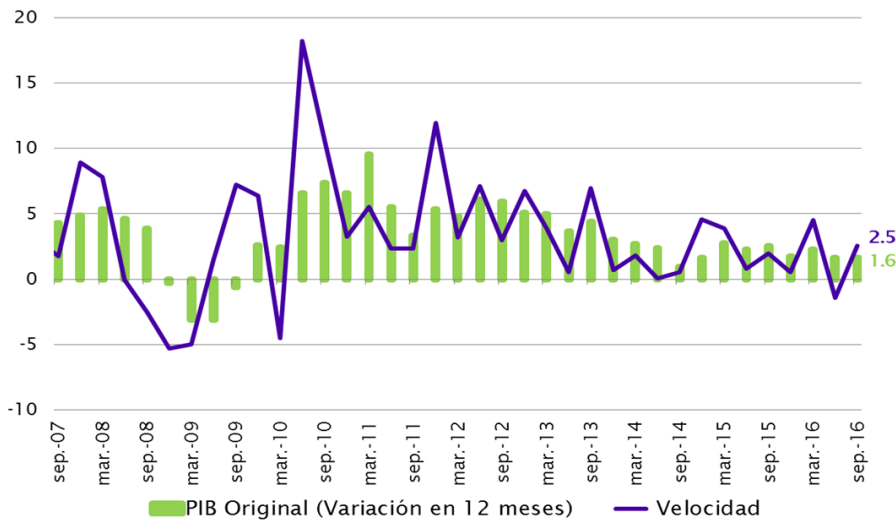
la composición y desaceleración del crecimiento de China, y peores desempeños de la economía mundial y de América Latina– y de un shock interno cuyos efectos se hacen sentir con más fuerza en el último tiempo –foco y calidad del diseño de las reformas impulsadas por el Ejecutivo, y sus efectos en la incertidumbre, las expectativas, la inversión y el empleo.

En el tercer trimestre, la economía creció sólo un 1,6 por ciento anual (véase Gráfico 12). Por el lado de la demanda, el dinamismo estuvo impulsado principalmente por el crecimiento del consumo privado y público en 2 y 6,9 por ciento anual, respectivamente, mientras la inversión se contrajo 1,2 por ciento anual en el mismo periodo (véase Gráfico 13). En tanto, las exportaciones crecieron en el margen en el mismo lapso. En términos anualizados, el PIB creció un 2,5 por ciento en el tercer trimestre, después de haberse contraído un 1,4 por ciento en el segundo. En todo caso, ajustado por estacionalidad y días trabajados, el PIB del tercer trimestre está sólo 1,4 puntos porcentuales por encima del PIB del cuarto trimestre del año pasado.

La inversión se mantiene débil, afectada por el fin del ciclo minero y, recientemente, del fin del mini boom del sector inmobiliario, además de la baja confianza empresarial. El consumo privado, en tanto, se ha fortalecido durante los últimos meses, en medio de un alza marginal de la masa salarial real, una caída de la tasa de desempleo –aunque la calidad del empleo sigue siendo un problema– y una incipiente mejora de las expectativas por parte de los consumidores, las cuales sin embargo, se mantienen en terreno pesimista.

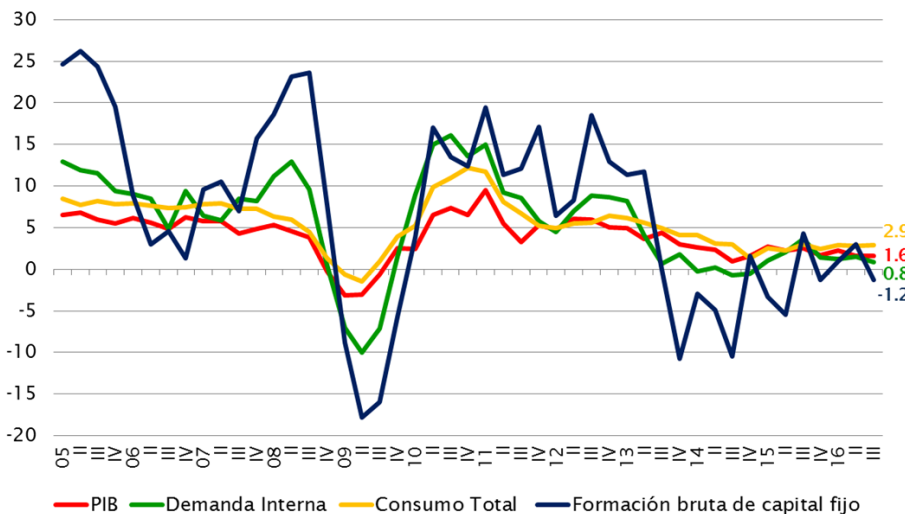


GRÁFICO 12: PIB trimestral (porcentual)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 13: Demanda interna final y PIB (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En lo más reciente, la actividad ha seguido perdiendo dinamismo. El IMACEC de octubre cayó un 0,4 por ciento anual y el de noviembre creció apenas un 0,8 por ciento anual (véase Gráfico 14). Así, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados creció sólo 1,1 por ciento anual en el trimestre terminado en noviembre, y el promedio móvil de septiembre-noviembre cayó 1,4 por ciento anualizado comparado con el trimestre móvil anterior. De hecho, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados de noviembre está un 0,3 por ciento por debajo del comparable de diciembre 2015. La pérdida de dinamismo de la actividad se extiende también al sector no minero.

Por su parte, las cifras sectoriales ajustadas por estacionalidad reflejan la desaceleración de la actividad en los últimos meses, con un sector industrial débil, el cual se contrajo 2,8 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en noviembre, mientras la producción manufacturera y minera caen en 2,2 y 4,3 por ciento anual

en el mismo periodo. En el sector de la construcción, las cifras recientes reflejan una contracción, con un IMACON que cae 3,9 por ciento anual al mes de noviembre, el peor registro desde el año 2009.

Las ventas al detalle en términos reales, ajustadas por estacionalidad, se recuperaron en noviembre, lideradas por las ventas de bienes durables (véase Gráfico 15), las cuales se expandieron un 11,9 por

En el frente externo, las exportaciones acumuladas en dólares caen por el menor dinamismo de los sectores minero e industrial, a pesar de un mejor desempeño durante el segundo semestre del año, mientras que las exportaciones agropecuarias toman más dinamismo.

Con respecto a la inflación anual, ésta ha seguido bajando y en diciembre se ubicó por debajo de la meta del Banco Central de Chile.

ciento anual en el trimestre móvil terminado en noviembre, siendo ésta la mayor expansión a lo largo del año. Esta expansión no se condice con el lento crecimiento de la masa salarial real asalariada ni con las deterioradas expectativas de los consumidores. Pero sí con las mejoras expectativas de compras de durables y la libertad cambiaria de Argentina, que ha aumentado en forma significativa las compras de los turistas trasandinos.

Al término del 2016, las expectativas de los empresarios se mantuvieron en terreno pesimista y en niveles similares a los vistos hace un año atrás, a pesar de la leve mejoría en los últimos meses. Por su parte, las expectativas de los consumidores también se mantienen en terreno pesimista, pero mejoraron en los últimos meses, principalmente en la percepción sobre la situación de consumo de artículos del hogar, la situación personal actual y las mejores perspectivas de la situación económica del país a doce meses (véase Gráficos 16 y 17).

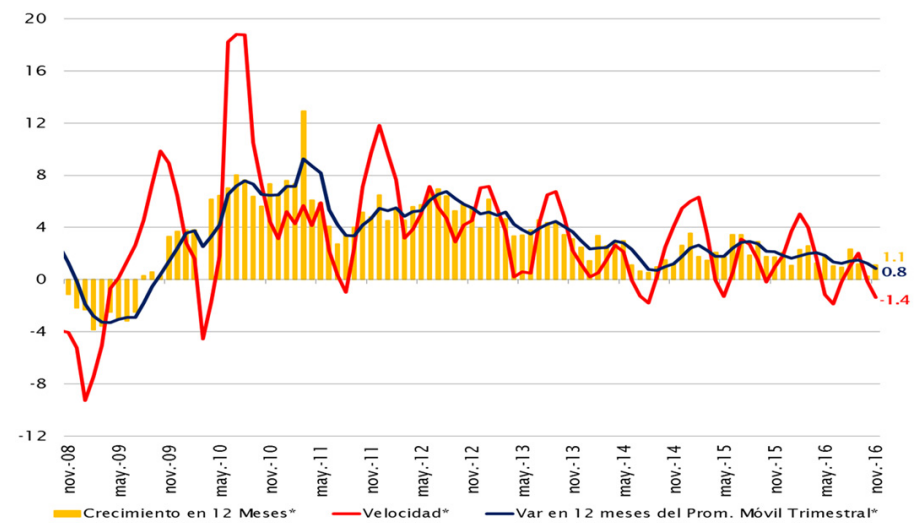
En el mercado financiero, las colocaciones reales se expandieron un 2,8 por ciento anual al mes de diciembre, la menor tasa de expansión en el año, debido a un menor crecimiento de las colocaciones hipotecarias y de empresas<sup>1</sup>. Por su parte, las colocaciones de consumo se expanden a una tasa del 5,5 por ciento

<sup>1</sup> Las colocaciones de crédito hacia empresas, incluye créditos contingentes.

en diciembre, manteniendo la expansión sobre el 5 por ciento observada en agosto. En cuanto a las tasas de interés, destaca la reducción de la tasa de crédito de consumo, la cual alcanza su menor nivel desde principios de 2004.

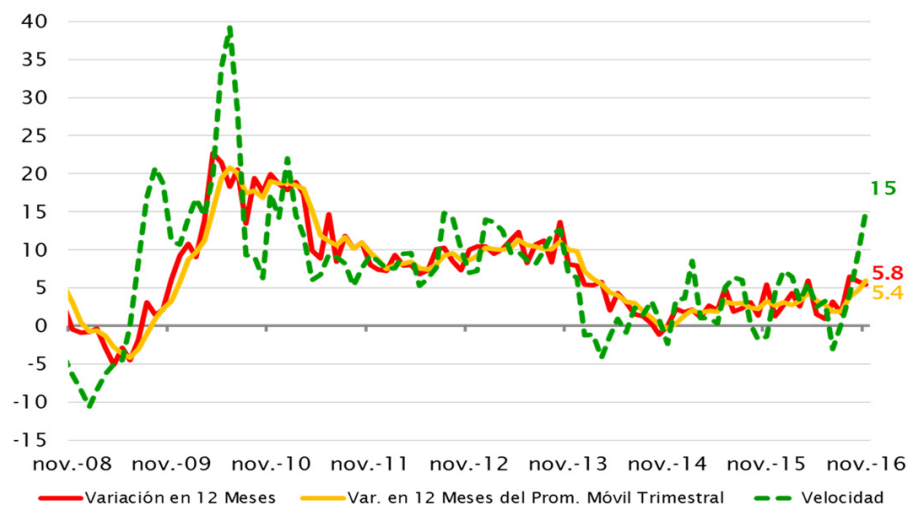
En cuanto a las finanzas públicas, la disciplina fiscal se ha fortalecido con el presupuesto aprobado

GRÁFICO 14: Imacec\* (porcentaje)

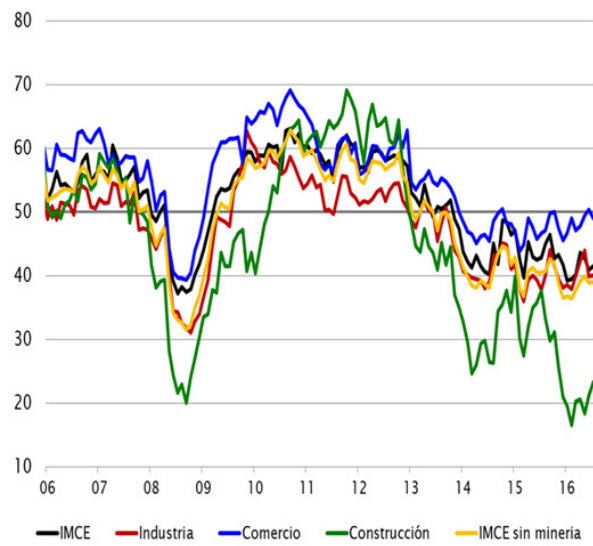


\*Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.  
Fuente: Banco Central de Chile.

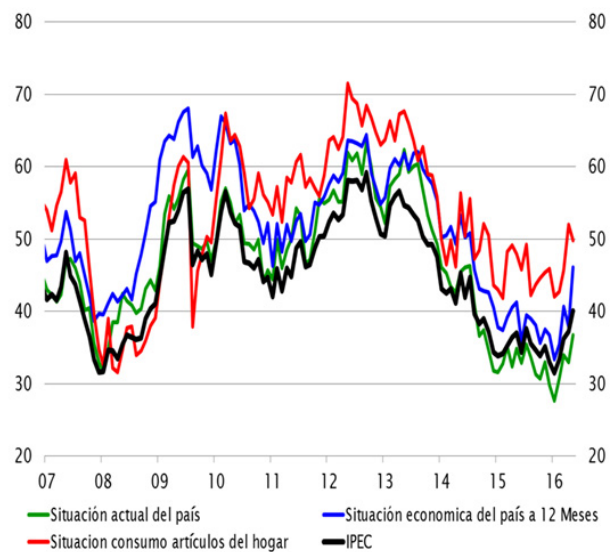
GRÁFICO 15: Ventas reales del comercio minorista\* (porcentaje)



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

**GRÁFICO 16:** Confianza empresarial – IMCE\*

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

**GRÁFICO 17:** IPEC\* y Sub-indicadores

para el 2017 y el responsable incremento de las remuneraciones del sector público. Sin embargo, la dinámica de crecimiento de la deuda vuelve a la palestra con la revisión negativa de las perspectivas de la clasificación de la deuda soberana, que hizo la agencia clasificadora Fitch. Esta revisión se basa en el deterioro de la dinámica de la deuda, como resultado del menor crecimiento, los mayores déficits fiscales y la mayor capitalización de empresas públicas. Esta revisión de Fitch respalda la postura fiscal que ha tomado el Ministro Valdés en su gestión.

Con respecto al mercado laboral, si bien la tasa de desempleo se ubicó en 6,2 por ciento en el trimestre móvil septiembre-noviembre, manteniendo la tendencia a la baja desde el trimestre móvil terminado en julio, el deterioro en la calidad del empleo sigue presente (véase Gráficos 18 y 19). El empleo, por su parte, crece 1,6 por ciento anual en el trimestre móvil terminado en noviembre, liderado por el empleo por cuenta propia con un alza del 5,2 por ciento, superior al crecimiento acotado del empleo

asalariado, el cual aumentó 0,6 por ciento anual, en el mismo periodo. En tanto la calidad del empleo se sigue deteriorando, tanto por el alza continúa del trabajo en calle o vía pública, así como por la expansión del empleo de jornada parcial asalariado y por cuenta propia, mientras el número de ocupados que les gustaría trabajar jornada completa también aumenta.

Por su parte, los sectores económicos que han contribuido más a la creación de empleo han sido el comercio, industria y agricultura. En contraste, los sectores que más han perdido empleos corresponden a la construcción y minería.

En tanto, la masa salarial real asalariada crece a la mayor tasa anual en el año, alcanzando el 2,5 por ciento anual, dinamismo que ha estado positivamente afectado por la fuerte caída en las inflaciones anuales.

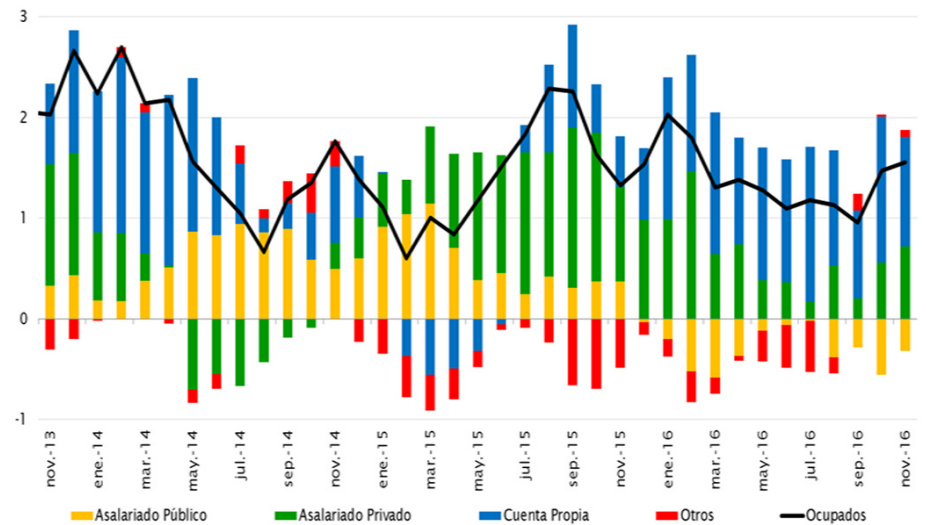
En cuanto a la inflación, la de diciembre sorprendió a la baja, con lo que la inflación anual se ubicó en 2,7 por ciento (véase Gráficos 20 y 21), muy inferior

a la de 2015, cuando ésta llegó al 4,4 por ciento. Desde octubre, ésta se ha ubicado en la parte inferior del rango de tolerancia del Banco Central, después de 32 meses fuera de éste y ahora se ubica incluso por debajo de la meta. En tanto, el IPC transable se desacelera, registrando un alza del 1,9 por ciento, la más baja desde fines de 2013, asociado al retroceso de las divisiones vinculadas al tipo de cambio. Por su parte, el IPCX1 y el IPCSAE crecen 2,5 y 2,8 por ciento anual, respectivamente, ubicándose ambas medidas por debajo del 3 por ciento por primera vez en el año.

En cuanto a las perspectivas de inflación, el deterioro del mercado laboral y el bajo crecimiento amplían las brechas de capacidad y presionan la inflación a la baja. Este cambio de escenario llevó a que en la última reunión de política monetaria, el Banco Central cambiara el sesgo de su política afirmando que, para llevar la inflación al 3 por ciento en un horizonte de 2 años, podría ser necesario incrementar el estímulo. El IPOM de diciembre refuerza este mensaje. Con este cuadro de baja inflación, expectativas ancladas y bajo crecimiento, el mercado también anticipa dos bajas de tasas en el primer trimestre de este año. Dado que la inflación está cayendo más rápido de lo anticipado y las bajas cifras de crecimiento de la actividad, las proyecciones indican que, en gran parte del 2017, la inflación se ubicaría en la parte

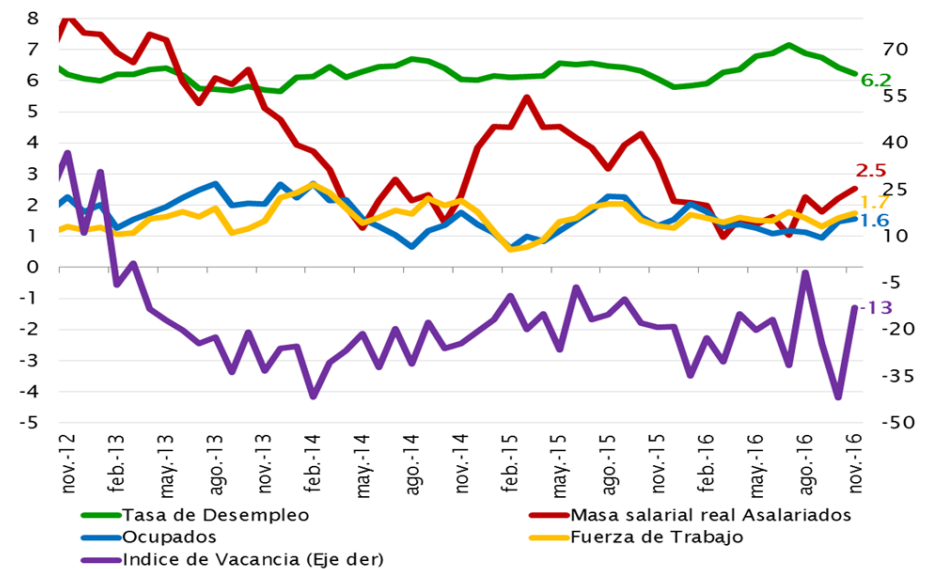
baja del rango de tolerancia. Y que se mantendría baja por un período prolongado, lo que fortalecería la necesidad de recortes de tasas para que ésta regrese a la meta en el horizonte de política. Los ajustes de tasas tendrán que evaluarse en el contexto de la evolución de la política monetaria y fiscal de EE.UU. y sus efectos en el tipo de cambio.

GRÁFICO 18: Incidencias ocupados por categorías (variación anual, porcentaje)



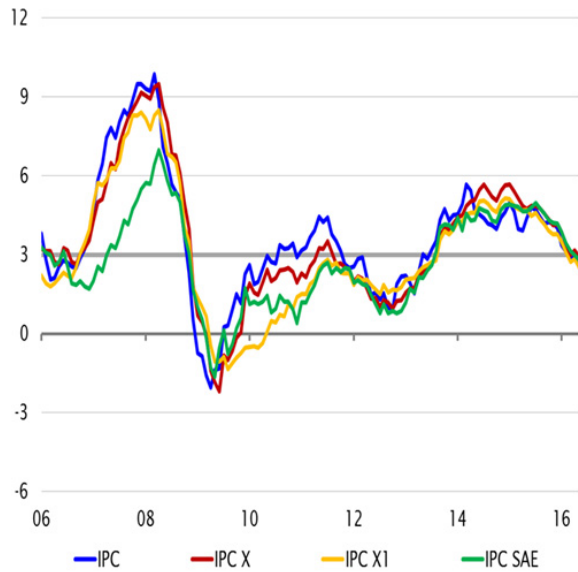
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 19: Indicadores mercado laboral (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO 20:** Índices de precios al consumidor (variación anual, porcentaje)



**GRÁFICO 21:** IPC SAE bienes y servicios (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**TABLA 1:** Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016					2017				
						BC	LACF	FMI	MH	EEE	BC	LACF	FMI	MH	EEE
PIB	5.9	5.5	4.0	1.8	2.3	1.5	1.6 (1.5; 1.8)	1.7	1.75	1.6 (1.5; 1.7)	1.5 - 2.5	2.1 (1.9; 2.5)	2.0	2.25	2.0 (1.6; 2.2)
Demanda Interna	9.6	7.3	3.6	-0.3	2.0	1.1	-	-	-	-	2.6	-	-	-	-
Consumo Privado	9.0	6.1	5.5	2.4	1.9	2.8'	2.0	-	-	-	2.4'	2.0	-	-	-
Inversión Total	14.7	11.6	2.2	-4.2	-1.5	-0.6	0.0	-	-	-	0.7	1.1	-	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	1.3	0.7	-0.5	-1.5	-2.1	-	-3.1	-3.1	-3.1	-	-	-2.9	-2.8	-3.3	-
Tipo Cambio (fin período)	521.5	478.6	523.8	606.9	708.6	670.4	670.4	670.4	670.4	670.4	-	681*	-	-	680**
Inflación (dic-dic)	4.4	1.4	2.8	4.7	4.4	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.9	3.0 (2.5; 3.6)	3.0	-	2.9 (2.6; 3.0)
Tasa de Desempleo (%)	7.2	6.5	6.0	6.3	6.3	-	-	7.0	-	-	-	-	7.6	-	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.2	-3.5	-3.7	-1.3	-2.1	-1.7	-1.8	-1.9	-	-	-1.9	-1.7	-2.4	-	-

(1) Se refiere al consumo total. \* Corresponde a Noviembre 2017. \*\* Corresponde al tipo de cambio dentro de 11 meses.

Fuentes: BC: IPoM, Banco Central de Chile (Diciembre, 2016); LACF: Latin American Consensus Forecasts (Diciembre, 2016) rango en paréntesis; FMI: WEO (Octubre, 2016); MH: Ministerio de Hacienda (Octubre, 2016) EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Enero, 2017), deciles 1 y 9 en paréntesis.

Con todo, las bajas de tasas tendrán efectos reducidos en la dinámica de la demanda agregada, dados los ya muy bajos niveles de las tasas de interés y las pobres expectativas de empresarios y consumidores, aunque sí podría ayudar a que la inflación no se aleje de la meta, a través de sus efectos en el tipo de cambio.

En cuanto a perspectivas de crecimiento para el año 2017, el escenario externo para este año se proyecta mixto: términos de intercambio algo mejores, mayor crecimiento en América Latina, pero condiciones financieras menos favorables. También los riesgos externos han aumentado:

elecciones en Holanda, Francia, Alemania y posiblemente en Italia; aumento del proteccionismo, guerras comerciales y problemas geopolíticos entre EE.UU. y China.

El escenario interno tampoco será fácil: menor impulso fiscal, ajuste en construcción de viviendas y en la minería, débil mercado laboral y expectativas aún en terreno pesimista.

Mis proyecciones para el 2017 apuntan a un crecimiento en la parte baja del rango de 1,5 a 2,5 por ciento y una inflación anual bajo el 3 por ciento.

**PdR**