

## El momento económico internacional y nacional

Julio 2013

VITTORIO CORBO

- Después de la recuperación iniciada en agosto del 2012, los mercados financieros han sufrido una importante corrección a partir de mayo, que ha afectado a los precios de acciones, a las tasas de interés de los instrumentos de renta fija (caída en el precio del activo), ha generado depreciaciones de las monedas de los países emergentes y caída de precios de los commodities.
- Esta corrección es producto de ajustes de portafolios motivados por la incertidumbre respecto de: (1) la dinámica y los efectos de la atenuación del programa de relajo monetario no convencional de la Reserva Federal; (2) los efectos en la economía china de los ajustes que está haciendo su gobierno para enfrentar los problemas del sector financiero y de reestructuración de la economía; y (3) la ejecución y la efectividad del experimento monetario en Japón.
- En su conjunto, los principales países avanzados tuvieron un primer trimestre mejor de lo esperado. En Estados Unidos, lo notable es que su crecimiento se encuentra en torno al 2% anual, a pesar del severo ajuste fiscal. Por su parte, Japón creció un 4,1% anualizado en el primer trimestre, impulsado por los nuevos estímulos monetarios y fiscales y la depreciación del yen. En contraste, Europa se contrajo un 0,3% anualizado en el primer trimestre y el desempleo alcanzó un 12,2%.
- En cuanto a los países emergentes, estos tuvieron un primer trimestre peor a lo esperado, especialmente China, Brasil, India, México y Rusia, afectados por el retiro de estímulos internos que estaban alimentando desequilibrios, y por problemas de políticas internas.
- Dada esta evolución de la economía mundial, las proyecciones de crecimiento para este año se han estabilizado en EE.UU. Por su parte, en Japón se han ajustado y se seguirán ajustando al alza, y, en la Zona Euro, se han reducido con excepción de España, donde se han estabilizado. Por el contrario, las proyecciones de crecimiento para las principales economías emergentes se han seguido ajustando a la baja. Con todo, se proyecta que la economía mundial debiera tomar algo más de dinamismo el 2014, principalmente, por un mayor crecimiento en la Zona Euro y en EE.UU.
- En el contexto nacional, la actividad y la demanda interna se han desacelerado algo más rápido de lo previsto en el IPOM de marzo. A nivel sectorial, el comercio continúa dinámico y la minería se sigue expandiendo. En contraste, los servicios empresariales y el sector construcción pierden dinamismo, mientras que la producción manufacturera se mantuvo estancada entre enero y mayo.
- La demanda interna sigue impulsada por el consumo privado, en especial, por el consumo de bienes durables, que se beneficia del bajo desempleo y los aumentos de salarios reales. Sin embargo, la inversión se desacelera, especialmente el componente de maquinarias y equipos, derivado del fin de varios proyectos mineros y energéticos. Así, también, la importación de bienes de capital ha perdido dinamismo.
- La inflación se mantiene baja, por efectos temporales del descenso de los precios de los combustibles y la apreciación del peso en los primeros meses del año, sumado a las caídas en los precios de la energía, que se revertirían pronto. No obstante, en el último mes, el peso se ha depreciado, lo que empujaría el aumento en la inflación en los próximos meses.
- Mi escenario central para el 2013, congruente con el escenario del IPOM, contempla que la desaceleración del crecimiento del consumo privado en el segundo semestre llevaría al Banco Central a introducir una o dos bajas de la tasa de política monetaria en la segunda parte del año. En cuanto a proyecciones, el crecimiento del PIB para el 2013 debiera estar en la parte baja del rango entre 4 y 4,5%, y la inflación anual a diciembre estaría en torno al 2,4%.

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

**Puntos de Referencia** es editado por el Centro de Estudios Públicos. Director responsable: Lucas Sierra I. (i). Dirección: Monseñor Sótero Sanz 162, Providencia, Santiago de Chile. Fono 2328 2400 - Fax 2328 2440.

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.

## 1. Introducción

Después de una gran recuperación iniciada en agosto del año pasado, los mercados financieros y los precios de las materias primas han tenido una importante corrección a partir de mayo. Estos movimientos están asociados a ajustes de portafolios motivados por la incertidumbre sobre la dinámica y los efectos de la atenuación del programa de relajo monetario no convencional de la FED, sobre los efectos en la economía China de sus problemas financieros y de los ajustes que está introduciendo, y sobre la ejecución y la efectividad del experimento monetario de Japón.

En cuanto a la economía mundial, los principales países avanzados tuvieron un disímil desempeño en el primer trimestre. Se destaca el dinamismo de EE.UU. y Japón, a diferencia de Europa, donde el producto se contrae y el desempleo aumenta. Por su parte, los países emergentes tuvieron un primer trimestre peor a lo esperado, especialmente China, Brasil, India, México y Rusia, afectados por el retiro de estímulos internos, que estaban alimentando desequilibrios, y por problemas de política interna.

Las perspectivas de crecimiento para los países avanzados han mejorado y todo apunta a que, después de cinco años muy difíciles, se comienzan a dejar atrás los efectos de la crisis financiera. No obstante, en los países emergentes se anticipa que el crecimiento de este año va a ser inferior al del año pasado. Los efectos del ajuste de políticas internas se van a ver magnificados por los ajustes de precios de los activos financieros que hemos observado en los últimos dos meses.

En lo que respecta a la economía nacional, en los últimos meses la actividad y la inversión se han desacelerado algo más rápido de lo previsto, en un entorno de menor precio del cobre y depreciación del peso. Sin embargo, el consumo privado sigue

dinámico, la estrechez del mercado laboral se mantiene y los salarios reales siguen aumentando.

En la siguiente sección se expone el estado actual de los mercados financieros, seguido por el estado de la economía mundial y sus perspectivas de crecimiento. Para finalizar, se presenta el análisis de la economía chilena.

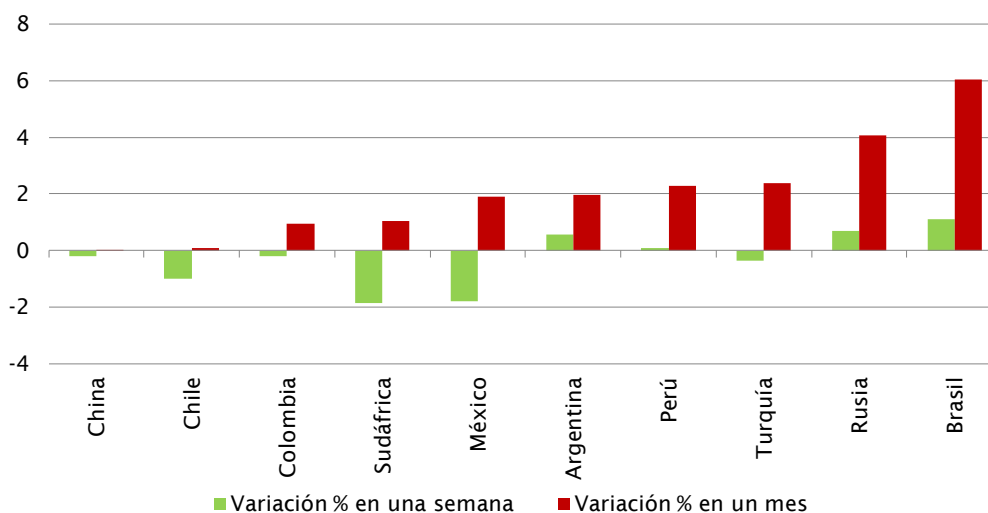
## 2. Mercados financieros: Entre la FED y China

Después de una gran recuperación iniciada en agosto del año pasado, los mercados financieros y los precios de las materias primas han tenido una importante corrección a partir de mayo.

Estos movimientos están asociados a ajustes de portafolios motivados por una serie de factores. En primer lugar, el principal factor es la incertidumbre sobre la dinámica y los efectos de la atenuación del programa de relajo monetario no convencional de la FED (QE por sus siglas en inglés). Esta incertidumbre se agudizó con el anuncio reciente de la FED que -en el escenario que el Comité Federal de Mercados Abiertos (FOMC por sus siglas en inglés) considera como más probable-, va a comenzar a reducir sus compras mensuales de bonos antes de fin de año, para finalizarlas a mediados del 2014. Como no hay experiencias históricas sobre el uso de políticas no convencionales, es natural que se tenga incertidumbre sobre los efectos de su atenuación gradual. Además, el mercado todavía tiene dudas sobre la evolución de la actividad económica en EE.UU., donde, por un lado, el consumo y la vivienda siguen dinámicos, pero, por el otro, el gasto del gobierno federal se contrae y los impuestos aumentan como resultado del ajuste fiscal introducido a comienzos de año. Por su parte, la inflación subyacente que monitorea la FED, el deflactor implícito del consumo privado, está en su valor más bajo en más de 50 años. Este cuadro genera incertidumbre

Gráfico 1

Variación de Tipos de Cambios en Economías Emergentes (%)



Fuente: Bloomberg, 2 de julio del 2013.

sobre la forma y el momento en que la FED comenzará a reducir el monto de su compra mensual de bonos, sobre sus efectos en los mercados financieros y, más aún, sobre cuándo pasará a la etapa final de normalización de su política monetaria, con el inicio de un ciclo de alzas en la tasa de interés de política monetaria.

En segundo lugar, la incertidumbre sobre los efectos en la economía china de los ajustes que está haciendo su gobierno para enfrentar los problemas del sector financiero y de reestructuración de la economía.

Finalmente, en tercer lugar, la incertidumbre sobre la ejecución y la efectividad del experimento monetario en Japón.

Estos factores han llevado a un importante ajuste de portafolios que ha resultado en una corrección importante de los precios de acciones y de las tasas de interés de los instrumentos de renta fija (caída en el precio del activo), en depreciación de las monedas de los países emergentes y en caída

de precios de los commodities. Entre los países emergentes, los más afectados han sido los más vulnerables, es decir, aquellos que presentan alta inflación, bajo crecimiento, altos déficits fiscales y de cuenta corriente y monedas apreciadas. Entre estos países destacan Sudáfrica, Brasil, India y Turquía. (Gráficos 1 y 2).

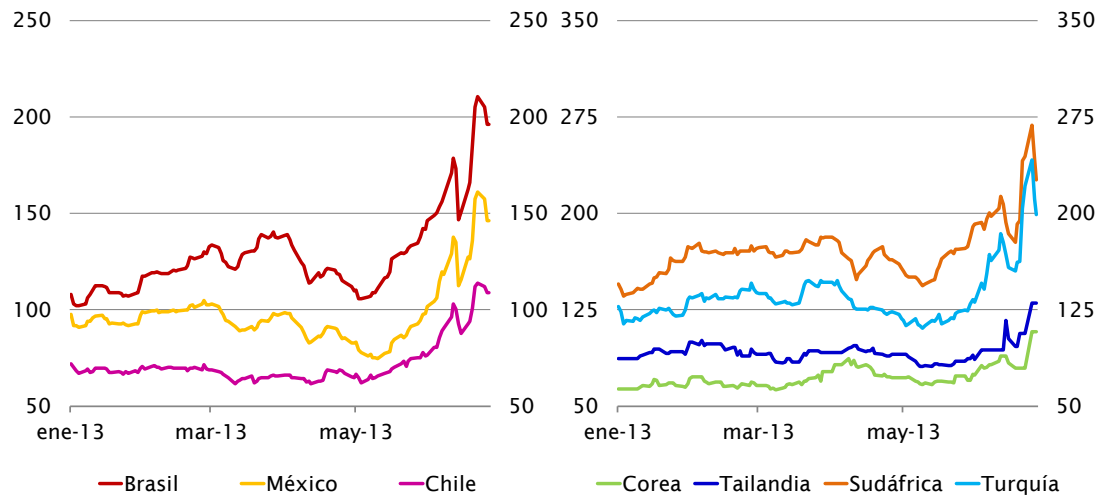
Es importante resaltar que estas correcciones se dan, como veremos en la sección siguiente, en circunstancias en que las perspectivas económicas de los países avanzados han mejorado en los últimos nueve meses, después de cinco años muy difíciles.

### 3. La economía mundial y sus perspectivas

En su conjunto, los principales países avanzados tuvieron un primer trimestre mejor de lo esperado. En Estados Unidos, lo notable es que su crecimiento se encuentra en torno al 2% anual, a pesar de un severo ajuste fiscal que se estima que, por sí

Gráfico 2

CDS Spread soberanos a 5 años  
(puntos base)



Fuente: Bloomberg, 2 de julio del 2013.

solo, le quitará más de un punto y medio porcentual al crecimiento de este año. Por su parte, Japón creció un 4,1% anualizado en el primer trimestre, impulsado por los nuevos estímulos monetarios y fiscales y la asociada depreciación del yen. En contraste, Europa se contrajo un 0,3% anualizado en el primer trimestre (0,8% en la Zona Euro después de caer un 2,3% en 2012'Q4), y el desempleo alcanzó el 12,2%.

En cuanto a los países emergentes, estos tuvieron un primer trimestre peor a lo esperado, especialmente China, Brasil, India, México y Rusia, afectados por el retiro de estímulos internos que estaban alimentando desequilibrios, y por problemas de política interna.

China está tratando de cambiar su motor de crecimiento desde la inversión y las exportaciones, al consumo interno y los servicios. Pero, en el corto plazo, enfrenta importantes problemas en su sistema financiero y su control tiene efectos en el crecimiento. En particular, el excesivo crecimiento

del crédito, que se introdujo para evitar una mayor desaceleración cuando sus exportaciones perdían dinamismo por la crisis de los países avanzados, llevó a una sobreinversión en infraestructura, capacidad industrial, viviendas y en propiedades comerciales impactando la calidad de las carteras crediticias.

Por otra parte, las restricciones crediticias al sistema bancario formal, introducidas para ponerle control al crecimiento del crédito, alimentaron la expansión de la banca en las sombras, financiada por fondos de inversión y vehículos especiales fuera de balance de la banca, creando una burbuja de precios de activos y una alza pronunciada de la razón crédito a PIB. En el proceso, se estima que el crédito total pasó del 120% del PIB el año 2009 a algo más del 200% del PIB en mayo del 2013.

La nueva administración está enfrentando estos problemas, intentando poner bajo control al sistema financiero formal e informal. El apretón crediticio de hace dos semanas es una clara señal

de esto. Pero en el proceso se genera un apretón crediticio en momentos en que la economía pierde dinamismo, lo que dificulta la implementación del programa de reformas para enfrentar la recomposición de la estructura productiva, las reformas a las políticas migratorias internas y el control de los problemas medioambientales.

En Brasil, que ha estado presente en las noticias últimamente por sus problemas sociales, el bajo crecimiento, la inflación creciente y el debilitamiento del mercado laboral frustran las expectativas de las 35 millones de personas que salieron de la pobreza y que ahora ven sus expectativas de seguir progresando severamente reducidas. El problema de Brasil es de oferta, esto es, cómo aumentar la tasa de crecimiento de su producto potencial y no de demanda agregada. Para esto necesita mejorar su pobre infraestructura productiva, reducir las distorsiones y crear un ambiente más favorable para la inversión.

En tanto, México se ha desacelerado por la lentitud en la partida del nuevo gobierno, especialmente en lo que se refiere a la sub-ejecución del presupuesto, sobre todo en construcción, y por la debilidad de sus exportaciones fuera de EE.UU.

Mirando hacia delante, las perspectivas de crecimiento de los países avanzados han mejorado y todo apunta a que, después de los ya mencionados difíciles cinco años, estas economías comienzan a dejar atrás los efectos de la crisis financiera.

En EE.UU., la mejora del mercado laboral y del mercado de la vivienda, unido a los cambios estructurales de su sector energético, contrarrestan los efectos del ajuste fiscal e impulsan un crecimiento, que se proyecta alcanzaría un valor en torno al 2% este año y sobre el 2,5% el próximo. Con estas perspectivas, la FED ha tratado de transmitir a los mercados el mensaje de que, en el escenario que considera hoy como más probable, la salud de la economía habrá mejorado lo suficiente como para poder iniciar una reducción de su programa de

compra mensuales de bonos, que se completaría cuando la tasa de desempleo se reduzca a un 7,0%, lo que ocurriría hacia mediados del próximo año.

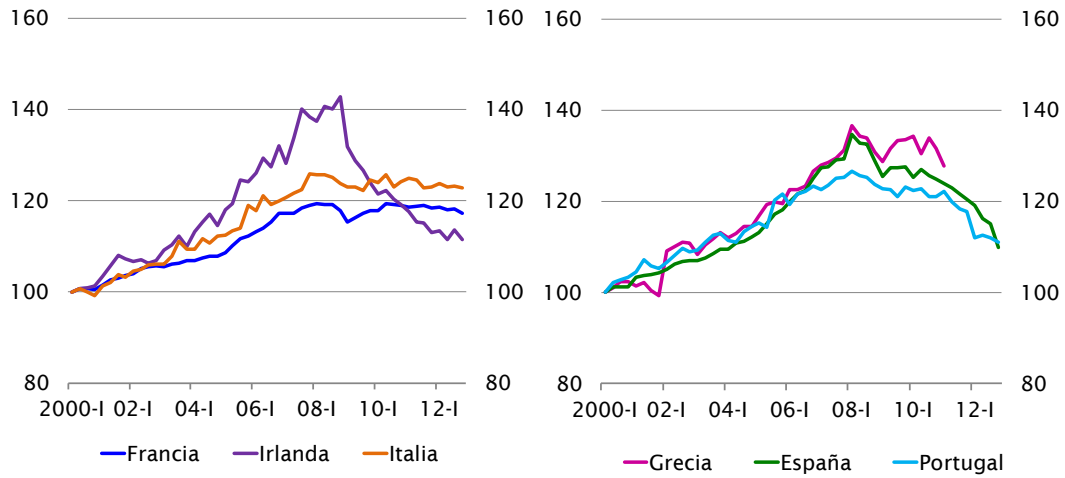
El proceso de normalización de alza de tasas sería mucho después, cuando la tasa de desempleo esté por debajo del 6,5% o cuando la inflación anual supere el 2,5%. Con todo, existe el riesgo de que la inflación se mantenga muy baja y, también, de que la recuperación se debilite, afectando la trayectoria del desempleo. Es justamente por este riesgo que la FED anunció que está abierta a aumentar o reducir la compra de activos dependiendo de la evolución de la tendencia del desempleo y de la inflación.

En Europa, el crecimiento se va a beneficiar de una política monetaria expansiva, una inflación más baja y mejora en la confianza, pero seguirá arrastrada por los problemas de los países periféricos. En la región hay cada vez más confianza de que, gracias a las políticas del Banco Central Europeo (BCE) y a los ajustes y reformas de los países periféricos, el riesgo de una crisis de la Unión Monetaria Europea se ha reducido y las economías de los países periféricos estarían tocando fondo o muy cerca de hacerlo. De hecho, el ISM reciente da una señal clara. Destaca España que ha tenido una gran mejora de competitividad, la actividad manufacturera estaría dejando de contraerse, sus exportaciones crecen a tasas de dos dígitos y su cuenta corriente alcanza un superávit. (Gráficos 3 y 4). Como resultado, se proyecta que la Zona Euro se dejaría de contraer en el segundo semestre para comenzar a crecer, en forma lenta, el próximo año.

No obstante, la recuperación de los países periféricos se verá limitada por el alza en las tasas largas y en los spreads de deuda, que se ha producido en las últimas semanas, y por la restricción crediticia que ya lleva más de tres años. Es por esto que la Unión Europea requiere más que nunca de medidas expansivas, avanzar en destrabar los mercados de crédito y en crear la Unión Ban-

**Gráfico 3**

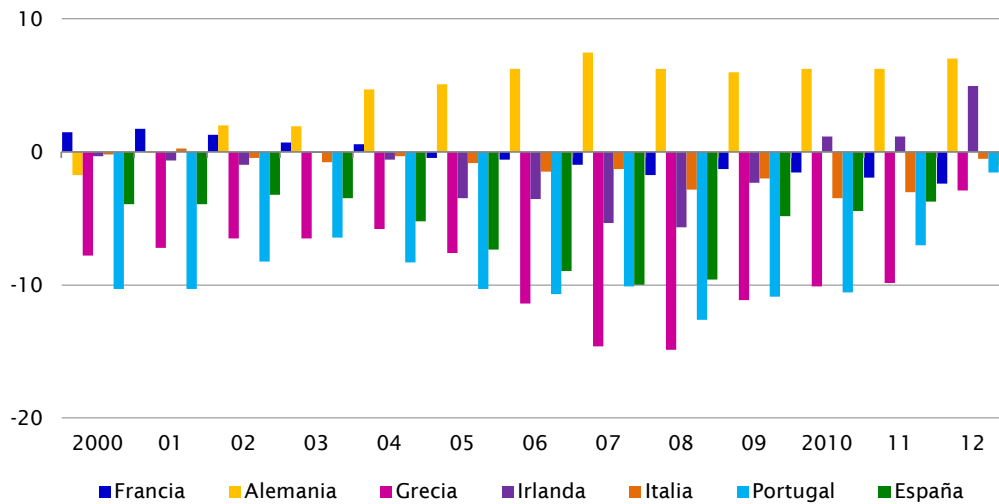
Evolución de los Costos Laborales Unitarios Relativo a Alemania  
(Índice 2000'Q1=100, series desestacionalizadas)



Fuente: OECD Stats.

**Gráfico 4**

Evolución del Saldo de la Cuenta Corriente en la Zona Euro  
(% del PIB)



Fuente: FMI, WEO Abril del 2013.

caria, para de esta forma desacoplar el costo de financiamiento de los bancos de los spreads soberanos de los respectivos países. En esta materia, el progreso ha sido lento, aunque la Unión Europea acaba de aprobar la directiva para la resolución de las crisis bancarias, un eslabón más en la creación de una Unión Bancaria.

En cuanto a Japón, éste se continuará beneficiando de la política monetaria expansiva, de la depreciación del yen y de las expectativas del fin de la deflación. Sin embargo, después de la elección de julio, el gobierno tiene que enfocarse en reformas estructurales (competencia, apertura, mercado laboral) para elevar su exiguo crecimiento potencial. Además, debe comenzar a enfrentar su problema de solvencia fiscal.

En los países emergentes todo apunta a que el crecimiento de este año será inferior al del año pasado. Los efectos del ajuste serán magnificados por los ajustes de precios de los activos financieros que hemos observado en los últimos dos meses.

En cuanto a China, como resultado de la pérdida de dinamismo de las exportaciones y de la producción industrial, y por las medidas de ajuste que se han introducido para controlar los desbalances, las tasas de crecimiento estarán más cercanas al 7% anual que al 10% de la década pasada.

Por su parte, el crecimiento de la India debiera repuntar ahora que las políticas internas se han ido corrigiendo, pero la depreciación de su moneda y la alta inflación limitan los intentos de estimular la demanda.

Brasil enfrenta el problema de bajo crecimiento, alta inflación, condiciones financieras internacionales menos favorables y una pronunciada depreciación de su moneda. En este caso, lo que Brasil necesita es atacar los problemas que limitan su crecimiento potencial y reestablecer sus equilibrios macro. Las reformas necesitan priorizar las

mejoras en la infraestructura y la eficiencia de su economía y avanzar también, más decididamente, en reducir la corrupción, un flagelo que se hace más intolerable cuando la economía deja de crecer y el crecimiento de los ingresos se reduce. En los próximos años debiera recibir un impulso de la inversión en infraestructura, pero difícilmente va a crecer en forma sostenida más allá del 3% anual.

En cuanto a México, sus perspectivas de crecimiento son muy favorables, gracias a la recuperación proyectada para los EE.UU., a su importante ganancia de competitividad versus China –su principal competidor en el mercado americano– y a las profundas reformas que se están llevando a cabo con la nueva administración.

El resto de Asia Emergente está afectado por el menor crecimiento de China y la depreciación del yen, lo que reduce sus perspectivas de crecimiento. Por su parte, África se está beneficiando de una mejora en el margen de la gobernabilidad y las cuantiosas inversiones en recursos naturales de los últimos años.

El menor crecimiento de China y la apreciación del dólar afectan los precios de commodities, lo que se traduce en pérdidas de ingreso de los países exportadores de este tipo de bienes.

Dada esta evolución de la economía mundial, las proyecciones de crecimiento para este año se han estabilizado en EE.UU., se han ajustado y se seguirán ajustando al alza en Japón y se han reducido en la Zona Euro, con excepción de España, donde se han estabilizado.

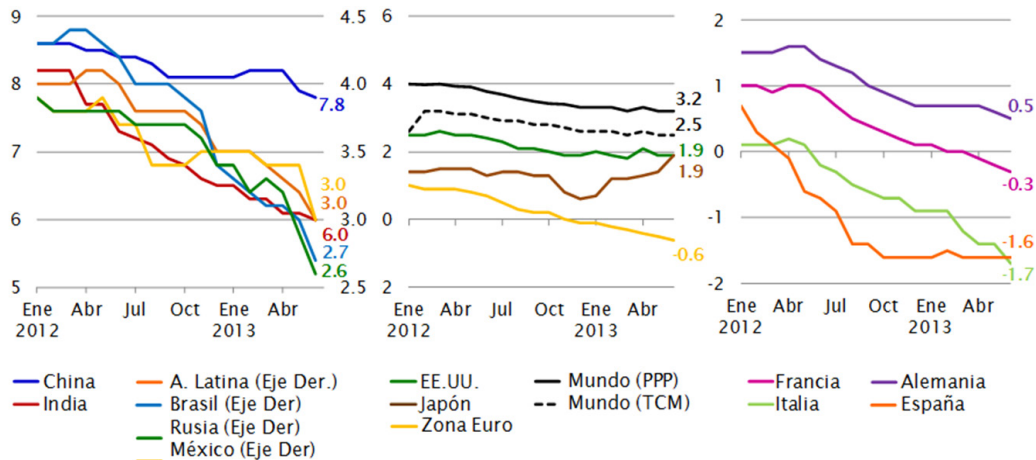
En el mundo emergente, las proyecciones de crecimiento para las principales economías se han seguido ajustando a la baja (Gráfico 5 y Tabla 1).

Como se aprecia en la Tabla 1, se proyecta que la economía mundial debiera tomar algo más de dinamismo el 2014, principalmente, por un mayor crecimiento en la Zona Euro y en EE.UU.

Gráfico 5

## Perspectivas de Crecimiento Económico para el 2013

(variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 1

## Proyecciones del crecimiento mundial

(variación anual, %)

	2009	2010	2011	2012	2013			2014		
					FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	-3.1	2.4	1.8	2.2	1.9 (2.0; 2.1; 2.3)	1.9 ↓	1.9 =	3.0 (3.0; 2.9; 2.9)	2.6 =	2.7 =
Zona Euro	-4.4	2.0	1.4	-0.6	-0.3 (-0.2; 0.2; 0.7)	-0.6 =	-0.6 ↓	1.1 (1.0; 1.2; 1.4)	1.2 =	0.8 ↓
Japón	-5.5	4.7	-0.6	2.0	1.6 (1.2; 1.2; 2.4)	2.1 ↑	1.9 ↑	1.4 (0.7; 1.1; 1.5)	1.4 =	1.5 =
Asia (ex-Japón)	6.0	9.9	7.6	5.9	6.5 (6.6; 6.8; 7.0)	6.2 =	6.5 ↓	6.9 (7.1; 7.1; 7.5)	7.0 =	6.8 =
China	9.2	10.4	9.3	7.8	7.8 (8.2; 8.2; 8.5)	7.6 =	7.8 ↓	8.2 (8.5; 8.5; 8.7)	8.0 =	7.8 ↓
India	5.0	11.2	7.7	4.0	5.7 (5.9; 6.0; 6.5)	5.3 =	6.0 ↓	6.2 (6.4; 6.4; 7.5)	6.6 =	6.8 =
América Latina	-1.5	6.1	4.6	3.0	3.4 (3.6; 3.9; 4.2)	2.6 =	3.2 ↓	3.9 (3.9; 4.0; 4.1)	3.4 =	3.7 ↓
Brasil	-0.3	7.5	2.7	0.9	3.0 (3.5; 4.0; 4.6)	2.2 =	3.0 ↓	4.0 (4.0; 4.2; 4.0)	2.8 =	3.6 ↓
México	-6.0	5.3	3.9	3.9	3.4 (3.5; 3.5; 3.6)	2.7 =	3.2 ↓	3.4 (3.5; 3.5; 3.8)	4.1 =	4.0 =
Mundo (PPP)	-0.6	5.2	4.0	3.2	3.3 (3.5; 3.6; 3.9)	3.0 =	3.2 =	4.0 (4.1; 4.2; 4.4)	3.8 =	3.8 ↓
Mundo (TCM)	-2.2	4.1	2.9	2.5	2.6 (2.7; 2.9; 3.2)	2.3 =	2.5 =	3.4 (3.4; 3.5; 3.7)	3.0 =	3.2 =
Comercio Mundial	-10.6	12.5	6.0	2.5	3.6 (3.8; 4.5; 5.1)			5.3 (5.5; 5.8; 6.1)		

Fuente: Consensus Forecasts, Junio 2013; Asia Pacific CF, Junio 2013; Latin America CF, Junio 2013; FMI: WEO, Abril 2013 y en paréntesis: Update Enero 2013; WEO Octubre 2012 y Update Julio 2012, respectivamente; Bancos de Inversión: J.P. Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank.



Con todo, las proyecciones de crecimiento de corto plazo siguen enfrentando algunos riesgos, los que tienen un sesgo a la baja:

- (1) El aumento de las tasas largas y mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales por dificultades con el término del QE.
- (2) Una baja más pronunciada en el crecimiento de China por mayores dificultades en su sistema financiero y en lograr el cambio en el motor de crecimiento, lo que llevaría a una mayor caída en los precios de los productos primarios y depreciación de las monedas de los países que son importantes exportadores de estos productos.
- (3) Una intensificación de la crisis europea con efectos en la estabilidad de los mercados financieros y el crecimiento de la economía mundial.
- (4) Una intensificación de los problemas geopolíticos en la península de Corea.

Pero también hay un sesgo al alza, relacionado con sorpresas respecto de EE.UU.

#### 4. Perspectivas de la economía chilena

Como lo reconoce el Banco Central en su IPOM de junio, en los últimos meses la actividad y la demanda interna se han desacelerado algo más rápido de lo previsto en el IPOM de marzo. El IMACEC creció 3,5% anual en mayo, nuevamente por debajo de las expectativas del mercado y con estas cifras, en el trimestre móvil marzo-mayo, el IMACEC registró una contracción anualizada de 1,3% (Gráfico 6).

A nivel sectorial, el comercio continúa dinámico y la minería se expandió 3,1% anual en mayo, acumulando un crecimiento de 5,0% anual en los

primeros cinco meses del año. En contraste, los servicios empresariales y el sector construcción pierden dinamismo. La venta de insumos para la construcción se desacelera con fuerza, los permisos de construcción caen un 12,1% en 12 meses en el mes mayo y la superficie autorizada un 13,8% en el mismo período. El IMACON de abril se expandió 4,1% anual, acumulando una expansión de 4,8% anual entre enero y abril, reduciendo su tasa de crecimiento desde el 10% registrado en el 2012 (Gráfico 7).

Por su parte, la producción manufacturera, prácticamente, se mantuvo estancada entre enero y mayo acumulando sólo un 0,3% anual en este periodo y contrayéndose en 4,2% anual en el mes de mayo.

En paralelo, la confianza empresarial, si bien aún se mantiene en terreno optimista, se redujo con fuerza en la industria y la construcción durante mayo, a diferencia del aumento de la confianza en el sector minero.

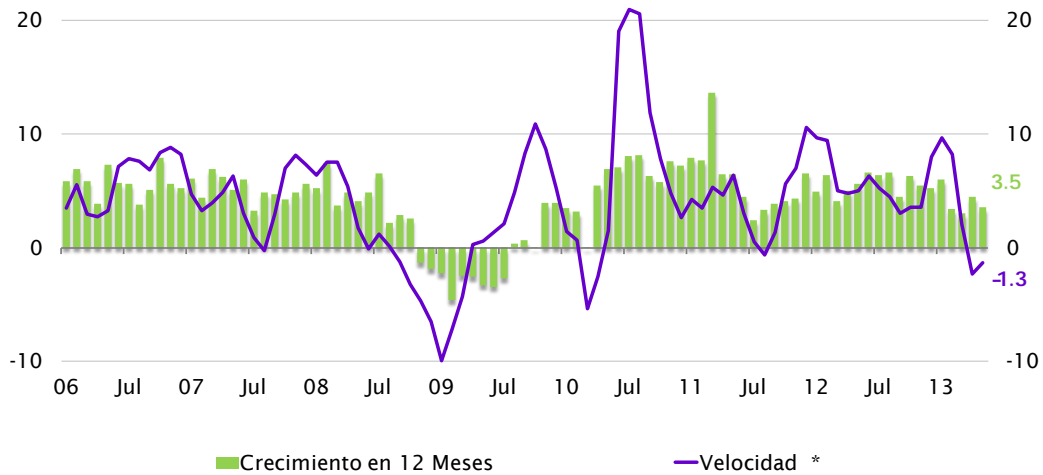
En cuanto a la demanda interna, ésta sigue impulsada por el consumo privado, en especial, por el consumo de bienes durables, que se beneficia del bajo desempleo y los aumentos de salarios reales. Las ventas minoristas reales crecieron un 11,4% anual y un 7,5% anualizado en el trimestre móvil marzo-mayo. Sin embargo, la inversión se desacelera, especialmente en el componente de maquinarias y equipos, y se relaciona con la finalización de un conjunto importante de proyectos mineros y energéticos. Así, también, la importación de bienes de capital ha perdido dinamismo.

En cuanto a las condiciones financieras, las colocaciones nominales de créditos a personas y empresas continúan desacelerándose y las tasas de interés siguen reduciéndose. Por su parte, el crecimiento del crédito para viviendas se ha estabilizado.

En tanto, la inflación se mantiene baja, afectada por efectos temporales del descenso de los

**Gráfico 6**

IMACEC (%)

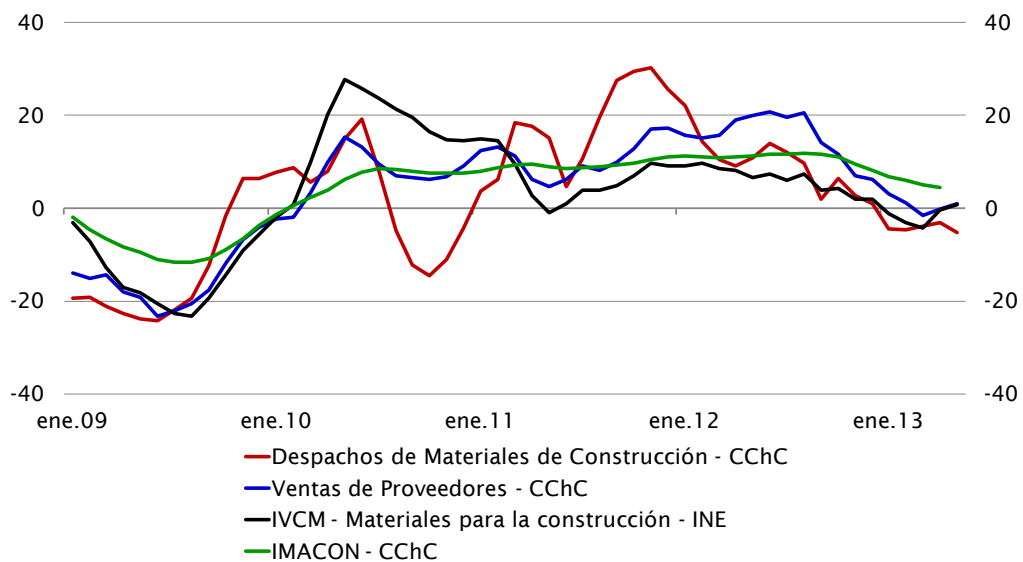


\* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 7**

Materiales de Construcción  
(variación anual del promedio móvil trimestral, %)



Fuente: Cámara Chile de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.

precios de los combustibles y la apreciación del peso en los primeros meses del año, sumado a las caídas en los precios de la energía, los cuales se han empezado a revertir recientemente. En junio, la inflación mensual fue de 0,6%, empujada por el aumento de las tarifas eléctricas, los precios de los combustibles y los vegetales. Con estos datos, el registro anual llegó a 1,9%. Por su parte, en el último mes, el peso se ha depreciado con fuerza, lo que empujaría el aumento en la inflación en los próximos meses.

En referencia al mercado laboral, las condiciones se mantienen estrechas. La tasa de desempleo se mantuvo en 6,4% en el trimestre marzo-mayo y se redujo desde el 6,7% registrado doce meses atrás. El empleo y la fuerza de trabajo crecieron en 2,0% y 1,6% anual, respectivamente, en el trimestre marzo-mayo. El crecimiento del empleo estuvo impulsado por la expansión del empleo asalariado en 2,3% anual, mientras que los ocupados por cuenta propia aumentaron en 1,4%.

En tanto, los salarios nominales siguieron creciendo por encima del 6% anual en el mes de mayo, con lo que las remuneraciones reales se incrementaron levemente por encima del 5% anual. Con estas cifras, el crecimiento de la masa salarial superó, por segundo mes consecutivo el 7% anual en el trimestre marzo-mayo. Dadas las condiciones del mercado laboral y el aumento de los salarios, la confianza de los consumidores se mantiene alta, aunque tuvo una importante caída en mayo.

En el IPOM de junio, publicado por el BCCh en esta semana, los cambios destacados en los supuestos del escenario económico internacional incluyen un menor crecimiento de los socios comerciales y menores precios estimados para el cobre.

Así, con una mayor desaceleración prevista para la demanda interna y, en especial, para la inversión, el rango estimado para el crecimiento

del PIB en el 2013 se corrigió a la baja desde 4,5-5,5% hasta 4,0-5,0%. Por su parte, la inflación a diciembre llegaría a 2,6% anual y alcanzaría el 3% en el 2014.

Para el déficit en cuenta corriente se proyecta un aumento hasta 4,7% del PIB, por el menor precio del cobre y el dinamismo del consumo privado. En cuanto a la Tasa de Política Monetaria (TPM), se supone una trayectoria similar a las expectativas del mercado.

En resumen, no hay duda de que el escenario macro chileno ha cambiado en forma importante en los últimos meses: desaceleración en el crecimiento del PIB y de la inversión y depreciación del peso. Sin embargo, el consumo privado sigue creciendo con fuerza.

Con la inflación bajo la meta, el BCCh ha empezado a evaluar reducciones en la TPM. Una eventual baja de tasas va a estar condicionada a una moderación del consumo privado para así controlar el deterioro de la cuenta corriente, lo que debiera venir pronto.

En cuanto al escenario externo, éste ha cambiado en forma importante con la combinación de una desaceleración de la economía china y el anticipo de que la liquidez mundial comenzará a reducirse. Ahora, se contempla menores términos de intercambio, aumentos en el costo del crédito internacional, salidas de capitales y depreciación del peso.

Mi escenario central para el 2013 contempla una o dos bajas de la TPM en el segundo semestre, un crecimiento del PIB hacia el límite inferior del rango del BCCh y una inflación anual a diciembre en torno al 2,4%. En la Tabla 2 se presentan las distintas proyecciones de las principales variables económicas para el 2013 y 2014.

Chile está bien preparado desde el punto de vista macro/financiero para enfrentar los shocks ex-

**Tabla 2**  
Chile: Proyecciones Macroeconómicas  
(variación % anual)

	2010	2011	2012	2013				2014		
				BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	5.8	5.9	5.6	(4.0 - 5.0)	4.7 (4.3; 5.2)	5.0	4.6 (4.3; 4.8)	4.7 (4.2; 5.1)	4.7	4.7 (4.0; 5.0)
Demanda Interna	13.6	9.1	7.1	4.9	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.8	8.9	6.1	5.0*	5.5	5.4	-	4.9	5.1	-
Inversión total	12.2	14.7	12.3	5.5	7.6	8.0	-	6.2	7.5	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-	-0.3	1.0	-	-0.4	0.6	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	478.6	-	511.4**	483.2	510*** (490; 525)	524.1**	491.9	510*** (490; 540)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.5	2.6	2.3 (1.8; 2.7)	2.6	2.4 (1.9; 2.7)	3.0 (2.5; 3.4)	3.3	3.0 (2.6; 3.1)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.2	6.5	-	-	6.5	-	-	6.5	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.7	-1.3	-3.5	-4.7	-4.0 (-5.3; -2.3)	-4.4	-	-3.7 (-5.5; -1.6)	-3.8	-

Se refiere al consumo total.

\*\*Corresponde a fines de Mayo del siguiente año.

\*\*\* Corresponde a fines de Junio del siguiente año.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Junio, 2013) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Junio, 2013); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Junio, 2013), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Mayo, 2013).

ternos que estamos experimentando, aunque éstos igual afectarán el dinamismo de nuestra economía. En momentos como éste se hace más urgente avanzar en remover los obstáculos internos que dificultan el ajuste de nuestra economía y reducen su potencial de crecimiento, y así poder seguir avanzando sobre el gran progreso que hemos logrado en los últimos 30 años. En particular, es importante que las autoridades no olviden que paralelamente a las reformas necesarias para el crecimiento de largo plazo, se deben enfrentar potenciales rigide-

ces que dificultan el ajuste de los mercados a los shocks externos, y que muchas veces hacen que los sectores de menores ingresos, que son los que tienen menor capacidad de protegerse frente a los shocks, paguen un costo desproporcionadamente alto en recesiones y desaceleraciones. Aquí es necesario avanzar en flexibilizar el mercado laboral, manteniendo niveles de protección adecuados, facilitar los procesos de liquidación de las empresas y reasignación de recursos en caso de quiebra, y mejorar las redes de protección social.