

Puntos de Referencia

Edición online
N° 452, marzo 2017

El momento económico internacional y nacional Marzo 2017

Vittorio Corbo

Resumen

En los últimos meses el crecimiento mundial acelera su dinamismo, impulsado principalmente por el mejor comportamiento de los países avanzados y, en menor medida, un mejor desempeño de los países emergentes.

En Estados Unidos la actividad repunta, situándose levemente por debajo de su producto potencial, mientras el mercado laboral, el consumo, las expectativas y la riqueza de las familias se fortalecen, en medio de un incremento de la riqueza de los hogares y salarios. En este escenario, la Reserva Federal aumentó la tasa de política 25 puntos base y en su escenario central proyecta otras dos alzas de igual magnitud a lo largo del año. En la Zona Euro y Japón, la actividad continúa al alza, apoyado en políticas financieras expansivas, depreciación de sus monedas y políticas fiscales menos restrictivas. Como resultado, el dólar se fortalece, y aumentan los precios de los *commodities* y de los activos en los mercados internacionales.

Las mejoras en la actividad están asociadas a los efectos de la expansión monetaria y a una recuperación cíclica, debido a la reducción de brechas en diversos mercados después de la Gran Crisis Financiera de 2008. Sin embargo, el bajo crecimiento potencial se mantiene, lo cual limita el crecimiento de mediano plazo.

Por su parte, China consolida un crecimiento en torno al 6,5 por ciento anual, impulsado por el sector de servicios, y por el empuje fiscal y crediticio, mientras se mantienen los desequilibrios en diversos mercados. En tanto, en el resto de los principales países emergentes destaca el mejor desempeño de Rusia, Brasil y Argentina. En cuanto a las proyecciones de crecimiento, para este año se espera un crecimiento mundial en torno al 3,5 por ciento.

En el ámbito interno, la actividad económica mantiene un bajo dinamismo, alcanzando un crecimiento del 1,6 por ciento en 2016, completando un crecimiento promedio de 1,9 por ciento los últimos tres años y con un dinamismo que perdió fuerza a lo largo del año. Las cifras parciales de este año siguen mostrando una actividad con bajo dinamismo, en medio de una menor actividad en el sector construcción, y expectativas negativas por parte de consumidores y empresarios, a pesar del repunte reciente de esta última.

En contraste, las ventas minoristas reales se siguen expandiendo, especialmente las ventas de bienes durables, mientras se mantiene el continuo deterioro en la calidad del empleo. La inflación se ubica por debajo de la meta del Banco Central. Como resultado de la ampliación de las brechas de capacidad, y la baja inflación, la autoridad monetaria decidió reducir la TPM en 25 puntos base en marzo, dejando abierta la posibilidad de ajustes adicionales. En cuanto a las proyecciones, se estima un crecimiento de este año que estará en la parte baja del rango entre el 1,5 y 2,0 por ciento, mientras la inflación anual estaría levemente por debajo del 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 enero de este año, la actividad mundial continúa mostrando señales de un mayor dinamismo en los países avanzados y emergentes. Esto se refleja en los indicadores coincidentes, que muestran el fortalecimiento de la recuperación cíclica, e inflaciones en alza, así como en los índices compuestos de los gerentes de compras que se expande con fuerza, especialmente en Estados Unidos (EE.UU) y la Zona Euro (ZE). Este mejor escenario se apoya en un importante repunte cíclico global de las manufacturas y del comercio mundial.

En EE.UU continúa la mejora en el mercado laboral, el alza del consumo y riqueza de los hogares, las mejores expectativas y crecimiento de los

En cuanto a la economía chilena, la actividad mantiene un bajo dinamismo, el que se observa desde hace varios años y se intensificó en el margen.

salarios, sumado al anticipo de una política fiscal más expansiva. En la ZE y Japón las condiciones financieras más favorables, las políticas fiscales menos restrictivas, la mejora en mercado laboral y en las expectativas, y las depreciaciones reales, impulsan la actividad, a pesar de enfrentar un escenario macroeconómico más débil, en medio de amplias brechas de capacidad. Este desempeño impacta al alza las tasas largas, los precios de las acciones y los precios de *commodities*, en medio de un fortalecimiento del dólar multilateral. En EE.UU las presiones inflacionarias y un crecimiento cercano al potencial llevó a la Reserva Federal (FED) a incrementar la tasa de referencia 25 puntos

base, ajuste esperado por el mercado y acorde con su escenario base de aumento de la tasa 75 puntos base a lo largo del año, el cual no incluye los efectos de un probable impulso fiscal por parte de la administración Trump. En la ZE, por su parte, después de disiparse los riesgos de una deflación y con un crecimiento aún por debajo de su potencial, se mantiene el impulso monetario. En todo caso, y a pesar del repunte de la actividad, la recuperación cíclica y la reducción de las brechas de capacidad, la economía mundial se enfrenta a una menor tasa de crecimiento potencial, lo cual limita el crecimiento de mediano plazo.

En cuanto a los países emergentes, China crece al 6,5 por ciento, apoyado en los estímulos crediticios y fiscales. Ello genera riesgos en el futuro, por la persistencia de desequilibrios en diversos mercados. Por su parte, Rusia deja atrás la crisis económica en medio de mayores precios del petróleo, mientras las contracciones en Argentina y Brasil estarían llegando a su fin, debido a las políticas de ajuste implementadas y al mejor ambiente externo. El resto de países emergentes exportadores de *commodities* se benefician de mejores términos de intercambio, aumento de la demanda externa y condiciones financieras aún favorables.

En cuanto a la economía chilena, la actividad mantiene un bajo dinamismo, el que se observa desde hace varios años y se intensificó en el margen. En el 2016 el producto creció un 1,6 por ciento, y en el cuarto trimestre del año pasado la actividad se expandió a la menor tasa a lo largo del año, con un alza del 0,5 por ciento anual, mientras el producto anualizado cayó 1,4 por ciento en ese trimestre. Por componentes destaca la caída de la inversión y el bajo crecimiento del consumo de gobierno.

En los primeros meses del año, las señales son mixtas, con un IMACEC que en enero creció sobre lo esperado y cifras sectoriales que muestran una actividad aún débil. A pesar del repunte de las

ventas minoristas —apoyado en el crecimiento de los bienes durables—, del mejor desempeño de las exportaciones mineras e industriales, y del bajo nivel de desempleo, las importaciones de bienes de capital siguen cayendo, las expectativas de mantienen en terreno negativo y la construcción se desacelera significativamente.

Por su parte, la inflación del IPC, alcanzó 2,7 por ciento anual en febrero, ubicándose por debajo de la meta del Banco Central, mientras la inflación de bienes se sigue desacelerando. En este escenario, con una economía que crece por debajo de su potencial y con amplias brechas de capacidad, la autoridad monetaria decidió en su reunión de marzo reducir la tasa de política 25 puntos, llevándola a un 3 por ciento, nivel que se encuentra en torno a 100 puntos base por debajo de la tasa neutral.

El mercado laboral, por su parte, a pesar del bajo nivel de desempleo, muestra signos de un mayor deterioro en la calidad de los empleos, con alza del empleo por cuenta propia y caída en la creación de empleo asalariado, sumado a muy débil crecimiento de la masa salarial real de los asalariados.

En mi escenario base, el crecimiento de Chile estará entre 1,5 y 2,0 por ciento este año, mientras la inflación anual estará levemente por debajo del 3,0 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

En los últimos meses el producto y la inflación mundial han tomado más dinamismo de lo esperado, de la mano de un importante repunte cíclico global de las manufacturas y del comercio mundial.

Este mayor dinamismo es bastante generalizado, aunque destacan los países avanzados y los países en Asia altamente integrados a los mercados internacionales. Este repunte ha estado empujado por agresivas políticas de estímulos monetarios y financieros introducidas por los bancos centrales de los países avanzados para hacer frente a los efectos y secuelas de la Gran Crisis Financiera y de la crisis del Euro. En particular, EE.UU., que es el país que junto a Alemania está avanzado más en su recuperación cíclica, se ha estado beneficiando de políticas macro expansivas, del aumento de la

En mi escenario base, el crecimiento de Chile estará entre 1,5 y 2,0 por ciento este año, mientras la inflación anual estará levemente por debajo del 3,0 por ciento.

riqueza, de las mejoras del mercado laboral y del repunte de las expectativas. La ZE y Japón se benefician de condiciones financieras más favorables, de políticas fiscales menos restrictivas, de mejoras en el mercado laboral y en las expectativas y de las depreciaciones reales de sus monedas.

En los países emergentes destacan la estabilización del crecimiento de China en torno al 6,5 por ciento anual, apoyado en políticas fiscales y crediticias expansivas, y en el mayor dinamismo de los países más abiertos al comercio de Asia, apoyado por el repunte cíclico de las manufacturas y las políticas internas de estímulo. En paralelo, Rusia dejó de contraerse apoyado en el progreso en reducir la inflación y sus efectos en el consumo privado y en las tasas de interés, la recuperación del precio del petróleo, y la absorción del shock negativo generado por las sanciones internacionales. En

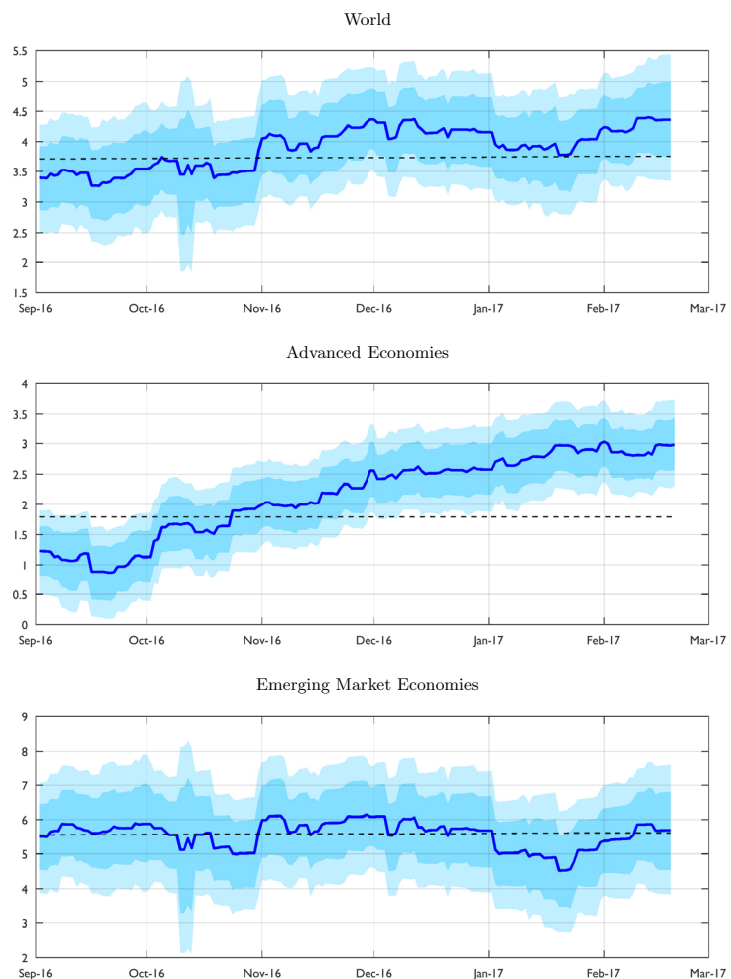
América Latina, las contracciones de Argentina y Brasil estarían llegando a su fin. En general, los países emergentes exportadores de *commodities* se benefician del repunte en el crecimiento y comercio mundial, de la mejora en términos de intercambio y del regreso de los flujos de capitales.

Así, los indicadores coincidentes de actividad muestran que a partir de octubre-noviembre pasados, la actividad comenzó a tomar más dinamismo en los países avanzados —destacando los casos de EE.UU., la ZE y Japón—, y en los emergentes destaca el caso de China (véase **GRÁFICO 1**). En paralelo, la inflación también ha estado al alza, como resultado de efectos de base, del estrechamiento de las brechas de capacidad y de la caída en el desempleo (véase **GRÁFICO 2**).

Con respecto a perspectivas para los próximos meses, los índices de los gerentes de compras de bienes y de servicios, que han mostrado ser un buen indicador anticipado de crecimiento, apuntan a que el crecimiento de EE.UU., la ZE, Japón y China tomarían más fuerza en los próximos meses (véase **GRÁFICO 3**).

El repunte tanto en el crecimiento mundial como en la inflación, unido al anticipo de una política fiscal más expansiva en EE.UU., impactan a los mercados financieros internacionales. Estos efectos se hacen sentir con más fuerza en variables sensibles a un mayor crecimiento y una mayor inflación. Como resultado, suben las tasas de interés nominales de los bonos a 10 años, los precios de las acciones y

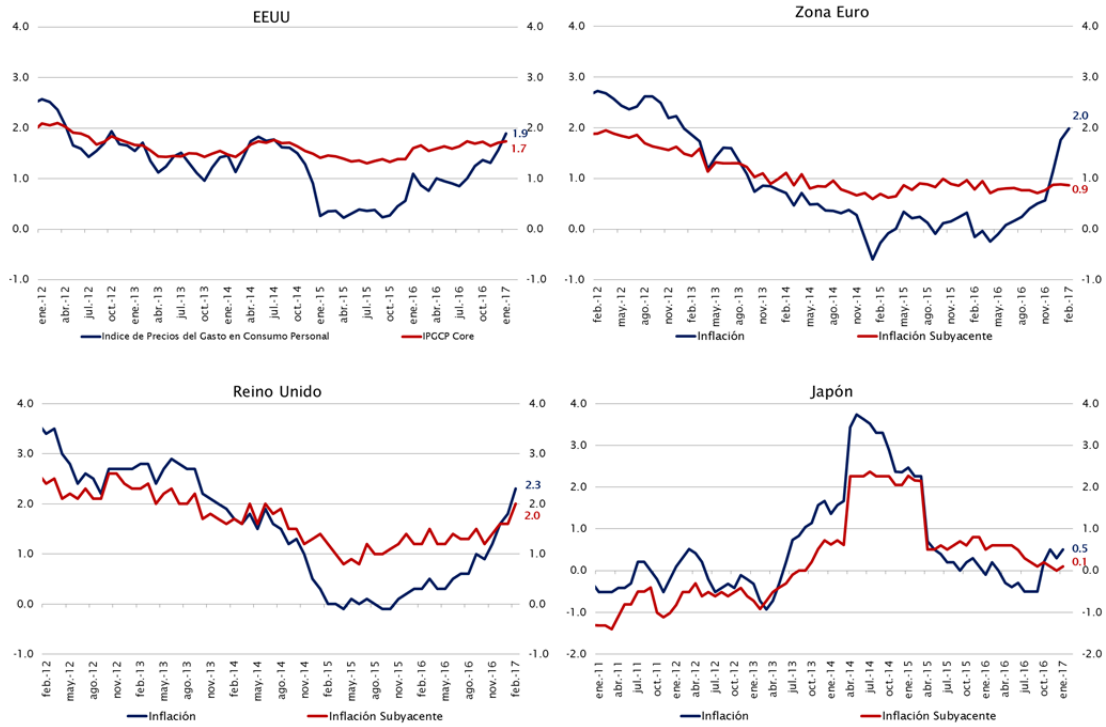
GRÁFICO 1: Underlying activity growth (% MoM Ann.) for global aggregates world



Notes: The black dashed line represents the model's estimate of long-run growth. The solid blue line represents the estimate of underlying activity using only the data available at each point in time (real-time estimate). The dark and the light blue areas represent respectively the 68% and the 90% confidence bands. See note to Table 1 for the definition of the aggregates.

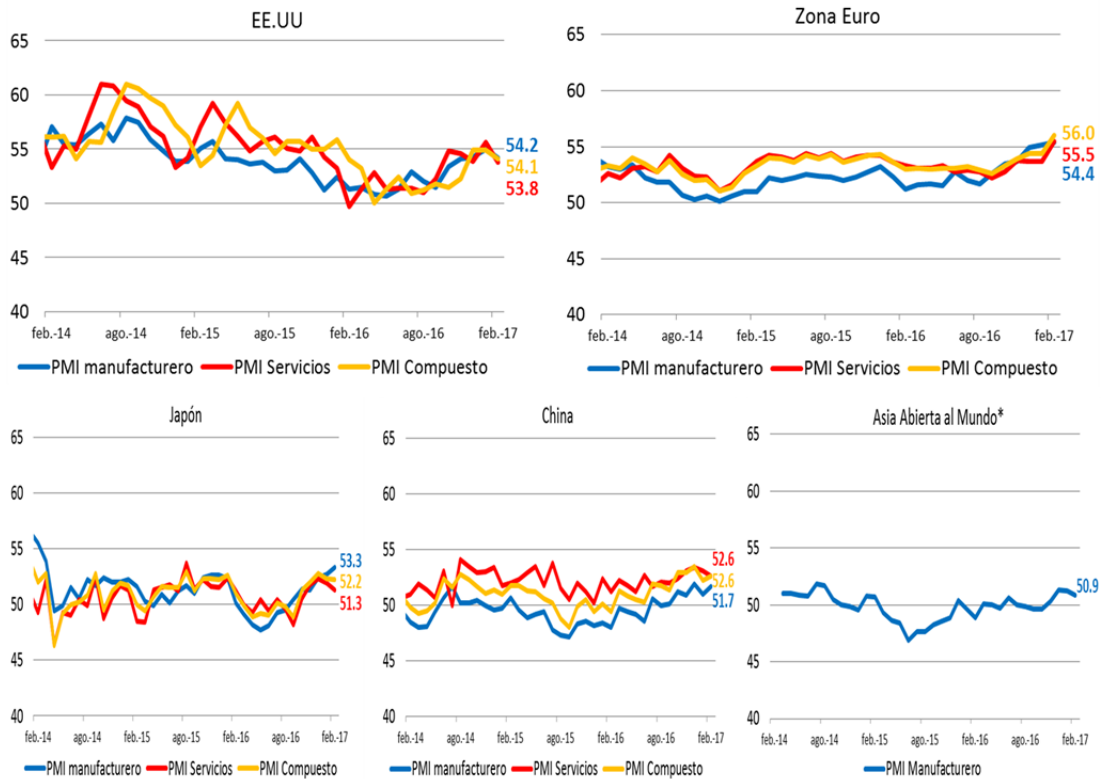
los precios de materias primas (aunque los precios de las materias primas se han corregido a la baja durante marzo) (véase **GRÁFICOS 4, 5 Y 6**). Sin embargo, las buenas noticias no deben distraernos, y debemos tener claro que esto es una recuperación cíclica asociada al aprovechamiento de las amplias brechas de capacidad que surgieron de la mano de la Gran Crisis Financiera Global de 2008 y sus secuelas (véase **GRÁFICOS 7, 8 Y 9**). La mayor parte de los problemas estructurales que limitan el crecimiento mundial de tendencia siguen presentes en varios de los países.

GRÁFICO 2: Inflación (variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 3: PMI's (pivote = 50)



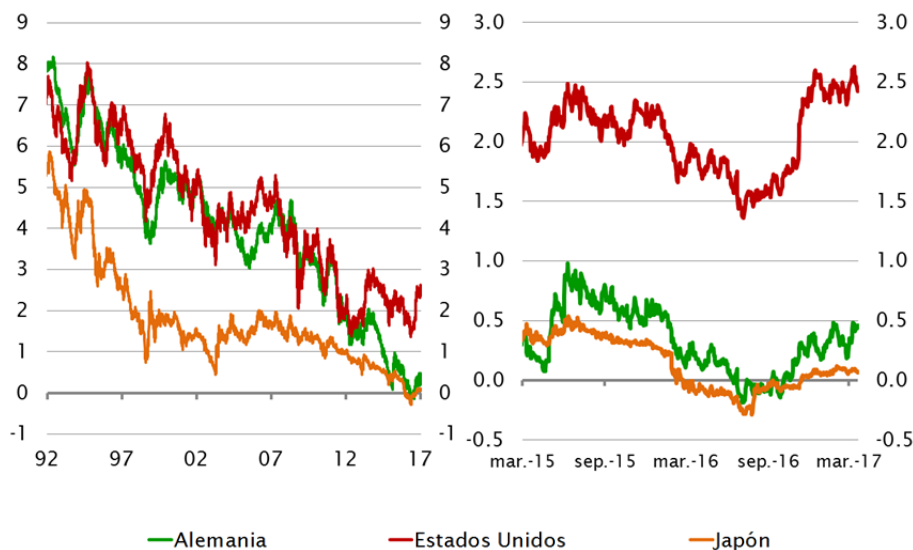
* Asia abierta al Mundo corresponde a Vietnam, Taiwán, Corea del Sur y Singapur.

Fuentes: Bloomberg y WEO del FMI.

De hecho, el país que está más avanzado en su recuperación cíclica, EE.UU., presenta un nivel de producto que está muy próximo al nivel del producto potencial, junto a un mercado laboral con pleno empleo (con una tasa de desempleo incluso menor a la que había en los albores de la Gran Crisis Financiera), con salarios e inflación aumentando, y donde se proyecta que la inflación se encamina a paso seguro hacia la meta de la FED. Frente a esto, el Comité de Mercado Abierto de la FED anticipó que en el escenario considerado como más probable, la tasa subiría 75 puntos base el año 2017 para evitar que la inflación se escape sostenidamente sobre la meta, lo que de suceder, obligaría a un gran ajuste en la política monetaria para mantener la inflación controlada. De esta alza ya se hizo una de 25 puntos base el miércoles de la semana pasada. Pero este escenario no considera los cambios en la política fiscal que probablemente terminará introduciendo la administración Trump. Las anunciadas bajas de impuestos y el mayor gasto en defensa e infraestructura, serán expansivas, y con una economía ya prácticamente en pleno empleo presionarían la política monetaria hacia un camino aún más restrictivo para contrarrestar la expansión fiscal resultante. Los anuncios de reducción de regulaciones le debieran dar un impulso a la inversión y al crecimiento potencial, pero sus efectos se

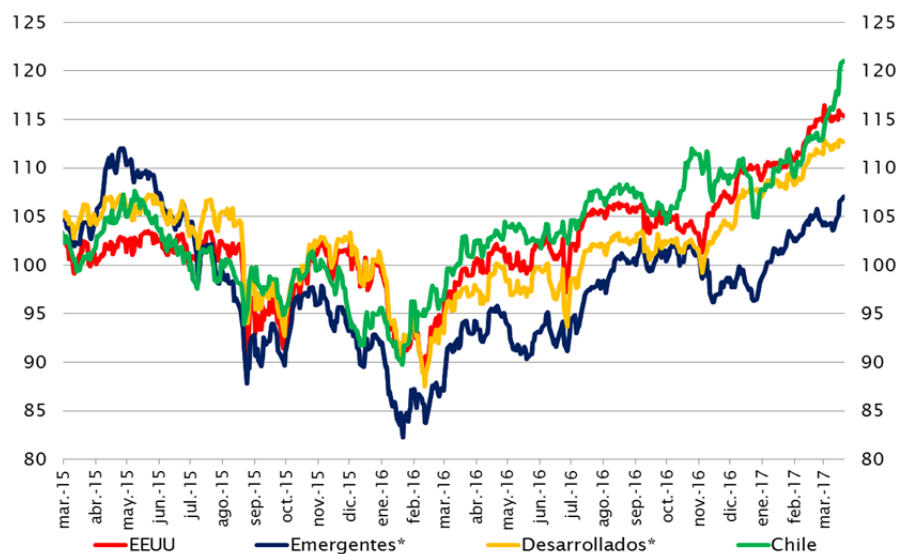
harían sentir solo en el mediano plazo. En paralelo, el mercado comienza a convencerse del escenario de la FED. Con una tasa de interés nominal neutral —que los miembros del Comité de Mercado Abierto de la FED estiman en 3 por ciento—, se van a requerir nuevos ajustes en la tasa de política más allá de fines del 2017 para alcanzar la tasa

GRÁFICO 4: Rendimientos de bonos de gobiernos a 10 años (porcentaje)



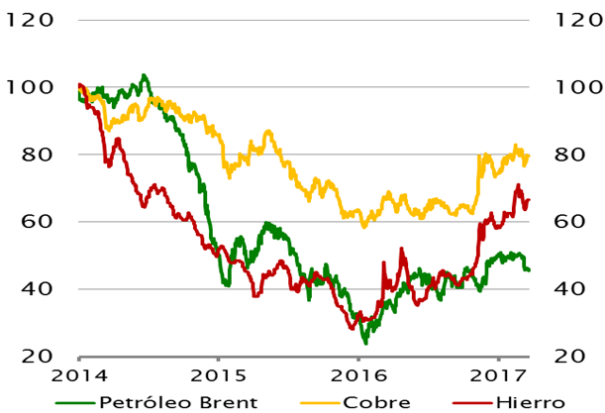
Fuente: Bloomberg.

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.

GRÁFICO 6: Precios de metales (Índice 01-01-2014=100)



Fuente: Bloomberg.

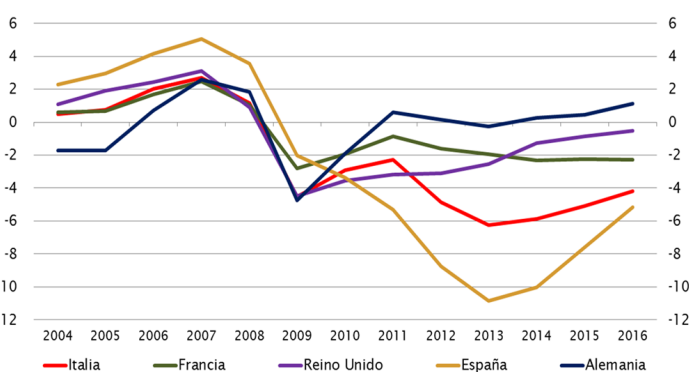
GRÁFICO 7: Brecha de PIB en Estados Unidos* (variación anual, porcentaje)



* (PIB real-PIB potencial)/(PIB potencial)

Fuente: Federal Reserve Bank.

GRÁFICO 8: Brecha de PIB* (variación anual, porcentaje)



* (PIB real- PIB potencial)/(PIB potencial)

Fuente: OECD.

neutral. Por supuesto que la trayectoria efectiva de la tasa de política estará condicionada a una serie de desarrollos futuros en el resto del mundo que son difíciles de predecir.

En contraste, en la ZE, con la excepción de Alemania, la recuperación cíclica está algo más atrasada y las brechas de capacidad son todavía amplias, lo que anticipa el mantenimiento de tasas bajas por más tiempo. En Alemania la tasa de desempleo está más de 3 puntos porcentuales por debajo de la que existía en enero del 2008, esto es, al comienzo de la Gran Crisis Financiera, y el producto efectivo supera al producto potencial. El alza en las proyecciones de inflación y de actividad en la zona como un todo y, en especial, de la inflación en los países que están más avanzados en la recuperación, como Alemania, reduce el riesgo de deflación y va a comenzar a presionar al Banco Central Europeo (BCE) para terminar con los programas de compra de bonos.

En este cuadro, el crecimiento mundial proyectado, ponderado por los PIBs en paridad de poder de compra, alcanzaría el 3,5 por ciento el año 2017, en torno a medio punto porcentual más que el crecimiento estimado para 2016 (véase GRÁFICO 10).

Sin embargo, este favorable escenario central enfrenta importantes fuentes de incertidumbre. Las principales son: (1) eventuales problemas de la administración Trump con el Congreso y/o la justicia, que terminen limitando el alcance de sus políticas o, incluso, problemas constitucionales que terminen debilitando a su gobierno; (2) una política aislacionista y proteccionista del gobierno de Trump, con efectos en el orden político y económico internacional (OTAN, OMC, BM, FMI, ONU), el ambiente de negocios y el crecimiento; y (3) alza del populismo en Europa, justo cuando como región necesita enfrentar importantes problemas económicos y políticos (migraciones, fortalecer su

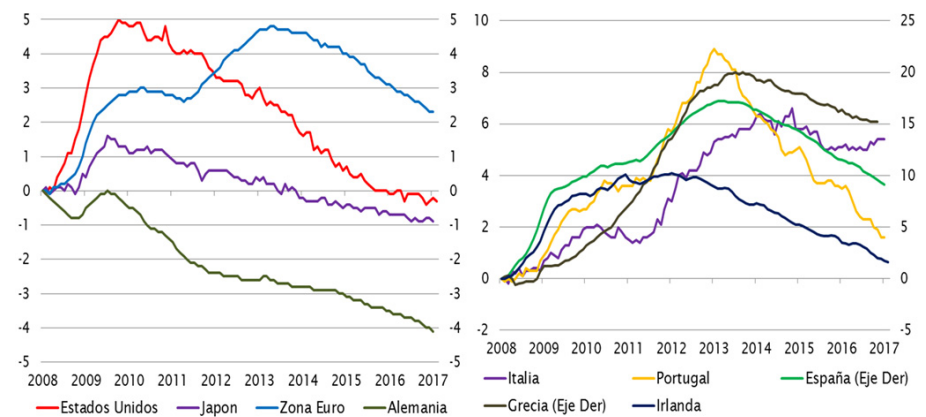
defensa, lidiar con un agresivo Putin, estabilizar la ZE, negociar el Brexit).

El mejor escenario es uno donde persiste la incertidumbre y el alternativo es uno de mayor confrontación tanto comercial como política entre los principales actores mundiales.

Por el lado estrictamente económico, los principales riesgos al crecimiento mundial son: (1) un alza de tasas de la FED más pronunciada de lo anticipado por los mercados financieros, con efectos en las bolsas, el dólar, los flujos de capitales y los países emergentes; (2) problemas de estabilidad financiera en China que lleven a una desaceleración más pronunciada de su economía con efectos en la economía mundial y el precio de los *commodities*; y (3) aumento del proteccionismo a nivel mundial.

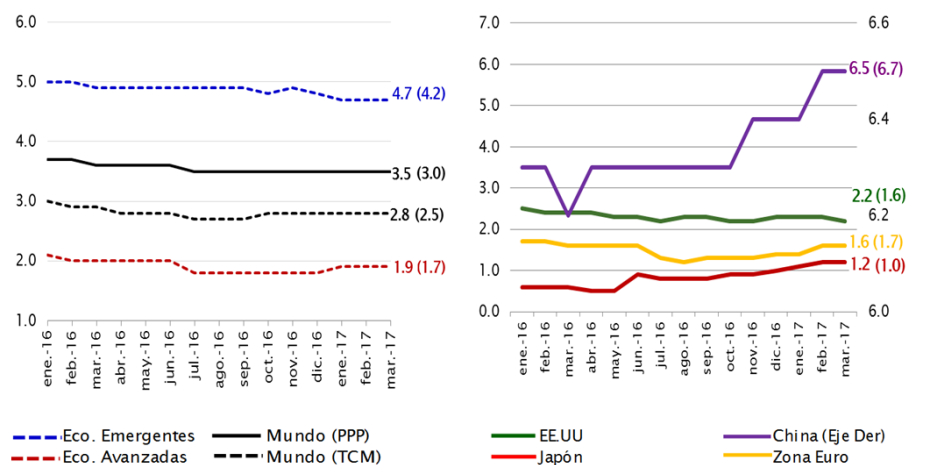
Más allá de la recuperación cíclica, el crecimiento de tendencia de la economía mundial estará limitado por la tasa de crecimiento del producto potencial. Aquí las noticias no son muy alentadoras. El crecimiento del producto potencial se proyecta como mediocre como resultado del bajo crecimiento que ha experimentado la productividad desde fines de la década de los setenta —y que se ha acentuado en los últimos años—, junto con la baja tasa de inversión de los últimos años y una menor tasa de expansión de la fuerza de trabajo, como resultado de un descenso de las tasas de fertilidad y el envejecimiento de la población.

GRÁFICO 9: Cambios en la tasa de desempleo 2008-2016 (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

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



Entre paréntesis cierre 2016 estimado para Economías emergentes, avanzadas, Mundo PPP y Mundo TCM. Cierre efectivo para EEUU, Japón, China y ZE.

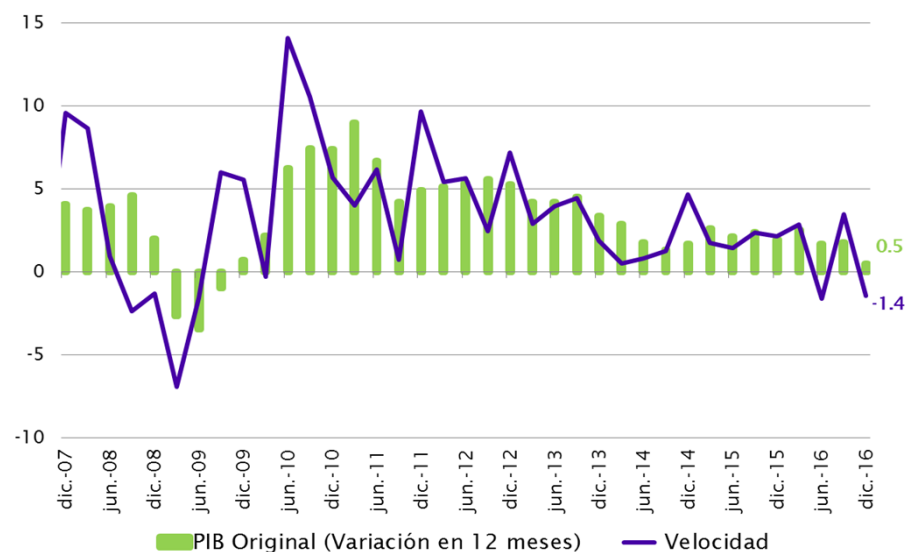
Fuente: Consensus Forecasts, Marzo y Febrero 2017.

3. Perspectivas de la Economía Chilena

Las cifras de cuentas nacionales publicadas el 20 de marzo recién pasado muestran que la economía creció un 1,6 por ciento anual en 2016. Por otro lado, la desaceleración de la actividad se intensificó hacia fines del año, terminando el cuarto trimestre con un crecimiento anual de 0,5 por ciento y una contracción del 1,4 por ciento anualizado (véase

GRÁFICO 11).

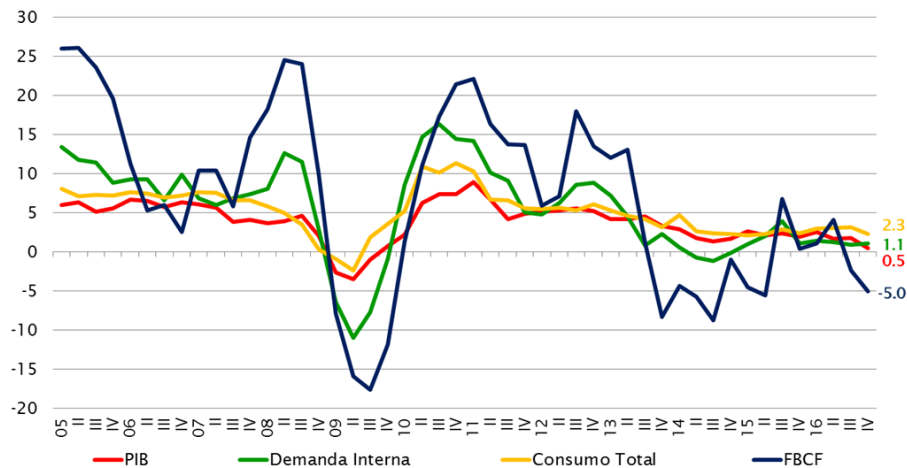
GRÁFICO 11: PIB trimestral* (porcentual)



* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 12: PIB, demanda interna, consumo e inversión (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado de la demanda, este menor dinamismo obedece principalmente a un aumento acotado de la demanda interna de 1,1 por ciento anual, en medio de una caída en la inversión en capital fijo real de 5,0 por ciento anual (véase GRÁFICO 12), completando dos trimestres consecutivos de contracción. En términos anuales, la formación bruta de capital fijo completa tres años continuos de caída.

principalmente a la caída en la actividad en el sector minero y manufacturero, los cuales tuvieron una variación anual del -1,9 y -1,8 por ciento, respectivamente. Destacan también la contracción de la construcción, la profundización del deterioro de la calidad del empleo, el menor crecimiento del crédito, y el mantenimiento de expectativas de empresarios y consumidores en zonas de pesimismo.

Por su parte, el consumo privado pierde dinamismo, también, con un crecimiento de 2,4 por ciento anual, en medio de expectativas pesimistas por parte de los consumidores y un menor dinamismo de la masa salarial real de los asalariados, mientras el crecimiento del consumo de gobierno alcanzó un 1,7 por ciento anual, siendo esta la menor expansión a lo largo del año. Respecto al rol de la demanda externa, las exportaciones se contraen en el margen, después de crecimientos leves en trimestre anteriores, mientras las importaciones se mantienen.

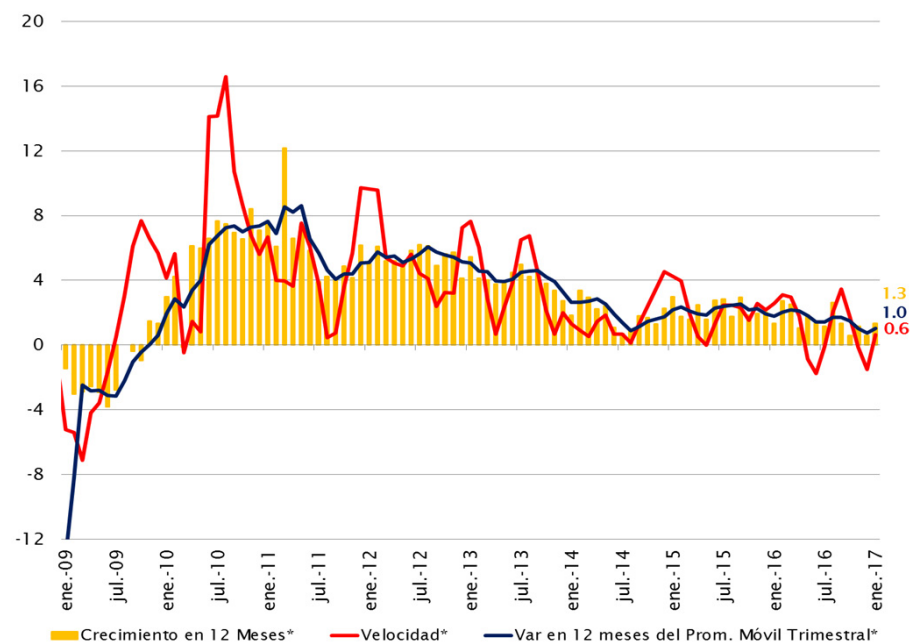
En tanto, las cifras de enero fueron mixtas, con un IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados, que aumentó 1,3 por ciento anual (véase GRÁFICO 13) y que estuvo por encima de lo esperado. Este aumento estuvo impulsado por el crecimiento del sector de servicios y comercio. Sin embargo, a nivel sectorial, la producción industrial ajustada por estacionalidad presenta una baja en el margen, cayendo 1,4 por ciento anual, debido principal-

En la demanda interna destaca el mejor comportamiento del comercio, donde las ventas minoristas reales en el trimestre móvil terminado en enero crecieron 2,6 por ciento anual debido al alza de las ventas de bienes durables un 12,5 por ciento anual en el mismo periodo (véase **GRÁFICO 14**), mientras las importaciones de bienes de consumo en dólares corrientes crecieron 16 por ciento anual, en el trimestre diciembre-febrero. Por su parte, la inversión se mantiene débil, como lo indica la caída de las importaciones de bienes de capital en dólares corrientes de un 13,5 por ciento anual, en el trimestre diciembre-febrero. No obstante, al excluir el componente transporte, las importaciones de bienes de capital se expanden 4,6 por ciento en el mismo periodo.

En materia de expectativas, el índice de confianza empresarial mejora en los últimos meses, y la confianza de los consumidores sufre una leve caída en febrero. Sin embargo, ambas permanecen en terreno negativo (**GRÁFICOS 15 Y 16**).

El Informe de Percepción de Negocios del mes de febrero publicado por el Banco Central de Chile (BCCh), refleja el escenario de bajo crecimiento que perciben los empresarios, ya que estos esperan un 2017 similar a 2016, retrasando las perspectivas

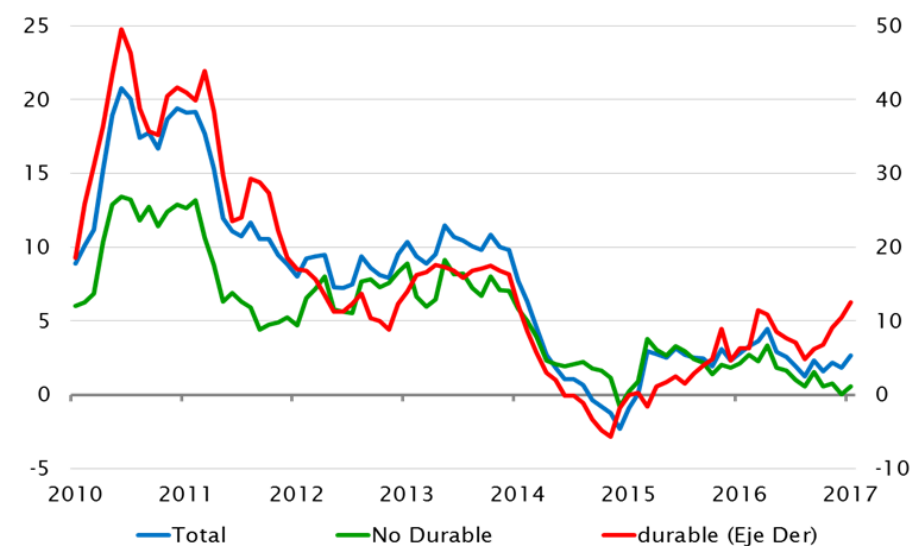
GRÁFICO 13: IMACEC* (porcentaje)



* Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.

Fuente: Banco Central de Chile.

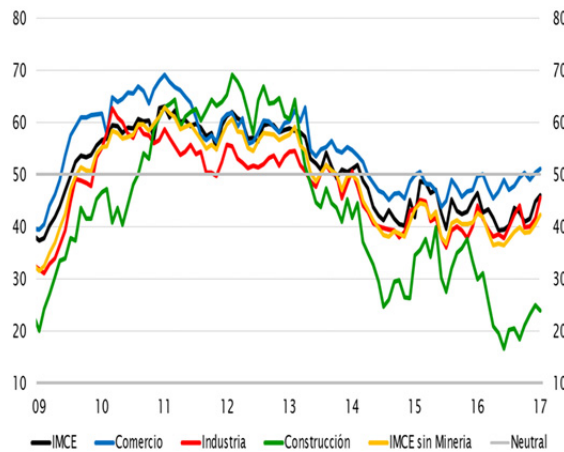
GRÁFICO 14: Ventas reales del comercio minorista* (porcentual)



* Índice de actividad del comercio al por menor real. Promedios móviles trimestrales. Series empalmadas desde 2013 (hacia atrás), usando variaciones mensuales.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

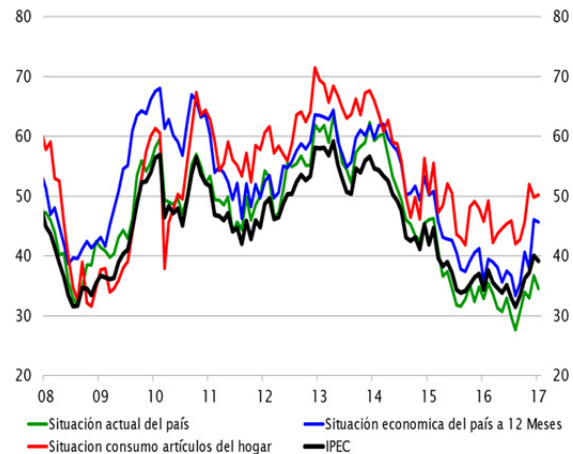
GRÁFICO 15: Confianza empresarial – IMCE*



* Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez y Adimark.

GRÁFICO 16: IPEC* y Sub-indicadores



de recuperación de crecimiento para el 2018. La inversión mantiene un bajo dinamismo, asociado a la reposición de capital o a la automatización de procesos, mientras el aumento de la incertidumbre político-económica sigue frenando nuevos proyectos.

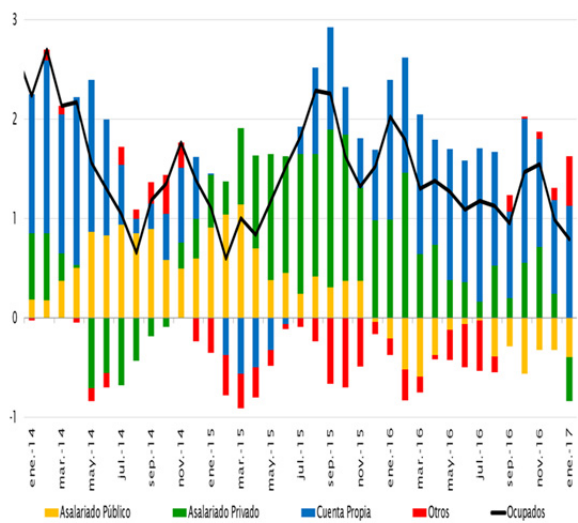
Mirando con más detalle al mercado laboral, éste sigue mostrando signos de debilidad vinculada a la caída anual en los empleos asalariados, al bajo crecimiento del empleo total, así como a la alta participación del empleo de jornada parcial, en medio de un alza marginal de la tasa de desempleo a 6,2 por ciento en el trimestre noviembre-enero. Entre tanto, la creación de empleo entre el trimestre terminado en enero del 2016 y el trimestre terminado en enero del 2017 alcanzó solo 65.176 personas, siendo la cifra más baja desde principios de 2015, producto de la reducción del empleo asalariado en 68.048 personas (cifra no vista desde fines de 2009), y el alza del empleo por cuenta propia en 92.260 personas. Además, dentro de los trabajadores por cuenta propia, la mayor parte trabaja en la calle o vía pública y en casa del empleador (véase GRÁFICO 17). Así mismo, los empleos asalariados y por cuenta propia creados son principalmente de jornada

parcial. Como reflejo de esto, el promedio de horas efectivamente trabajadas por parte de la población ocupada mantiene su tendencia a la baja, mientras que las vacantes siguen cayendo con fuerza.

A nivel sectorial, la creación de empleos es liderada por los sectores comercio, hoteles y agricultura, mientras que la destrucción de empleo la lideran el sector minero, la industria manufacturera y la construcción. Por su parte, las remuneraciones reales de los asalariados crecen a una tasa de 1,5 por ciento anual. Así, el crecimiento de la masa salarial real de los asalariados alcanza una expansión de solo un 0,4 por ciento anual, debido a la caída del empleo asalariado (véase GRÁFICO 18). Esta es la tasa de crecimiento más baja desde noviembre del año 2008.

En materia de precios, la inflación anual alcanzó un 2,7 por ciento en febrero, cifra marginalmente inferior a lo registrado el mes anterior (véase GRÁFICO 19), lo cual contrasta con la inflación anual del 4,7 por ciento observada hace un año atrás. El descenso en la inflación se apoya en una inflación subyacente, medida por el IPC sin Alimentos y Energía (IPCSAE), que sigue reduciéndose, cuya variación anual fue del 2,2 por ciento, cifra no vista desde fines de

GRÁFICO 17: Incidencias ocupados por categorías (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 18: Indicadores mercado laboral (variación anual, porcentaje)

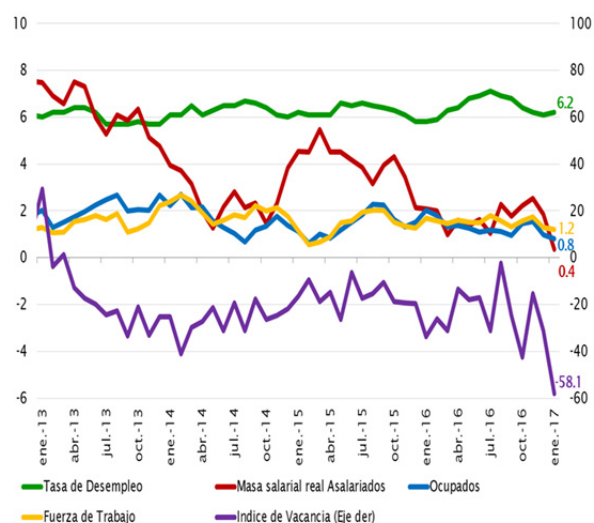
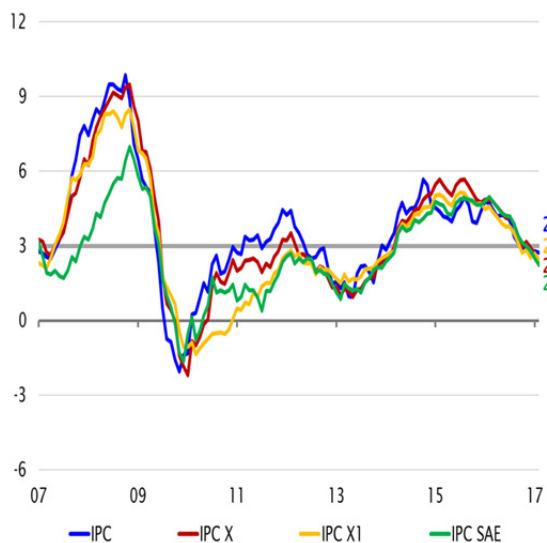


GRÁFICO 19: Índices de precios al consumidor (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO 20: IPC SAE bienes y servicios (variación anual, porcentaje)



2013. Detrás de esta caída en la inflación del IPCSAE están la apreciación del peso, y el aumento de las brechas de capacidad (producto del deterioro del mercado laboral y del bajo crecimiento) (véase **GRÁFICO 20**). Por su parte, las expectativas de inflación para diciembre de este año se encuentran en 2,8 en la última Encuesta de Operadores Financieros y en

3 por ciento en la última Encuesta de Expectativas Económicas.

En cuanto a la política monetaria, con una economía donde la brecha de capacidad aumenta, la inflación se ubica cerca del centro del rango de tolerancia del BCCh, y la inflación subyacente alcanza un 2,2 por ciento anual; el BCCh decidió reducir la TPM

TABLA 1: Proyecciones macroeconómicas de Chile (porcentaje anual)

	2012	2013	2014	2015	2016 ¹	2017				2018			
						BC	LACF	FMI	EEE	BB	LACF	FMI	EEE
PIB	5.3	4.0	1.9	2.3	1.6	1.5 - 2.5	1.8 (1.0; 2.2)	2.1 ³	1.8 (1.5; 2.1)	2.5	2.6 (2.0; 3.5)	2.7 ³	2.5 (2.0; 2.8)
Demanda Interna	7.2	3.6	-0.4	2.0	1.1	2.6	-	-	-	-	-	-	-
Consumo Privado	6.1	4.6	2.7	2.0	2.4	2.4 ²	1.9	-	-	2.7	2.4	-	-
Inversión Total	11.3	3.3	-4.8	-0.8	-0.8	0.7	1.0	-	-	2.6	2.7	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	0.7	-0.5	-1.5	-2.1	-3.0	-	-2.9	-2.8	-	-2.7	-2.6	-2.0	-
Tipo Cambio (fin periodo)	478.2	523.8	607.4	707.3	667.3	-	670.6*	-	675***	684	670.8**	-	670****
Inflación (dic-dic)	1.5	3.0	4.6	4.4	2.7	2.9	3.0 (2.6; 3.3)	3.0	3.0 (2.8; 3.2)	3.0	3.0 (2.9; 3.3)	3.0	3.0 (2.9; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	6.5	6.0	6.3	6.3	6.5	-	-	7.6	-	6.8	-	7.2	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.5	-4.2	-1.7	-2.0	-1.4	-1.9	-1.5	-2.4	-	-2.0	-1.5	-2.6	-

(1) Para el año 2016, el Balance Fiscal corresponde al promedio simple de las estimaciones de las fuentes citadas para 2017 y 2018. 2) Se refiere al consumo total. 3) WEO FMI Enero 2017.

*Corresponde a Junio 2017. **Corresponde a Marzo 2018. *** Corresponde al tipo de cambio dentro de 11 meses. **** Corresponde al tipo de cambio dentro de 23 meses.

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

en 25 puntos base en su última reunión de política monetaria, para así llegar a una TPM del 3 por ciento. El BCCh proyecta una inflación que seguirá descendiendo por debajo del centro del rango, para converger paulatinamente a un nivel levemente inferior al 3 por ciento a fines del año. Esta convergencia estará impulsada en parte por el mantenimiento de estímulos monetarios, dado que la tasa de política está en torno a 100 puntos bases por debajo de la tasa neutral. Esto suponiendo que el crecimiento del PIB repunta en el segundo semestre. Con todo, como siempre la trayectoria de la TPM estará condicionada a la evolución de las proyecciones de inflación, a la evolución de la economía internacional y a lo que haga la FED. Con brechas de capacidad, con una economía que crece menos que su crecimiento potencial y con una inflación, a la baja no se pueden descartar nuevas bajas de tasas.

En cuanto a perspectivas de crecimiento, el escenario externo se proyecta mejor que lo esperado

—mejores términos de intercambio, mayor crecimiento mundial y de América Latina—, pero con importantes riesgos globales. El escenario interno es difícil: En el lado negativo: un menor impulso fiscal, ajuste de la construcción, mayor deterioro del mercado laboral e incertidumbre política. En el lado más positivo: un mayor impulso monetario, expectativas algo mejores y mejora de la bolsa.

Chile tiene un problema de bajo crecimiento efectivo y potencial, lo segundo afectado por el bajo crecimiento de la productividad desde hace un tiempo, y por el bajo crecimiento de la inversión de los últimos años. Para aumentar

la productividad es necesario trabajar en una agenda país que incluya adaptabilidad y capacitación laboral, mejora en la educación pre-escolar, básica, media y técnica, inversión en infraestructura y más competencia.

Con todo, Chile tiene sólidos fundamentos macro que son una muy buena base para abocarse a una agenda pro-crecimiento.

Mi escenario base para 2017 es un crecimiento que tomaría más dinamismo en el segundo semestre para terminar con un crecimiento para el año en la parte baja del rango de 1,5 a 2,0 por ciento. Por su parte, la inflación anual bajará en los próximos meses, acercándose al 2 por ciento anual, para después remontar en el segundo semestre, terminando en diciembre con una inflación anual levemente bajo el 3 por ciento. **PdR**