

El momento económico internacional y nacional

Mayo 2013

VITTORIO CORBO

- Las acciones del Banco Central Europeo (BCE), orientadas a inyectar liquidez al sistema financiero, las señales de progreso en los programas de ajuste fiscal y de reformas introducidos por los países periféricos, y los avances en la creación de un mecanismo único de supervisión bancaria, han aumentado la confianza en el euro. Lo anterior, unido a la abundante liquidez internacional, ha derivado en una mejora generalizada de los mercados de deuda.
- A pesar de los avances, el nivel de incertidumbre es todavía elevado, y el sistema financiero es aún frágil y vulnerable a shocks macro-financieros. Los mercados de crédito siguen fragmentados, lo que produce diferencias importantes en el acceso y costo del financiamiento entre empresas y personas de los países periféricos y del centro de Europa. Esto también limita la efectividad de la política monetaria del BCE, frena la recuperación de dichos países y pone en riesgo la continuidad de los programas de ajuste y de reformas para retomar el crecimiento.
- Respecto a crecimiento, la evolución de las principales economías desarrolladas ha sido dispar. En EE.UU. el consumo y la inversión en viviendas estuvieron dinámicos, pero el gasto del gobierno se contrajo con fuerza como resultado del programa pre-legislado de secuestro del gasto público. En Europa, las cifras recientes de actividad fueron decepcionantes, la confianza cayó a su menor nivel desde diciembre pasado, el desempleo alcanzó su cifra récord en abril y la producción manufacturera completó 21 meses consecutivos de caídas ese mismo mes. En Japón, los nuevos estímulos monetarios y fiscales, y la asociada depreciación del yen, comienzan a impulsar la actividad.
- La evolución de las principales economías emergentes ha sido positiva. En China, el crecimiento del primer trimestre estuvo por debajo del 8,0% esperado por el mercado, debido a la desaceleración de la producción industrial y de la inversión. Sin embargo, la contribución al crecimiento del consumo volvió a superar la contribución de la inversión. Por su parte, India progresa en reducir la inflación y está recibiendo un impulso de un mejor monsoon, mejores expectativas y de la expansión del consumo interno, mientras que el resto de Asia emergente se beneficia de la resiliencia de EE.UU. y del mayor dinamismo de Japón.
- Con todo, el crecimiento de la economía mundial proyectado para el 2013 sería parecido al del 2012 para incrementarse a una tasa en torno al 4% en el 2014.
- En lo que se refiere a Chile, después del fuerte dinamismo exhibido por la economía chilena en los últimos seis meses, han comenzado a surgir los primeros signos de desaceleración. En marzo, el IMACEC creció 3,1% anual y el crecimiento anualizado del primer trimestre se habría reducido hasta 4,1%. La producción manufacturera, la inversión en construcción y en bienes de capital, han perdido fuerza en los últimos meses. En contraste, el comercio y la minería han permanecido dinámicos, al igual que el gasto en consumo.
- El mercado laboral sigue firme, continuando con la trayectoria descendente de la tasa de desempleo y con crecimiento del empleo y de los salarios. A pesar de eso, la inflación se mantiene baja producto de factores transitorios como la apreciación del peso, la baja de los precios regulados, y la caída de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles.
- Mi escenario central para el 2013 en Chile contempla un crecimiento del PIB algo por debajo del 5% y de una inflación a diciembre en torno al 2,3% anual. El principal riesgo en este escenario es que el crecimiento del consumo privado no se desacelere lo suficiente y no permita limitar alzas del déficit de la cuenta corriente y de la inflación. En el entorno externo, los riesgos principales son un deterioro de la crisis europea y una baja abrupta en el crecimiento de China.

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

1. Introducción

En los últimos meses, la probabilidad de eventos extremos y de alto costo en Europa se ha reducido, lo que unido a la amplia liquidez inyectada por los bancos centrales ha resultado en una mejora generalizada de los mercados de deuda. Además, los países periféricos han avanzado en sus programas de ajustes, mejoraron su competitividad y redujeron sus desbalances fiscales y de cuenta corriente.

Sin embargo, a pesar de estos importantes avances, los mercados han seguido experimentando períodos de volatilidad afectados por eventos particulares que han generado dudas sobre la capacidad de gestión de la crisis, tanto por parte de los países con problemas como de los líderes de la comunidad europea.

En cuanto a la economía mundial, los riesgos de corto plazo al crecimiento se han reducido en forma importante. A esto han contribuido la mayor confianza en la sobrevivencia del euro, la resiliencia del crecimiento de EE.UU., a pesar de su ajuste fiscal y de la recesión europea, y las mejores perspectivas de Japón como resultado de sus agresivos programas de estímulo fiscal y monetario, donde este último estuvo muy por encima de lo esperado y ha resultado en una pronunciada depreciación del yen. En este contexto, el crecimiento seguirá caracterizado por el mayor dinamismo de los países emergentes y una mayor debilidad de las economías desarrolladas.

En lo que respecta a la economía nacional, después de tres años muy buenos en términos de crecimiento, desempleo e inflación, han empezado a registrarse ciertas señales de desaceleración en el sector de la construcción y en la inversión, lo que contrasta con el dinamismo que sigue presentando el gasto en consumo.

En la siguiente sección se expone un análisis detallado de la situación actual de la crisis europea

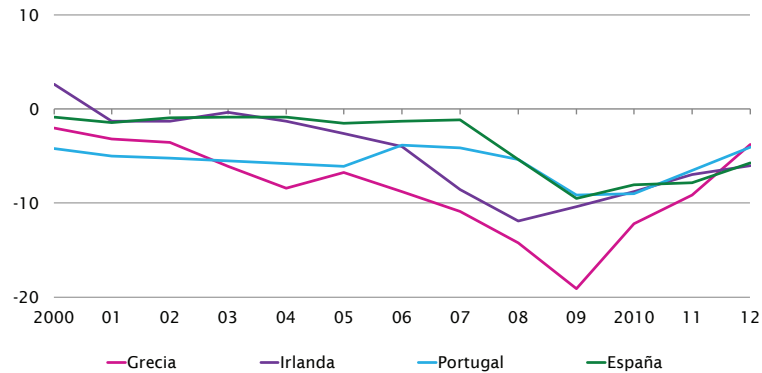
seguido por el estado de la economía mundial y sus perspectivas de crecimiento. Para finalizar, se presenta la evaluación de la economía chilena.

2. La crisis europea: Situación actual y perspectivas

En los últimos meses, la probabilidad de eventos extremos y de alto costo en Europa se ha reducido, lo que unido a la amplia liquidez inyectada por los bancos centrales ha resultado en una mejora generalizada de los mercados de deuda. Los principales factores detrás de esto han sido: (1) las acciones del Banco Central Europeo (BCE) iniciadas a partir de fines de julio del 2012 con la declaración de su presidente que haría lo que fuera necesario para salvar al euro, declaración que fue seguida el 2 de agosto con el anuncio del Consejo del BCE sobre la creación de un programa de compras ilimitadas de bonos públicos en los mercados secundarios, sujeto a programas de ajustes con condiciones determinadas por el BCE; (2) las señales de progreso en los programas de ajuste fiscal y de reformas introducidos por los países periféricos con programas financiados y supervisados por la troika (BCE, Grupo Euro y Fondo Monetario Internacional) en Grecia, Irlanda y Portugal, que han permitido la renovación de estos acuerdos y en los países que estaban experimentando alzas importantes en el rendimiento de sus bonos públicos que amenazaban su solvencia fiscal y la estabilidad financiera (España e Italia); y (3) los avances en la creación de un mecanismo único de supervisión bancaria que será dirigido por el BCE y que una vez operativo se encargará inicialmente de supervisar a los 220 bancos más grandes de Europa.

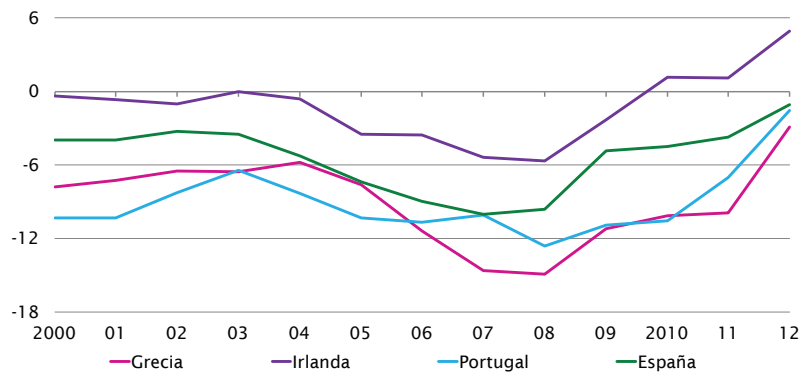
En cuanto al progreso con los programas de ajuste y de reformas, destacan Grecia, Irlanda, Portugal y España con importantes mejoras de su competitividad, con combinaciones de aumento de

Gráfico 1

Balance Estructural del Gobierno General
(% del PIB Potencial)

Fuente: FMI, WEO Abril del 2013.

Gráfico 2

Cuenta Corriente
(% del PIB)

Fuente: FMI, WEO Abril del 2013.

productividad y moderación o bajas en los salarios, y avances importantes en la reducción de sus desbalances fiscales y de cuenta corriente (Gráficos 1 y 2) en los cuatro países mencionados y también en Italia.

La mejora generalizada de los mercados financieros europeos se manifiesta en bajas importantes en el rendimiento de los bonos públicos de los países periféricos (Gráfico 3), descenso de las ren-

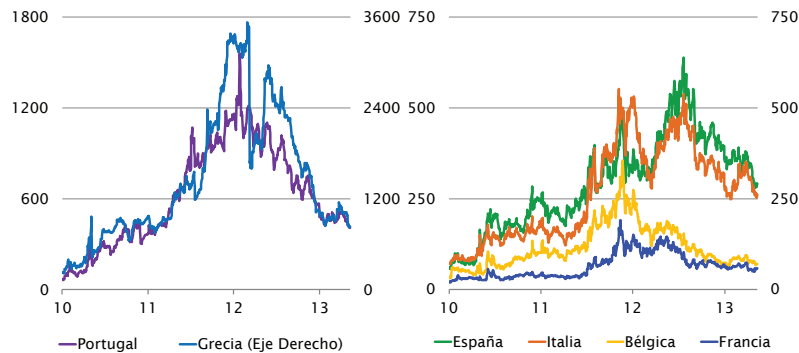
tabilidades en los mercados de deuda corporativa, el retorno anticipado a los mercados voluntarios de deuda pública de Irlanda primero y Portugal después, a tasas de interés impensadas hace sólo unos meses, y la mejora en el acceso a los mercados de deuda de los bancos de los países periféricos.

A pesar de estos importantes avances, los mercados han seguido experimentando períodos

Gráfico 3

Premios por Riesgo Soberanos

(Medidos como spreads de rendimientos de los bonos a 10 años sobre bonos alemanes)



Fuente: Bloomberg, 13 de mayo del 2013.

de volatilidad afectados por eventos particulares que han generado dudas sobre la capacidad de gestión de la crisis, tanto de parte de los países con problemas como de los líderes de la comunidad europea. Entre estos eventos se destacan: (1) problemas de gestión de la crisis de Chipre, donde los Ministros de Hacienda de la Zona Euro acordaron, en una primera instancia, incluir en el financiamiento de su sistema bancario un impuesto a los depósitos de hasta los 100.000 euros, los cuales contaban con seguros de depósitos, lo que generó dudas sobre la seguridad de este tipo de depósitos en todos los países con problemas de la Zona Euro; (2) la decisión de la Corte Suprema en Portugal de anular recortes de gastos asociados a sueldos y pensiones de empleados públicos, lo que produjo una brecha de 0,8% del PIB respecto a lo establecido en el programa de ajuste de este país; (3) la incertidumbre asociada a las elecciones de Italia y, después, a la incapacidad de poder formar un gobierno, lo que terminó paralizando su incipiente programa de reformas; (4) el gran deterioro del sector bancario de Eslovenia, principalmente en manos del Estado, como resultado del reventón de una burbuja inmo-

biliaria y su prolongada recesión, que va a requerir recapitalización, posiblemente, a través de un nuevo programa de ajuste apoyado por la Zona Euro.

Con todo, el nivel de incertidumbre es todavía elevado y el sistema financiero es aún frágil y vulnerable a shocks macro-financieros.

En particular, una evolución económica peor de lo esperada tendría efectos negativos en la cartera de los bancos afectando su capacidad de captar capital y de conceder crédito. Para controlar este riesgo hay que impulsar el crecimiento, reforzar la confianza en los balances de los bancos, transparentándolos y acelerando su capitalización. En cuanto a transparencia, es de particular importancia avanzar en uniformar criterios de refinanciación y reestructuración de créditos y acompañar estos procesos por una adecuada creación de provisiones. En esta área, el país que está más avanzado entre los países periféricos es España que recibió un crédito para capitalizar y reestructurar su banca del Mecanismo Europeo de Estabilización (MEDE por sus siglas en español y ESM por sus siglas en inglés) con una estricta condicionalidad especificada en el Memorandum of Understanding (MOU).

A pesar del progreso alcanzado, los mercados de crédito de la Zona Euro siguen fragmentados, lo que dificulta el funcionamiento de la Unión Monetaria y redundando en diferencias importantes en el costo del financiamiento y en el acceso al crédito entre empresas y personas de los países periféricos y de los países del centro de Europa. Esto termina actuando como un importante freno a la recuperación de los periféricos y pone en riesgo la continuidad de los programas de ajuste y de reformas. La solución más definitiva de este problema pasa por la creación de una unión bancaria, pero la creación de esta institucionalidad va a ser un proceso largo y complejo y la reactivación de los países emergentes es un problema más urgente. Para resolver este problema, en el corto plazo se requerirá de una intervención más directa del BCE en los mercados de crédito de los países emergentes, ya sea comprando activos securitizados con este tipo de créditos o estableciendo programas específicos encaminados a promover la expansión de crédito en estos países. Este tipo de programas va a necesitar también de alguna garantía que cubra pérdidas dado que el BCE, de acuerdo a su mandato, no puede entregar subsidios.

El buen funcionamiento de los mercados de crédito en la Zona Euro es también necesario para que la política monetaria del BCE sea efectiva en lograr su objetivo de estabilidad de precios. En este contexto, la baja reciente de la tasa de política que introdujo el BCE actúa como un estímulo en los países del centro de Europa, pero sus efectos son muy marginales en los países periféricos.

El principal riesgo en la Zona Euro es que un estancamiento económico prolongado deteriore la solvencia de la banca de los países periféricos, les dificulte su capitalización y reestructuración y además le impida a estos países continuar avanzando en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales para aumentar su crecimiento potencial

3. Perspectivas de la economía mundial

Los riesgos de corto plazo al crecimiento se han reducido en forma importante. A esto han contribuido la mayor confianza en la sobrevivencia del euro, la resiliencia del crecimiento de EE.UU., a pesar de su ajuste fiscal y de la recesión europea, y las mejores perspectivas de Japón como resultado de sus agresivos programas de estímulo fiscal y monetario, donde este último estuvo muy por encima de lo esperado y ha resultado en una pronunciada depreciación del yen.

Aunque los riesgos a la baja del crecimiento se han reducido, en el escenario base, las proyecciones más recientes de crecimiento para este año y el próximo, se han revisado a la baja, aunque levemente, a pesar de una recesión más profunda que lo anticipado en Europa.

En concreto, el reciente informe sobre las perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la recuperación de este año será a distintas velocidades: los más dinámicos serían los países emergentes y en desarrollo que acelerarían su crecimiento a un 5,3% este año, después EE.UU. y Japón que crecerían entre el 1,5 y el 2% y, más atrás, la Zona Euro que tendría otra caída de producto en torno a medio punto porcentual.

La diferentes velocidades de crecimiento entre los países emergentes y en desarrollo y los países avanzados, unido a las importantes diferencias en las tasas de política y a la amplia liquidez internacional, estimulan los flujos de capitales hacia los países emergentes y en desarrollo y contribuyen a la apreciación de sus monedas, aumentan los riesgos de incubación de burbujas en precios de activos, crecen los riesgos a la estabilidad financiera y dificultan el uso de la política monetaria para mantener la estabilidad de precios.

En este contexto, las cifras más recientes de actividad han sido más débiles de lo proyectado, tanto para Europa como para China. En contraste, EE.UU. y Japón muestran más dinamismo que lo proyectado.

En la reunión de los G-20 y del FMI-Banco Mundial de hace unas semanas, ya se expresó una gran preocupación por la recesión europea y sus efectos en el desempleo, la continuidad de los programas de ajuste de los países periféricos y la recuperación de la economía mundial. Además, el fin de semana recién pasado hubo una reunión de los Ministros de Hacienda de los países que integran el G-7, donde uno de los principales temas en la agenda fue analizar las opciones para impulsar la recuperación de Europa y de la economía mundial.

En cuanto a las principales economías, EE.UU. tuvo un primer trimestre mejor al anterior, pero más débil de lo esperado. Pero este crecimiento promedio esconde importantes diferencias, el consumo y la inversión en viviendas estuvieron muy dinámicas (creciendo con respecto al trimestre anterior en un 3,2% y 12,6% anualizado respectivamente), pero el gasto del gobierno se contrajo con fuerza (8,4%), especialmente por el recorte del gasto en defensa, como resultado del recorte fiscal introducido como parte del programa pre-legislado de secuestro del gasto público.

En Europa, las cifras de actividad más recientes han sido decepcionantes: (1) la confianza económica en la Zona Euro cayó a su menor nivel desde diciembre pasado; (2) el desempleo en la Zona Euro alcanzó la cifra récord de un 12,1% en abril; (3) en el mismo mes, la producción manufacturera completó 21 meses consecutivos de caídas.

En Japón, los nuevos estímulos monetarios y fiscales y la asociada depreciación del yen comienzan a impulsar la actividad. El Banco Central de Japón se fijó como objetivo alcanzar una inflación

anual de tendencia del 2%. Para intentar lograrlo, duplicará su balance, pasando del 30% al 60% del PIB, comprando un amplio abanico de activos. En paralelo, la autoridad fiscal está introduciendo un programa de estímulo de 1,5% del PIB. El efecto combinado de estas políticas, incluyendo la fuerte depreciación del yen, le están proporcionando un fuerte estímulo a la expansión de los sectores transables, esto es, a los sectores que compiten con las importaciones y exportaciones. Un efecto colateral de esta política es la reducción en la competitividad de las exportaciones del resto del mundo con respecto a Japón.

En cuanto a los principales países emergentes, en China, el crecimiento del primer trimestre del 2013 alcanzó sólo un 7,7% anual, por debajo del 8,0% esperado por el mercado, debido a la desaceleración de la producción industrial y de la inversión. Sin embargo, se aceleró el crecimiento del crédito y de los agregados monetarios, y la contribución al crecimiento del consumo volvió a superar la contribución de la inversión. Esta es una muy buena noticia porque muestra que China está progresando en lograr el objetivo de cambiar los motores del crecimiento desde la inversión y las exportaciones hacia el consumo interno y los servicios. Esta era su única opción para poder mantener tasas de crecimiento por sobre el 7,5% anual con un mundo desarrollado que ha reducido significativamente la demanda por sus exportaciones. Esta estrategia facilita también la aplicación de medidas que permitan mejorar la eficiencia de la inversión. Además, la inflación anual alcanzó un 2,4% en abril lo que, unido a la desaceleración de Europa, le quita presión al control del crédito.

Por su parte, India progresa en reducir la inflación y está recibiendo un impulso de un mejor monsoon, mejores expectativas y de la expansión del consumo interno.

El resto de Asia emergente se beneficia de la resiliencia de EE.UU. y del mayor dinamismo de Japón, pero sufre los efectos de la pronunciada depreciación del yen.

En América Latina, Brasil sigue con un crecimiento mediocre afectado por la incertidumbre del marco de política y el bajo crecimiento de Argentina. México sigue creciendo en torno al 3% aprovechando su ganancia de competitividad con China, asociada a la reducción significativa de la brecha de los costos unitarios del trabajo y al crecimiento de EE.UU.

En cuanto a las perspectivas para el corto plazo, el crecimiento de los países avanzados debería tomar más fuerza impulsado por condiciones financieras más favorables, políticas monetarias expansivas y la recuperación de la confianza. Sin embargo, los países periféricos de la Zona Euro seguirán experimentando pobres perspectivas de crecimiento en el corto y mediano plazo mientras implementan sus costosos programas de ajuste fiscal, introducen reformas estructurales para mejorar su competitividad y avanzan en recapitalizar y reestructurar sus bancos y en bajar el endeudamiento de las familias.

Los países emergentes y en desarrollo deberían beneficiarse de la recuperación de los países avanzados, de condiciones financieras favorables y, en algunos de ellos, de políticas macro muy expansivas para esta etapa del ciclo. Sin embargo, sus perspectivas de crecimiento de mediano plazo estarán condicionadas a cambios internos de políticas e instituciones que les permitan sostener el crecimiento en un entorno externo que se va a tornar eventualmente menos favorable en cuanto a condiciones financieras internacionales y términos de intercambio.

Revisemos ahora la evolución esperada de los principales países emergentes. China, está

llevando a cabo un cambio en el modelo de crecimiento desde uno apoyado en las exportaciones y la inversión hacia uno apoyado en el consumo y los servicios. El gobierno trata también de controlar la expansión del crédito no bancario preocupado por la estabilidad financiera, la sobreinversión de los gobiernos regionales y la formación de una potencial burbuja inmobiliaria. La nueva administración está interesada también en enfrentar los problemas de divergencias regionales, ampliar la red de protección social y mejorar la distribución del ingreso. La tarea es ardua y no se puede descartar una caída más pronunciada en su crecimiento durante la transición.

En India, el gobierno comienza a despertar de su letargo de cuatro años con una ambiciosa agenda de reformas financieras, privatizaciones y subsidios que deberían impulsar su crecimiento.

En Brasil, el gobierno necesita reducir la incertidumbre del marco de políticas y avanzar en la implementación de su ambicioso programa de infraestructura en base a un sistema de concesiones.

México se beneficiará de la mejora en su competitividad con respecto a China, del crecimiento de EE.UU. y de las profundas reformas estructurales ya implementadas y en preparación por su nuevo gobierno (educación, telecomunicaciones, comunicaciones, financiera, fiscal y energética).

En el mediano plazo, los riesgos al crecimiento de los países emergentes están sesgados a la baja (deterioro de condiciones financieras y de los precios de commodities). Los países emergentes más vulnerables son los que han debilitado su disciplina fiscal y monetaria, que han acumulado importantes desequilibrios y que han introducido grandes distorsiones en estos años de bonanza de los precios de los bienes primarios y de favorable acceso al financiamiento externo. Este es el caso de Argentina y Venezuela en nuestra región.

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)	2.0 =	2.1 ↑	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)	-0.5 =	-0.4 ↓	1.1 (1.0; 1.2; 1.4)	1.2 =	0.9 ↓
Japón	-5.5	4.7	-0.6	2.0	1.6 (1.2; 1.2; 2.4)	1.3 =	1.3 ↑	1.4 (0.7; 1.1; 1.5)	1.3 =	1.3 ↑
Asia (ex-Japón)	6.0	9.9	7.6	5.9	6.5 (6.6; 6.8; 7.0)	6.6 =	6.8 =	6.9 (7.1; 7.1; 7.5)	7.1 =	6.9 ↓
China	9.2	10.4	9.3	7.8	8.0 (8.2; 8.2; 8.5)	8.0 =	8.2 =	8.2 (8.5; 8.5; 8.7)	8.3 =	8.0 =
India	5.0	11.2	7.7	4.0	5.7 (5.9; 6.0; 6.5)	6.1 =	6.1 ↓	6.2 (6.4; 6.4; 7.5)	6.9 =	6.8 ↓
América Latina	-1.5	6.1	4.6	3.0	3.4 (3.6; 3.9; 4.2)	3.3 =	3.3 ↓	3.9 (3.9; 4.0; 4.1)	3.9 =	3.8 =
Brasil	-0.3	7.5	2.7	0.9	3.0 (3.5; 4.0; 4.6)	3.1 =	3.1 =	4.0 (4.0; 4.2; 4.0)	3.9 =	3.7 =
México	-6.0	5.3	3.9	3.9	3.4 (3.5; 3.5; 3.6)	3.3 =	3.4 ↓	3.4 (3.5; 3.5; 3.8)	3.8 =	4.0 ↑
Mundo (PPP)	-0.6	5.2	4.0	3.2	3.3 (3.5; 3.6; 3.9)	3.1 =	3.3 =	4.0 (4.1; 4.2; 4.4)	3.9 =	3.9 =
Mundo (TCM)	-2.2	4.1	2.9	2.5	2.6 (2.7; 2.9; 3.2)	2.3 =	2.6 ↑	3.4 (3.4; 3.5; 3.7)	3.1 =	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, Abril 2013; Asia Pacific CF, abril 2013; Latin America CF, Abril 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.

Considerando el efecto de todas estas fuerzas, se proyecta que el crecimiento de la economía mundial en el 2013 sería parecido al del 2012 para incrementarse a una tasa en torno al 4% en el 2014 (Tabla 1).

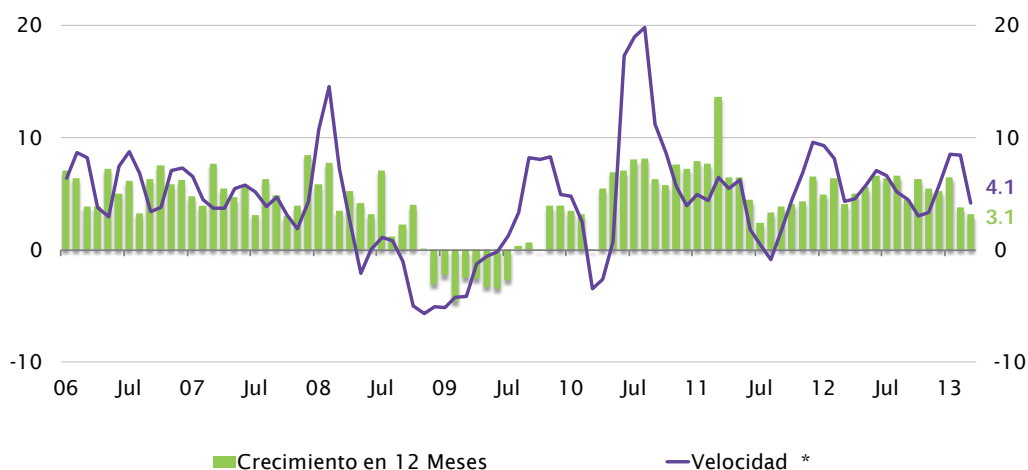
Estas proyecciones de crecimiento siguen enfrentando algunos riesgos, los que tienen un sesgo a la baja. El crecimiento puede resultar menor al proyectado por una intensificación de la crisis europea como resultado de un nuevo shock financiero o por una profundización de su recesión. Además, los problemas geopolíticos de la península de Corea se podrían agudizar, con efectos en los precios de commodities, la confianza y el crecimiento de Asia. En contraste, EE.UU. nos puede seguir dando sorpresas positivas y la efectividad de los estímulos de Japón pueden terminar teniendo efectos expansivos superiores a los proyectados.

4. Perspectivas para la economía chilena

En nuestra reunión de marzo destacábamos el fuerte dinamismo que mostraba la economía chilena en el último trimestre del 2012 y en los primeros meses de este año. Así, el PIB crecía un 6,1% anualizado en el cuarto trimestre y finalizaba el 2012 con un crecimiento de 5,6%. Sin embargo, cifras recientes empiezan a mostrar cierta desaceleración. En marzo, el IMACEC creció 3,1% anual, con lo que el crecimiento anualizado del primer trimestre se habría reducido hasta 4,1% (Gráfico 4).

Por el lado de la actividad, los sectores de mayor dinamismo han sido el comercio y la minería que creció 6,9% anual en marzo. En contraste, la producción manufacturera sigue débil y se contrajo 3,0% anual. El sector construcción también continúa

Gráfico 4

IMACEC
(%)

* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

con su trayectoria descendente. El IMACON aumentó 5,2% promedio en los dos primeros meses del año, muy por debajo de la tasa promedio superior al 10% anual registrado durante el año 2012. Esta pérdida de dinamismo del sector construcción es coherente con la persistente caída de la superficie aprobada para la edificación, con la pérdida de dinamismo de las ventas de casas y departamentos, con el menor crecimiento de la demanda de insumos para la construcción (Gráfico 5) y con condiciones financieras más restrictivas para este sector.

Pero no sólo la inversión en construcción está perdiendo dinamismo, sino que también la inversión en bienes de capital. Así, el crecimiento de las importaciones de bienes de capital ha perdido fuerza en los últimos meses (Gráfico 6). Además, las perspectivas de inversión en obras de ingeniería se han corregido a la baja, donde resalta la importancia de los sectores mineros y de energía.

Con todo, la confianza empresarial se mantiene en un nivel optimista, aunque los índices cayen

ron, con mayor intensidad en el sector construcción, durante el mes de abril.

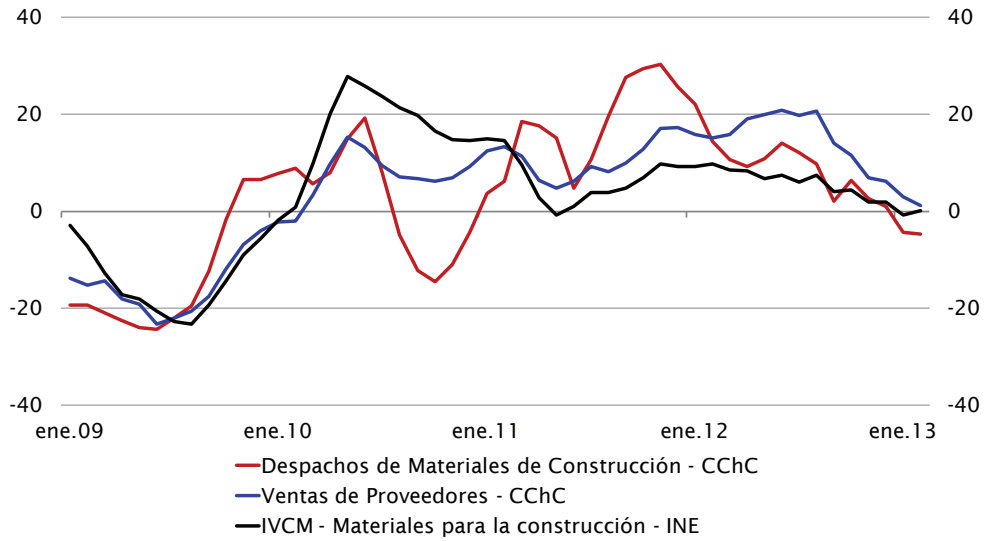
En cuanto al gasto en consumo, éste se mantiene dinámico, favorecido por buenos términos de intercambio, favorables condiciones financieras externas e internas, el dinamismo del empleo y las alzas de los salarios reales. Como muestra, en marzo, las ventas minoristas reales crecieron un 10,2% anual y en el trimestre móvil enero-marzo, lo hicieron en un 10,5% anualizado, impulsado por las ventas de bienes durables. Así también, las importaciones de bienes de consumo aumentaron en más de 15% anual en el trimestre móvil terminado en marzo (Gráfico 7).

El mercado laboral se mantiene dinámico. La tasa de desempleo se redujo hasta 6,2% en el trimestre enero-marzo desde 6,6% registrado en el mismo trimestre del año anterior. Por su parte, el empleo creció 1,5% anual, impulsado por el crecimiento del empleo asalariado en 2,3% anual. En cuanto a los salarios nominales, éstos mantuvieron

Gráfico 5

Materiales de Construcción

(variación anual del promedio móvil trimestral, %)



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

Gráfico 6

Importaciones de Bienes de Capital

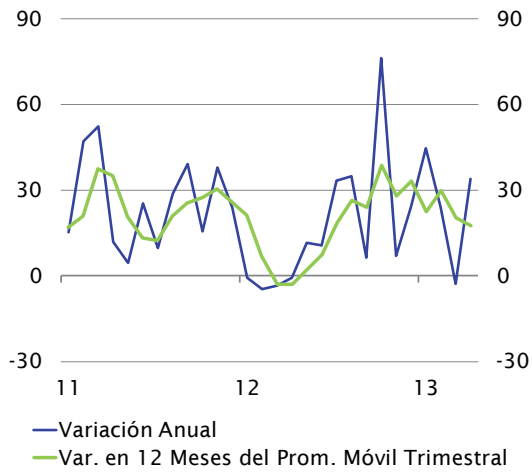
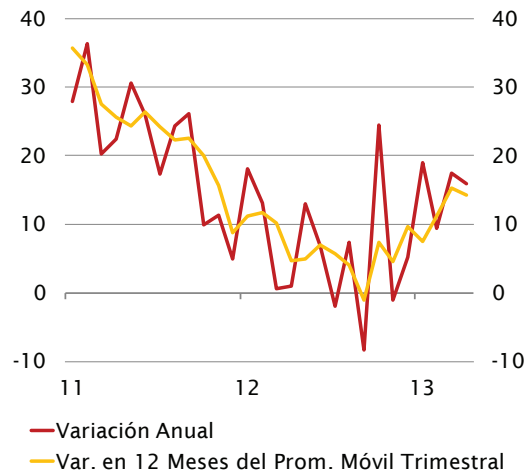


Gráfico 7

Importaciones de Bienes de Consumo



Fuente: Banco Central de Chile.

un crecimiento cercano al 6% anual en el tercer mes del año, mientras que el salario real creció por sobre el 4% anual. Con estos datos, el aumento en los ingresos reales del trabajo superó el 6,0% anual.

En materia de precios, la inflación se mantiene baja a pesar de la estrechez del mercado laboral, del alto crecimiento de los salarios y de la reducción de las holguras de capacidad. A esto han contribuido razones transitorias como la apreciación del peso, la baja de los precios regulados y la caída de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles.

En el mes de abril, la inflación anual se redujo hasta 1,0%, registrando una caída mensual de 0,5%, mayor a la esperada por el mercado, debido principalmente a los menores precios de transportes y combustibles. En cuanto a la transabilidad de los bienes, se mantiene la baja inflación de los bienes transables, que llegó a -0,7% anual, a diferencia de la inflación de los bienes no transables que se mantiene por encima del 3,0% anual, pero que se ha reducido en los últimos meses.

En paralelo, la confianza de los consumidores aumentó en abril apoyada por la creación de empleo, el alza de los salarios reales y la baja inflación.

Por su parte, la Encuesta de Expectativas Económicas de mayo del Banco Central da cuenta de una reducción en la proyección de inflación para diciembre de este año desde 2,8% anual hasta 2,5%. No obstante, la inflación esperada a dos años plazo se mantiene anclada en el 3,0%. Además, la proyección de crecimiento para el 2013 también se corrigió a la baja, desde 5,1% hasta 5,0% y se espera que la TPM se mantenga en 5,0% durante los próximos dos años.

En cuanto a las condiciones financieras, las colocaciones nominales de créditos continuaron desacelerándose en el mes de marzo. En la misma tendencia, según la Encuesta de Crédito Bancario

de marzo, las condiciones de oferta de financiamiento a las empresas y personas se hacen más restrictivas y la demanda de crédito se modera, a excepción de los créditos a grandes empresas. La restricción de oferta es especialmente severa para las empresas constructoras e inmobiliarias. Pareciera que la intervención verbal del Banco Central sobre el riesgo de incubación de una burbuja inmobiliaria ha sido escuchada por el sistema financiero, resultando en una reevaluación de los riesgos del crédito a estos sectores.

Con todo, la brecha entre la expansión de la demanda interna y la expansión del PIB aumenta el déficit en cuenta corriente y el riesgo de una aceleración de la inflación. Así, el Banco Central en su último IPOM señaló que el principal riesgo de la economía chilena era el excesivo dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, la moderación en el crecimiento del crédito y en la actividad del sector construcción reduce este riesgo.

En materia fiscal, el balance efectivo fue 0,6% del PIB en el 2012, favorecido por el buen desempeño de la actividad económica y por un crecimiento real del gasto de 4,7%, tasa que es un punto porcentual inferior a la tasa de crecimiento del PIB. En cuanto al balance estructural, este fue de un -0,6% del PIB. Para este año, la autoridad ha anunciado que la meta es llegar a un déficit estructural de 1% del PIB, con lo que la política fiscal sería algo más expansiva.

En cuanto a las perspectivas económicas, mi escenario central para el 2013 contempla un crecimiento del PIB algo por debajo del 5% y de una inflación a diciembre en torno al 2,3% anual. En la Tabla 2 se presentan las proyecciones para las principales variables económicas para el 2013 y 2014.

En el corto plazo, el principal riesgo que enfrenta la economía chilena se encuentra en el entorno interno y se refiere a que el crecimiento

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	(4.5 - 5.5)	5.1 (4.5; 5.7)	5.0	5.1 (4.7; 5.5)	4.8 (4.5; 5.1)	4.7	5.0 (4.6; 5.3)
Demanda Interna	13.6	9.1	7.1	6.1	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.8	8.9	6.1	5.7*	5.6	5.7	-	5.0	5.3	-
Inversión total	12.2	14.7	12.3	7.2	9.3	8.0	-	7.1	7.5	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-	-0.1	1.0	-	-0.1	0.5	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	478.6	-	481.7**	483.2	480*** (470; 500)	490.3**	491.9	490*** (475; 514)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.6	2.8	2.9 (2.4; 3.5)	3.2	2.8 (2.5; 3.1)	3.1 (3.0; 3.5)	3.3	3.0 (2.8; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.2	6.5	-	-	6.5	-	-	6.5	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.7	-1.2	-3.5	-4.4	-4.2 (-5.7; -2.4)	-4.4	-	-3.7 (-6.6; -1.3)	-4.1	-

* Se refiere al consumo total. **Corresponde a fines de Abril del siguiente año. *** Corresponde a fines de Marzo del siguiente año.

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

del consumo privado no se desacelere lo suficiente como para acotar las alzas del déficit en la cuenta corriente y de la inflación. Este riesgo no es despreciable dada la estrechez del mercado laboral, las buenas condiciones financieras y las buenas expectativas.

En el entorno externo también hay riesgos y los principales son un deterioro de la crisis europea y una baja abrupta en el crecimiento de China por sus efectos en los mercados financieros, en las exportaciones, en el precio del cobre y en la incertidumbre.