



LIBERTAD Y DESARROLLO

IPoM: No se anticipa un fuerte repunte

En el plano internacional, sin duda alguna, el principal shock que ha marcado – y marcará- la economía global es la caída del precio del crudo de más de un 40% desde junio de este año, llegando incluso, al cierre de esta edición, a transarse el barril de WTI en torno a los US\$ 55. Si bien hace un tiempo se anticipaba un incremento de la producción mundial debido a las nuevas tecnologías, no se adelantó la magnitud y rapidez de la caída en los precios. El incremento de oferta se explica por la mayor producción en EE.UU. que aumentó su participación desde 6% de la producción mundial en 2010 a 9% en 2014 (lo que equivale a pasar de 5,4 millones a 8,4 millones de barriles diarios) y por la decisión de Arabia Saudita de mantener su producción. Pero también ha influido en la trayectoria del precio, una demanda más débil debido al menor dinamismo de China y otras economías, y la mayor eficiencia energética. De hecho, la US Energy Information Administration recientemente revisó a la baja su proyección de consumo para 2015, en 200 mil barriles diarios, estimando tan sólo 92,32 millones de barriles diarios, equivalente a un incremento de menos de 1% con respecto al año que corre. De esta forma, considerando que el principal elemento corresponde al incremento de la oferta, la caída en el precio del petróleo genera efectos positivos para la economía global. Este shock produce una transferencia de ingreso importante entre los pocos países exportadores y los muchos importadores netos de petróleo. En el corto plazo, domina el efecto ingreso en los países importadores que incrementa el consumo, generando así un efecto positivo que podría alcanzar hasta 0,5 puntos adicionales en el crecimiento de la economía global. La OCDE estima que el efecto sobre los países de dicho grupo sería de hasta 0,4 puntos adicionales en los 2 años siguientes por cada 20 dólares de caída (permanente) en el precio del crudo. Por cierto, este shock podría tener efectos desestabilizadores para algunas economías emergentes productoras de petróleo como Rusia o Venezuela, los cuales, en el primero de estos, ya comienzan a sentirse. Para qué hablar de las cuentas fiscales de los países OPEC, muchos de los cuales dependen de un crudo incluso por sobre los US\$ 100 el barril para balancearse.

Dejando de lado el petróleo, en EE.UU. los resultados continúan siendo muy alentadores con una nueva revisión del crecimiento para el tercer trimestre que lo sitúa en un 3,9% trimestre a trimestre anualizado y desestacionalizado, por encima del 3,5% inicialmente informado. El reflejo de esta mayor actividad en el mercado laboral es evidente, con una creación promedio de empleos (no agrícolas) en el último año móvil que supera los 200.000 cupos mensuales, lo que ha llevado a la tasa de desempleo a mantenerse en un 5,8% en los últimos 2 meses.

Las autoridades del FED han cambiado su discurso eliminando el mensaje de que la tasa de política se mantendrá por un considerable tiempo. Con esto, preparan al mercado para una suave transición hacia mayores tasas que se verían a partir de mediados de 2015. Es importante destacar que un alza brusca de las tasas largas generaría mayor volatilidad financiera, especialmente en las economías emergentes, al producir salidas de capital, depreciaciones adicionales de las monedas y alzas de las tasas de interés largas locales.

En cuanto a China, una nueva caída en noviembre de 3,7% interanual en el precio de las viviendas de las 70 mayores ciudades aumenta las preocupaciones respecto al sector financiero e inmobiliario y, por consiguiente, respecto del proceso de desaceleración del crecimiento del gigante asiático, y ha llevado a que analistas estimen que el cuarto trimestre podría situarse en torno al 7,0%, e incluso algo por debajo de dicha cifra para 2015. En noviembre, la producción industrial se expandió un 7,2% versus igual período de 2013, significativamente por debajo del promedio de los últimos 12 meses de un 8,8% mientras que la producción de energía se mantuvo en una tasa del 2%.

En Japón, el primer ministro Abe después del triunfo electoral, se aprestaría a lanzar la tan esperada “tercera flecha”. Ésta apunta a las reformas estructurales del mercado laboral, sector agrícola y energético que posibilitarían un incremento en el crecimiento del PIB de tendencia de la economía. En forma paralela, el Banco Central aumentaría el tamaño de su balance (la base monetaria) a un inédito 80% del PIB.

En la Zona Euro han vuelto a hacerse manifiestos los riesgos políticos debido a la inestabilidad de Grecia, donde una de las coaliciones políticas, el partido Sryiza, pretende volver a la indisciplina fiscal y políticas populistas, lo cual ha elevado las tasas de interés de los bonos soberanos. El BCE aún no ha decidido seguir con el plan de relajamiento monetario (QE) comprando bonos soberanos en el mercado secundario. Se espera que esto se decida a comienzos de 2015.

En el plano interno, el Banco Central dio a conocer su último Informe de Política Monetaria del año, en el cual, tal como se anticipaba, las proyecciones de crecimiento e inflación, tanto para el año que termina como para el siguiente, han sido nuevamente corregidas: crecimiento a la baja e inflación al alza.

En dicho informe, para 2014 se proyecta un crecimiento de 1,7%, inferior al rango 1,75-2,25% estimado en el informe de septiembre y el 3,0-4,0% estimado a comienzos de año. La economía continuó desacelerándose durante el tercer trimestre, sin aún mostrar signo alguno de recuperación, con una formación bruta de capital fijo (FBKF) que sigue cayendo y un consumo cada vez menos dinámico, especialmente en lo que a bienes durables se refiere (vehículos, electrodomésticos, etc.). Esto ha generado una caída de la demanda interna ya por tres trimestres consecutivos, tanto en términos interanuales como respecto al trimestre anterior. Por su parte, la nueva estimación de crecimiento para 2015 centrada en 3% que hace el IPoM se fundamenta en una expansión de 4% de las exportaciones, estimuladas por la depreciación del tipo de cambio real, por un moderado crecimiento de la inversión pública y privada de 1,9% y por una expansión del consumo total de 2,8%. En estas predicciones se

incorpora una mejora gradual de las expectativas. Sin embargo, el Banco Central no nos dice que gatillaría el mayor optimismo en los indicadores de confianza.

En cuanto a la inflación, 2014 puede caracterizarse como un año bastante sorpresivo. El IPoM de marzo, al igual que las estimaciones privadas a esa altura del año, anticipaba una inflación en torno a 3,4%, lo que fue sistemáticamente corrigiéndose al alza durante el año. Esto, en parte por la importante depreciación del peso frente al dólar –al igual que le ha ocurrido a otras monedas emergentes- que en lo que va del año se acerca al 20%, lo cual ha introducido efectos directos sobre el precio de bienes importados y transables, pero también ha tenido efectos de traspaso aparentemente mayores a los que adelantaba la autoridad monetaria en un contexto de grandes holguras como el actual. A esto se han sumado otros efectos más bien puntuales como alzas en el precio de frutas y verduras frescas y los nuevos impuestos al alcohol, tabaco y bebidas azucaradas. Recientemente esta tendencia parece empezar a revertirse, con la caída del precio internacional del crudo antes comentada y mayores holguras de las previstas. Así, en este último IPoM se estima que a diciembre de 2015 la inflación medida en 12 meses alcanzaría un moderado 2,8%, lo que incluso ha llevado a que la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) adelante una nueva rebaja en la Tasa de Política Monetaria en el primer semestre de 2014.

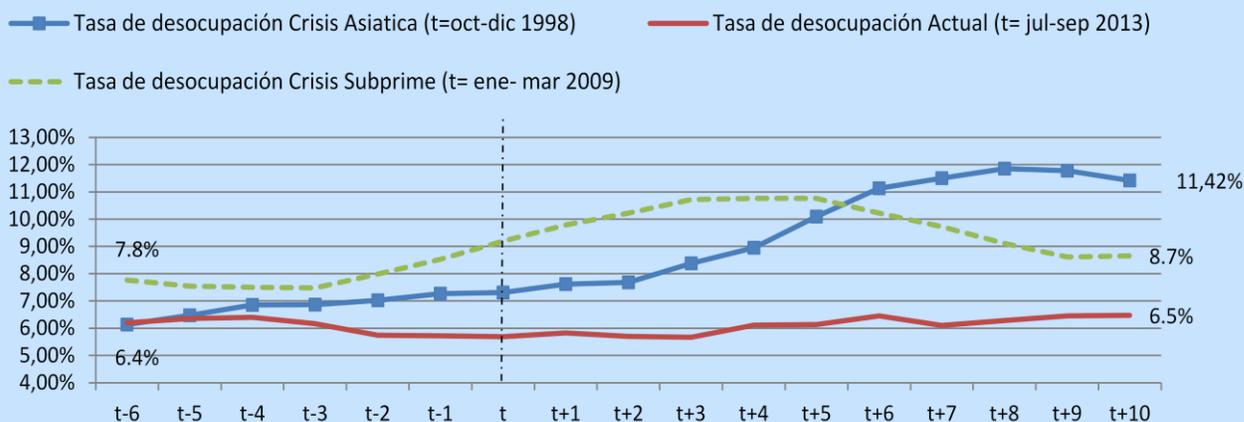
A continuación, en el Tema del Mes, se incluye un análisis respecto de la situación del mercado laboral en el país, la cual, al menos en apariencia, se ve excepcionalmente benigna considerando el poco dinamismo de la economía.

Tema Mensual: El Puzle del Mercado Laboral

No cabe duda alguna que la economía chilena pasa por un período de desaceleración muy abrupta, cerrando muy probablemente el año con una expansión del producto de apenas 1,7%, y una demanda interna que retrocede, debido a un desplome de la inversión y un consumo cada vez menos dinámico. Resulta esperable que, en un escenario como el descrito, el mercado laboral se ajuste y comience a mostrar evidentes signos de debilidad, siendo el más observado por la prensa, pero no necesariamente el más revelador, la tasa de desocupación, la cual debe ser siempre acompañada para un correcto análisis de otros indicadores respecto a la fuerza de trabajo, la inactividad, la composición y calidad de los nuevos empleos, las horas que se trabajan, y el crecimiento real de las remuneraciones, para tener un diagnóstico acertado.

Como la caída de la inversión actual es sólo comparable en su magnitud con algunos de los mayores episodios recesivos vividos en el país en los últimos 25 años, como las Crisis Asiática de 1997-1998 y la Crisis Subprime de 2008-2009, una comparación del movimiento de algunas de las variables del mercado laboral en estos episodios permite una mejor comparación. El siguiente gráfico denomina "t" al primer trimestre de caída en la inversión con respecto a igual período del año anterior, "t-1" al trimestre previo al trimestre "t", "t-2" a 2 trimestres antes y así sucesivamente.

Gráfico N° 1: Tasa de Desocupación 3 Episodios
(Ocupados/Fuerza de Trabajo)



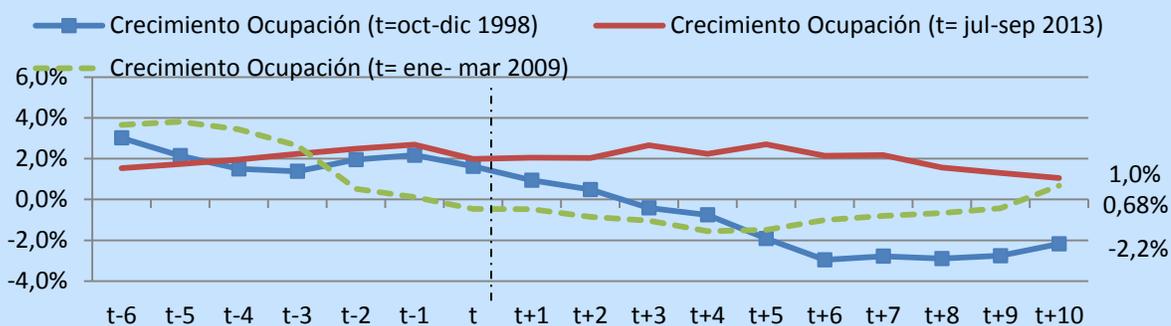
Fuente: INE

El gráfico muestra que en este período de intensa desaceleración, el comportamiento de la tasa de desempleo se mantiene estable comparado con los saltos que ocurren en las recesiones de la crisis asiática y subprime cuatro trimestres (móviles) después. Sin embargo, no es correcto que en la situación actual no se estén registrando efectos sobre el empleo y que el mercado laboral sea hoy mucho más resistente que en períodos anteriores.

Una primera posible explicación para esto es que la tasa de desempleo no esté cayendo debido a que la fuerza de trabajo (FT: población de 15 años o más que busca trabajo o está trabajando) no crece o incluso se encoje al igual que el número de ocupados, lo que mantendría la tasa de desocupación constante, ya que esta se define como el número de ocupados sobre FT. Esto por ejemplo podría ocurrir si las personas (por ejemplo segundas fuentes de ingreso de los hogares) dejaran de buscar empleo ante las pocas vacantes y las malas perspectivas.

Sin embargo, este no es el caso, una nueva comparación pero ahora de la variación en la ocupación en los 3 episodios antes descritos descarta esta posibilidad. Y si bien la ocupación se expandió en t+10 a una tasa interanual bastante menor de un 1%, en el trimestre agosto-octubre, último para el que se cuenta con datos, la expansión de la ocupación aumenta a un 1,3% mientras que la FT se expande a un saludable 2%, lo que resulta coherente con el aumento de 0,6 puntos en el desempleo y el 12,3% de incremento en el número de cesantes.

Gráfico N° 2: Ocupación
(var. % en 12 meses)



Fuente: INE

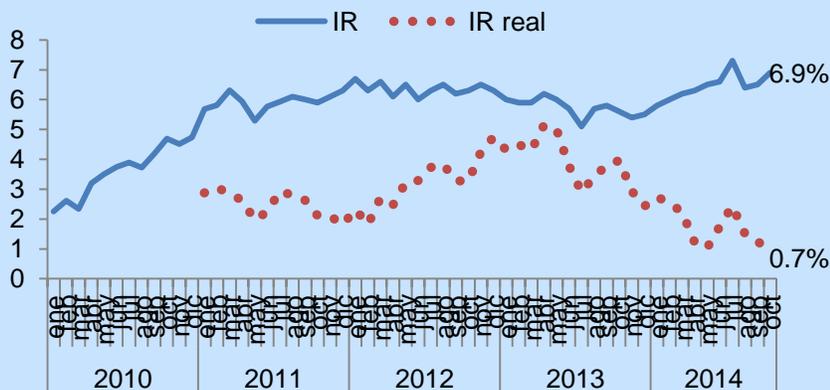
¿Dónde está el ajuste entonces?

Primero, en la composición de los nuevos empleos que permiten que la ocupación siga creciendo. De los 105 mil nuevos empleos netos que se crean en los últimos 12 meses, 36 mil corresponden a empleos por cuenta propia, los cuales no necesariamente son de menor calidad pero cuya magnitud sin duda levanta preocupación, al incluir de acuerdo al INE hasta casi un 20% de personas que ejercen su profesión en la calle (vendedores ambulantes, etc.). Adicionalmente, algo más de 38 mil de estos nuevos ocupados corresponden a empleos asalariados, pero con una composición muy especial entre empleos públicos y privados: en los últimos 12 meses se crean 45 mil empleos públicos asalariados y se destruyen 7 mil empleos privados. Así, resulta clara que parte de la expansión ocurre por mayor creación de empleos públicos que suplen la incapacidad del sector privado de generar estos empleos. Más aún, prácticamente la mitad de los empleos creados son por menos de 30 horas semanales, lo que no es siempre necesariamente negativo y es deseable para ciertas personas, pero que en parte incluye a otros individuos que fueron incapaces de encontrar un trabajo de tiempo completo.

Segundo, en el crecimiento real de las remuneraciones. En el último año se ha observado mes a mes un menor crecimiento de las remuneraciones reales. Mientras que a mediados de 2013 las remuneraciones medidas por hora de trabajo crecían a prácticamente un 5% interanual por encima de la inflación, en la última medición de octubre éstas lo hacían a tan sólo un 0,7%. Las remuneraciones

nominales, por su parte, siguen creciendo a altas tasas pero esto es tan sólo una respuesta a la mayor inflación de los últimos meses, después de todo, el aumento relevante para las familias es aquel que excede el aumento en el costo de la vida.

Gráfico N°3: Remuneraciones Nominales y Reales
(var. % en 12 meses)



Fuente: INE

También debemos considerar que a diferencia de las dos recesiones anteriores, en la actual desaceleración la situación del sector financiero ha permanecido estable y -hasta ahora- la caída de la inversión en el sector construcción es muy inferior.

Para cerrar, existe evidencia de que el mercado laboral está hoy en una situación bastante menos favorable que lo que ocurría hace un año, y si bien la ocupación continua creciendo, la influencia de los empleos por cuenta propia y los empleos públicos es innegable, más aún los salarios por hora y las horas trabajadas cada vez crecen menos, lo que implica un menor crecimiento de la masa salarial que ya hoy se hace notar en el consumo, y en última instancia, en el bienestar de las familias.

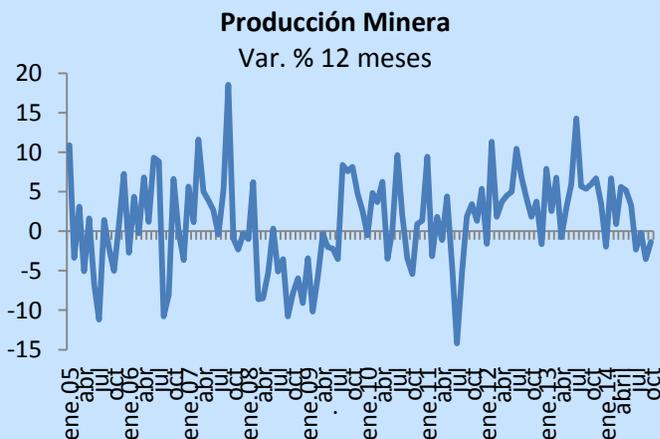
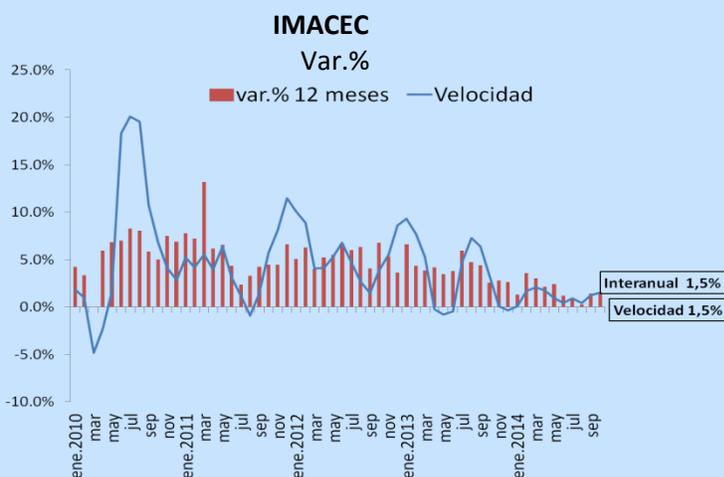
IMACEC de Octubre: Nada Nuevo Bajo el Sol

Tras conocerse el IMACEC de octubre, de un 1,5% en 12 meses, se hace cada vez más evidente que el aumento del PIB en 12 meses no superará el 2,0% en 2014, desempeño que equivale a menos de la mitad del crecimiento promedio de los últimos 20 años, incluyendo los episodios de Crisis Asiática y Subprime.

El Banco Central dio a conocer el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) para octubre de 2014 el cual registró otro mes de pobre desempeño, con una variación de apenas 1,5 % en comparación con igual mes del año anterior, registro prácticamente igual al de septiembre, el cual cerró un muy mal trimestre, con un aumento del producto de 0,8%, lo que no se observaba desde 2009. De esta forma, el IMACEC se situó en línea con las moderadas expectativas del mercado, las cuales se ubicaban en torno al 1,5%.

Este nuevo resultado mensual, aunque algo mejor que el de los últimos 3 meses, implica que ni siquiera se alcanza una expansión del 2% en lo que va del año. De hecho, como el crecimiento probablemente se mantenga relativamente débil y estable en torno al 1,5%, tal como sugiere la variación trimestral anualizada (velocidad), se cerraría el año con un aumento del PIB de apenas 1,7%. En cuanto al año que viene, la situación externa podría dar incluso algo más de ayuda, cosa que ya está sucediendo, con una demanda interna que decrece en lo que va del año pero un PIB que aún –tímidamente- se expande.

Esto, a luz de la mejora en los términos de intercambio, pese al menor precio del cobre, obviamente impulsado por la baja mundial del crudo.



Producción, Ventas Industriales y Minoristas Caen en Último Trimestre

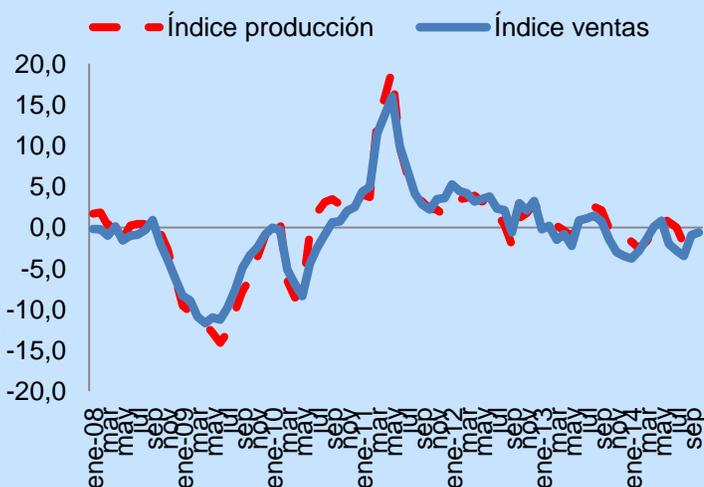
Las ventas del comercio minorista prácticamente no crecieron en octubre, luego que en septiembre registrarán su mayor caída interanual desde fines de 2008. Por su parte, vuelven a la tendencia las cifras de octubre para producción y ventas industriales, luego de que el mes pasado sorprendieran con un relativamente alto crecimiento, versus igual mes de 2013, de 3,5% y 3,0%, respectivamente.

Tal como en agosto, las ventas del comercio minorista en la Región Metropolitana, de acuerdo a la Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), prácticamente no mostraron expansión interanual alguna en octubre, registrando un escueto 0,2% de variación. Esto, luego de haber decrecido un 3,0% en julio, lo que rompió con 20 meses de crecimiento, seguido por el mencionado nulo crecimiento de agosto, y un preocupante decrecimiento de 6,6 en septiembre. Tras esta cifra, el trimestre agosto-octubre presentaría un crecimiento de -2,1%. Aquí vale recordar una vez más que en 2013 se registró un destacado 9,7% de expansión, el que ahora queda muy atrás, con un año móvil que apenas sí muestra un 2,5% de crecimiento.

El Índice de Producción Industrial de la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) verificó en octubre de 2014 un moderado 1,0% de expansión interanual. Debido a este resultado, y el sorprendente 3,5% de expansión en 12 meses de septiembre, el desempeño trimestral móvil versus igual período de 2013 muestra algo de repunte, alcanzando -0,2%, aún obviamente muy por debajo de los buenos resultados del 2011-2012. De manera similar, las ventas industriales también muestran mejores – aunque aún preocupantes – resultados, con un menor retroceso en el año móvil, de -1,8%, versus los 12 meses previos.

Producción y Ventas Industriales

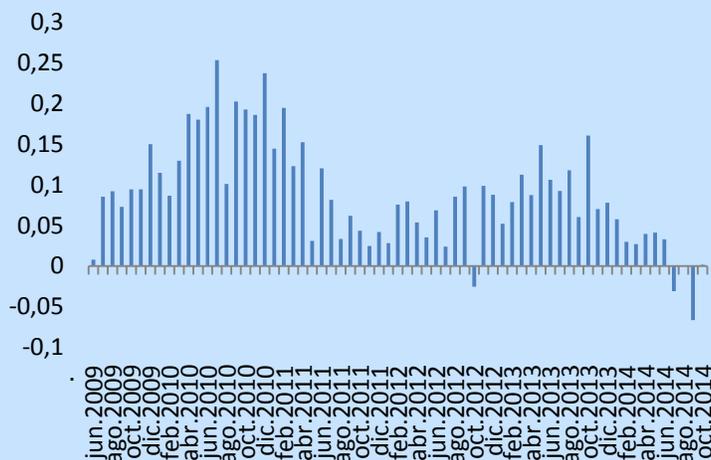
SOFOFA, Var. % Prom. Trim. Móvil 12 Meses



CNC: Ventas Comercio

Minorista

Var. % Anual



IPC: Nula Variación en Noviembre

El IPC de noviembre de 2014 no presentó variación alguna, en línea con las expectativas del mercado. Alimentos y Transporte fueron las divisiones que revirtieron la tendencia de los últimos meses, contrarrestado en parte por el traspaso de nuevos impuestos en bebidas azucaradas y cigarrillos, además de las divisiones Vivienda, Servicios Básicos y Bienes y Servicios Diversos.

El Instituto Nacional de Estadísticas (INE) dio a conocer el IPC denoviembre de 2014, el cual registró una variación mensual de 0%, lo que sin duda, da un respiro a la preocupación por la inflación, hecho que se explica en gran medida por la importante caída en el precio internacional de los combustibles –el crudo WTI spot cayó en torno a U\$ 15 durante noviembre-, y que se suma a un contexto de muy bajo crecimiento, lo que llevaría a una convergencia de la inflación más veloz de lo anticipado hace algunos meses. Con esto, el dato acumulado en los 11 primeros meses de 2014 naturalmente se mantiene en un 5,1% (y cae a un 5,5% en doce meses) aún bastante lejos del límite superior del rango meta del Banco Central.

En este registro, cinco de las doce divisiones de la canasta presentaron aumentos en sus precios, mientras que en otras cinco éstos disminuyeron, y en dos division no se registró variación. Entre los aumentos por división, lideró Bienes y Servicios Diversos con una incidencia de 0,118 puntos porcentuales, donde destaca el aumento en gasto financiero; seguido por Vivienda y Servicios Básicos, donde destaca el ajuste en la precio de la electricidad.

La entrada en vigencia de los mayores impuestos a las bebidas gaseosas, bebidas alcohólicas y tabaco de la ley 20.780 - última reforma tributaria- continúa traspasándose a los precios de estos

bienes. Por ejemplo las bebidas gaseosas aumentan un 3% de precio en tan sólo un mes, luego de un aumento de similar magnitud el mes anterior.



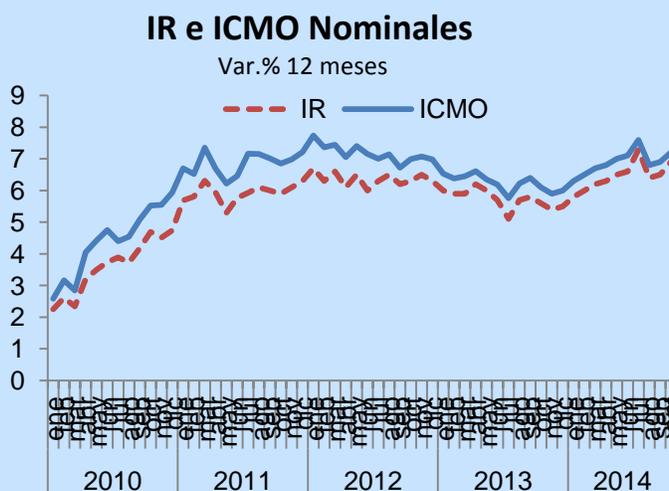
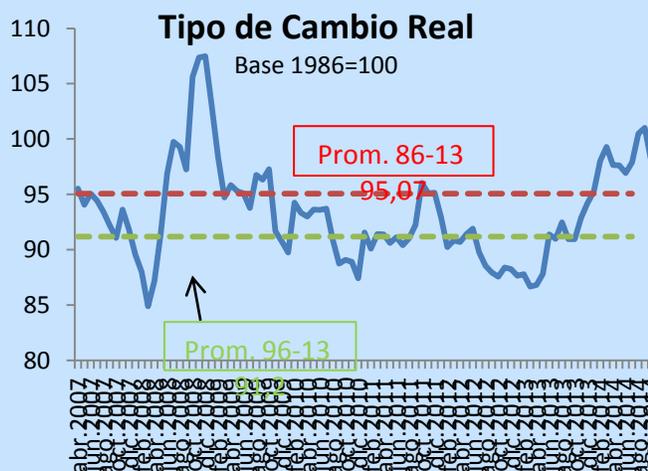
TCR Retrocede Pero Aún 7,5% Sobre Promedio 1986-2013

Luego de dos años en los que el Índice de Tipo de Cambio Real (TCR) se situó muy por debajo de sus promedios históricos, en los últimos diez meses éste se ha mantenido por encima de los 95 puntos (promedio histórico 1986-2013). Esto, pese al retroceso del último mes. En cuanto a las remuneraciones y los costos de mano de obra reales, estos vuelven a caer en comparación al mes anterior, acumulando así pobres crecimientos anuales, compatibles con el menor dinamismo del mercado laboral.

En octubre de 2014, el TCR registró un valor de 98.03, cifra nuevamente algo superior al promedio de los últimos 12 meses y un 3,7% mayor que el promedio registrado de la última década, aunque por debajo de los últimos dos meses cuando se superan los 100 puntos. Esto constituye un retroceso marginal de la mejor posición para muchos de los sectores exportadores distintos de cobre registrada durante el año, los cuales, de continuar la lenta recuperación del mundo, podrían dar algo de impulso en los próximos meses a una economía con una demanda interna que cerrará el año con una caída esperada en torno a 0,7%.

Por su parte, las remuneraciones nominales en octubre de 2014 presentaron un alza de 0,3% en comparación al mes anterior, lo que se traduce en un crecimiento en 12 meses de 6,9%, lo que resulta esperable en el contexto de la alta inflación registrada en lo que va del año. Sin embargo, las remuneraciones reales vuelven a caer con respecto al mes anterior, esta vez en -0,7%, con lo que en 12 meses registran un pobre crecimiento de tan sólo un 0,7%. Así resulta claro que si bien los salarios nominales crecen robustamente, esto se debe a la inercia de la inflación, y a que en términos de poder adquisitivo prácticamente no habría incrementos para los hogares. A la par de las

remuneraciones, el Índice de Costo de la Mano de Obra (ICMO) también retrocedió un 0,7% real en septiembre, con lo que en 12 meses alcanza sólo un 1,1% consistente con el poco dinamismo de la economía.



BC Vuelve a Mantener TPM, Pero Mercado Estima Volvería a Rebajarse

En su reunión de diciembre, el Consejo del Banco Central (BC) optó al igual que en noviembre, por mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,0%, luego de los recortes consecutivos de julio, agosto, septiembre y octubre. Sin embargo, las perspectivas de menor inflación y grandes holguras han llevado a que la Encuesta de Expectativas Económicas adelante una posible nueva rebaja durante el primer semestre de 2015.

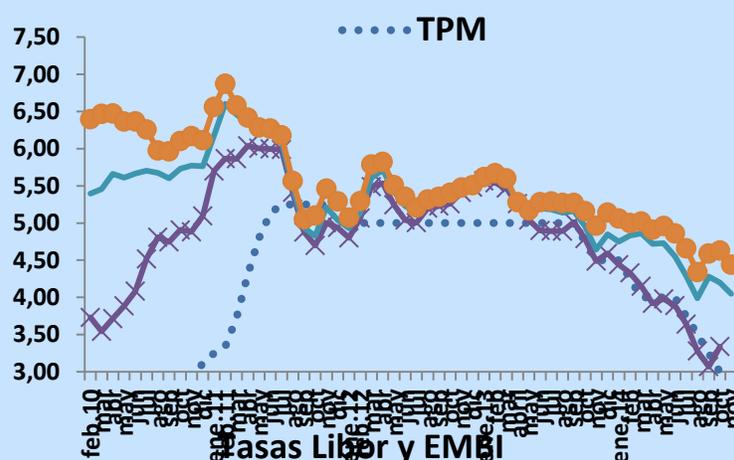
El Consejo de la autoridad monetaria nacional optó, al igual que en su reunión de noviembre, por no rebajar la TPM.

Las razones de esta decisión se deben a una relativa estabilidad de las expectativas de crecimiento mundial, así como de la inflación. Con datos revisados para el tercer trimestre, EE.UU. sigue aún siendo el país desarrollado que más rápido parece recuperarse dejando atrás a una Zona Euro más rezagada y un Japón que no logra repuntar. En cuanto a las materias primas, el cobre baja moderadamente, mientras el petróleo acumula más de un 40% de baja en lo que va del año. A la par, EE.UU. espera poder empezar a revertir su política monetaria expansiva, incluso posiblemente elevando la tasa en 2015, mientras Europa explora nuevas políticas no tradicionales.

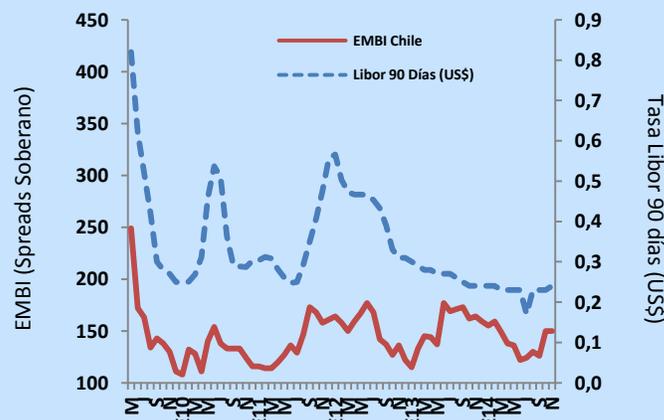
En el plano local, el BC, como de costumbre en los últimos meses, vuelve a destacar lo débil de la demanda interna, e insiste en que las expectativas de inflación siguen siendo coherentes con el rango meta, fuertemente ancladas a 24 meses en torno al 3%, pese a los resultados más elevados de los últimos meses. Altos registros que de a poco comienzan a quedar atrás, con lo que el BC espera que aunque durante un par de meses la medición interanual se mantenga por

sobre el 4%, converja en la segunda mitad del año al centro del rango meta e incluso levemente por debajo.

Banco Central: Tasa de Interés



Tasas Libor y EMBI



Dólar Supera los \$620 en Diciembre, Tras Promediar \$592 en Noviembre

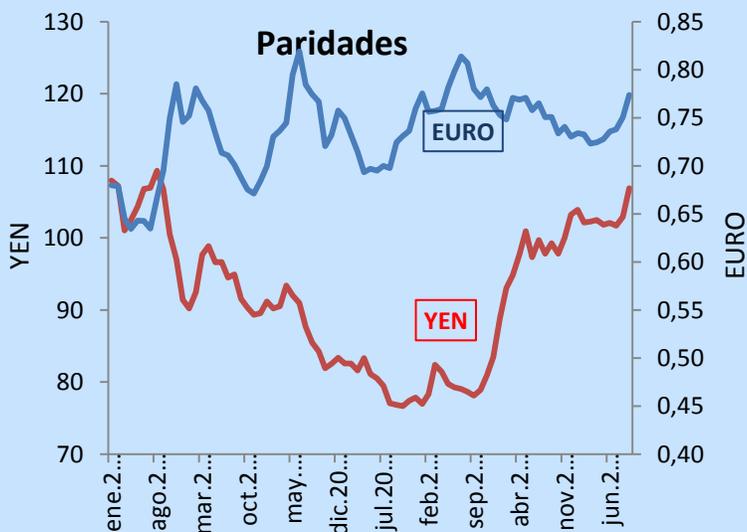
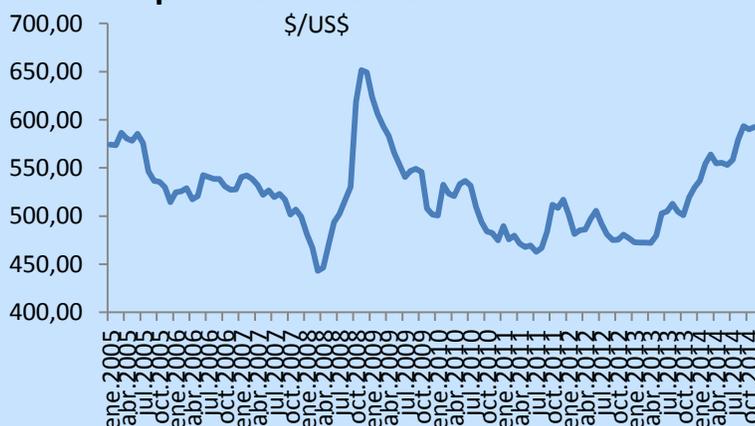
Durante noviembre de 2014 el peso continuó depreciándose, superando incluso los \$600, con un promedio de \$592,46. En lo que va de diciembre, al cierre de esta edición, la depreciación de la moneda continuaba situándose en torno a los \$620, resultado no visto desde comienzos de 2009.

El tipo de cambio promedio en noviembre de 2014 fue de \$ 593,47, bastante por encima del promedio de los últimos seis meses, de \$571, siendo éste el mayor valor promedio mensual registrado desde febrero de 2009, cuando la divisa promediara por sobre los \$605. En lo que va de diciembre, la depreciación del peso a continuado, ubicándose incluso por encima de los \$620 al cierre de este informe. Con estos resultados, pese al retroceso de octubre, van quedando atrás los bajos precios de la divisa de 2011-2013, lo que resulta esperable cuando EE.UU. ya retira completamente su último paquete de estímulo monetario no convencional, que depreciara su moneda a nivel mundial, alistándose para en 2015 eventualmente normalizar las tasas y cuando el flujo de capitales al país se ve también muchísimo más débil. Esta apreciación del dólar es un fenómeno generalizado contra monedas emergentes pero también resulta bastante clara contra otras monedas fuertes, como el euro y el yen, los cuales se han depreciado respecto de la moneda norteamericana un 9,2% y un 11,5%, respectivamente.

Esta depreciación arrastra consigo la conocida preocupación por los efectos inflacionarios –más allá de los saltos por una vez- que un mayor tipo de cambio puede implicar, en un contexto en que el coeficiente de traspaso de tipo de cambio a IPC parece ser mucho más alto de lo que

la mayoría de los analistas anticipaban, pero donde el menor precio del crudo a nivel internacional y las holguras de nuestra economía dan suficiente espacio para que esto no sea un problema mayor.

Tipo de Cambio Nominal



Otro Mes Más de Retroceso para el Valor de las Exportaciones de Cobre en US\$

La variación en el promedio anual móvil del valor de las exportaciones de harina de pescado y cobre continúa mostrando un ritmo de crecimiento negativo, mientras que la celulosa rápidamente pasó de mostrar una importante expansión a un preocupante retroceso.

Durante octubre pasado, los valores exportados de cobre y harina de pescado anualizados acumulados volvieron a registrar cifras negativas, de -5,8% y -9,8%, respectivamente. Esta caída para el cobre, se explica por la ya extendida baja en el precio promedio del año, la que continúa en noviembre y que se ha continuado incrementado en lo que va de diciembre, muy superior al positivo pero débil aumento en el volumen físico exportado acumulado en los últimos 12 meses. Mientras que en el caso de la harina de pescado, tanto el volumen como el precio acumulados en 12 meses contribuyeron a la caída del indicador, lo que venía revirtiéndose en los últimos meses, pero que se detiene en noviembre con una caída interanual de casi 30%.

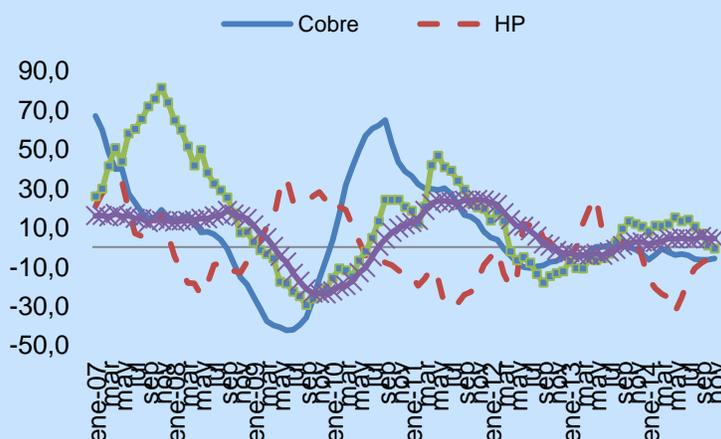
Vale la pena recordar que el precio del cobre promedio en marzo y abril de 2014 fue de apenas US\$ 3,0 la libra, cosa que tendió a revertirse hacia julio cuando el promedio superó los US\$ 3,2 la libra, lo que no volvió a revertirse hacia fin de año, transándose el metal muy por debajo de los US\$ 3 al cierre de esta edición.

De esta forma, la cotización internacional del cobre en 2014 –que promedia US\$ 3,13 en lo que va del año- probablemente se sitúe algo por encima de los valores proyectados por el Comité de Expertos citados para la construcción del Presupuesto Estructural de la Nación, de

US\$ 3,04 por libra para 2014, pero será más difícil que supere los US\$ 3,07 para 2015, estimados por el mismo comité.

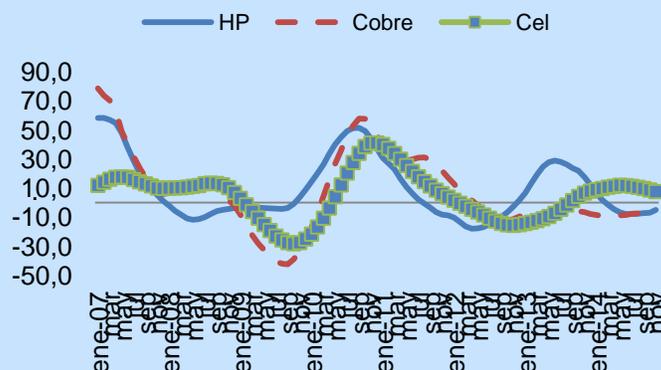
Valor de Exportaciones:

Productos Principales
Var.% Acum. 12 meses



Precios de Exportaciones

Productos Principales
Var.% Acum. 12 meses



Valor de Exportaciones Mineras Excluyendo Cobre: Decimoquinto Mes Cayendo a Dos Dígitos

Dentro de los productos exportados diferentes de los principales -cobre, celulosa y harina de pescado- el valor de las exportaciones acumuladas en 12 meses de la minería no cobre muestra otro mes más de abrupta caída interanual, mientras la expansión acumulada de las exportaciones agropecuarias vuelve a retroceder, pese al repunte de noviembre.

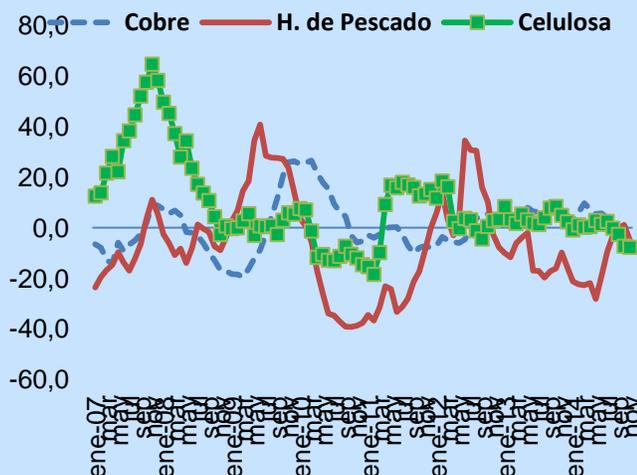
En noviembre, el valor de las exportaciones mineras, excluyendo el cobre, acumuladas en 12 meses continuó empeorando respecto a los 12 meses anteriores, con un decrecimiento de 16,1%. De manera contraria, el valor de las exportaciones industriales también acumuladas en un año, sin incluir harina de pescado ni celulosa, mostraron en noviembre un buen crecimiento en torno a 5,0%. Esto, producto de unos últimos 5 meses muy buenos, con crecimiento cercano al 10%, lo que no se veía hace más de 2 años.

En tanto, las exportaciones agropecuarias acumuladas en 12 meses se sitúan cada vez más lejos de las cifras de crecimiento de dos dígitos que caracterizaran la segunda mitad de 2013 y comienzos de 2014. Así, el nuevo registro acumulado es incluso mucho peor que el mes anterior, con un -5,3%. Esto, pese a que durante el mes de noviembre se registró un importante repunte pasando de una caída 21,7% en octubre a un razonable crecimiento de 5% en noviembre.

En cuanto a la cantidad física exportada de cobre, como se adelantó, ésta vuelve a registrar un crecimiento positivo acumulado en 12 meses, aunque sin mayores repentes y por debajo del 1% anual acumulado.

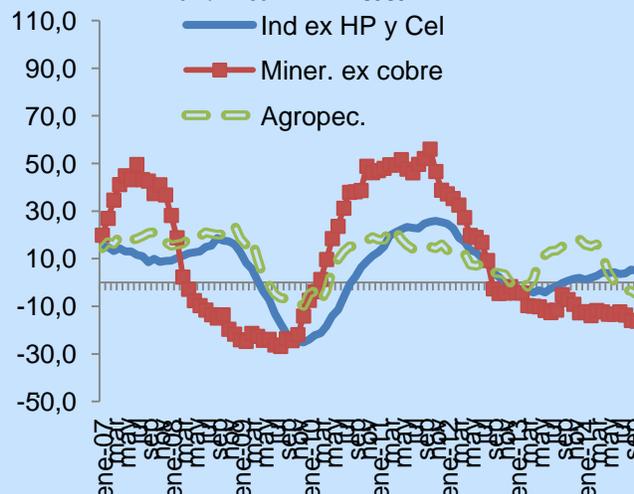
Volumen Físico Exportado:

Productos Principales
Var.% Acum. 12 meses



Valor Exportaciones:

Categorías Seleccionadas
Var.% Acum. 12 meses



Importación de Bienes de Capital: Cayendo Aunque Algo Más Lento

La importación de bienes de capital no deja de mostrar caídas en los promedios trimestrales, nuevamente de dos dígitos en comparación con un año atrás. Aunque en noviembre la caída de los bienes de capitales fue más tenue, situación similar para las importaciones de bienes de consumo que también vuelven a caer.

En el trimestre móvil terminado en noviembre de 2014, las exportaciones registraron un decepcionante crecimiento de -3,5% respecto a igual período de 2013, mientras que en el trimestre terminado en agosto, dicho registro alcanzaba -2,3%. Por su parte, el desempeño trimestral de las importaciones continúa en terreno absolutamente negativo, aunque ya prácticamente no cayendo más, manteniendo un crecimiento trimestral móvil de -10,1% en agosto y -11,1% en noviembre de 2014.

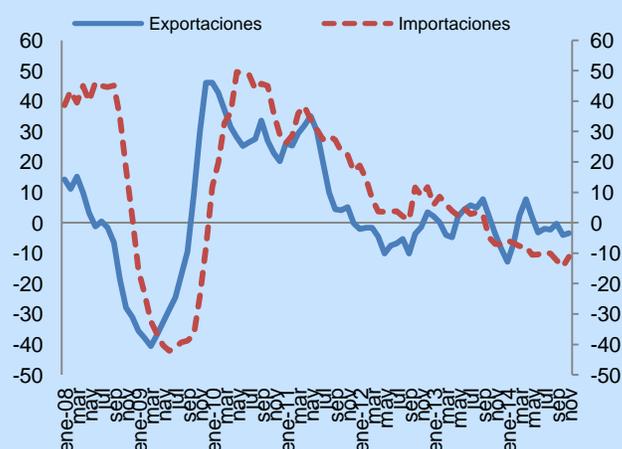
Esta nueva caída trimestral de las importaciones en noviembre se explica por un nuevo retroceso interanual en todos sus componentes, pero especialmente -una vez más- en bienes de capital, los cuales al menos ya no continúan cayendo a dos dígitos, con un (-9,4%).

A esto se agrega el preocupante retroceso de las importaciones de bienes de consumo, los cuales acumulados en 12 meses, por quinto mes consecutivo, muestran un resultado negativo (-6,9%), aunque al menos durante noviembre también muestra una caída más acotada que el mes anterior. Lo anterior, sin duda, resulta preocupante, al interpretarse como el claro reflejo de una economía que prácticamente no crece y con una demanda interna que se encogerá durante

2014, a lo que naturalmente se suma un peso depreciado, que encarece importar.

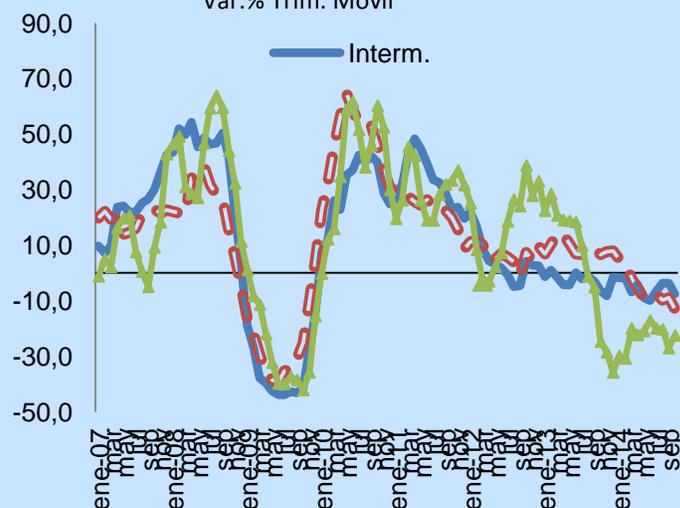
Comercio Exterior

Var.% Trim. Móvil



Importaciones

Var.% Trim. Móvil



Una Vez Más Retroceso de Importaciones, Empujando Aumento de Balanza Comercial

El saldo de la Balanza Comercial acumulado en 12 meses sigue mostrando mejorías, alcanzando en noviembre los US\$ 8.238 millones. Lo que lamentablemente se explica una vez más por una caída de las importaciones, coherente con una economía que no crece, más el retroceso algo más moderado de las exportaciones anualizadas, las que podrían verse potenciadas a futuro por las mejoras en el Tipo de Cambio Real.

El saldo de la Balanza Comercial para noviembre de 2014 que registró un superávit de US\$ 460 millones, relativamente en línea con los dos meses anteriores cuando se registraran US \$563 millones y US\$ 458 millones, respectivamente, y prácticamente idéntico a un año atrás, cuando se registrara un saldo positivo de US\$ 440 millones.

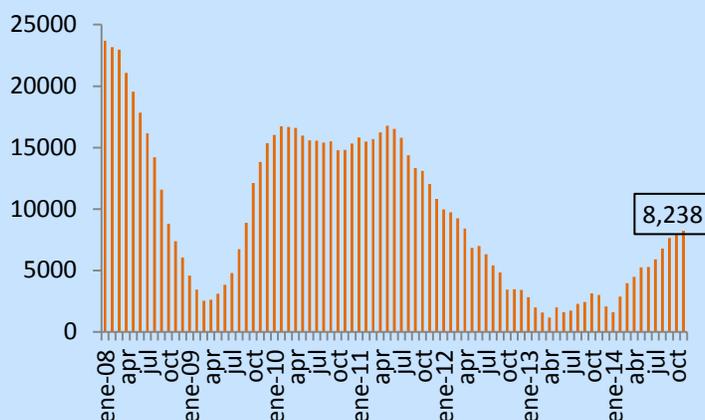
Este relativamente estable resultado versus 12 meses atrás se explica por una nueva y más leve caída en las exportaciones, versus un nuevo y bastante menos profundo desplome en igual período para las importaciones FOB, de -3,2 y -6,65%, respectivamente.

En cuanto al total anualizado de las exportaciones a octubre, éste alcanzó los US\$ 76.725 millones, lo que se traduce en una reducción de los bienes exportados anualizados de un 2,6%. Este registro es sólo un tanto mejor al verificado el mes previo (-3,0%), siendo incapaz de alejar a las exportaciones de los malos resultados verificados entre mediados de 2012 y mediados de 2013. Por su parte, este nuevo y preocupante decrecimiento en 12 meses de las importaciones las llevó a alcanzar apenas los US\$ 5.440 millones. Con estos resultados, las importaciones anuales móviles a octubre de 2014 alcanzan los US\$ 68.487 millones, lo que se traduce en un decrecimiento anualizado de las mismas de 9,6%,

marginalmente peor que el mes anterior que ya registraba un decrecimiento de 9,5%.

Saldo Balanza Comercial

US\$ Mills. Acum. 12 meses



Exportaciones e Importaciones

US\$ Mills. Acum. 12 meses



Desempleo: Bastante Mejor de lo Esperable Considerando la Baja Actividad

La tasa de desocupación agosto-septiembre disminuyó respecto al trimestre inmediatamente previo, alcanzando un 6,4%, al igual que septiembre, lo que vuelve a sorprender. Sin embargo, al comparar con respecto al mismo trimestre de 2013, el deterioro del mercado laboral se hace evidente con un aumento importante en el desempleo y deterioro de otros indicadores complementarios.

Las cifras informadas para este último trimestre muestran que la tasa de desempleo se muestra aún relativamente razonable, e incluso mejora nuevamente con respecto al dato conocido el mes pasado. Este hecho resulta sorprendente, considerando los malos indicadores sectoriales de los últimos meses –peor trimestre desde 2009-, lo que hace pensar que sería demasiado temprano para adelantar conclusiones respecto a una posible recuperación más sostenida.

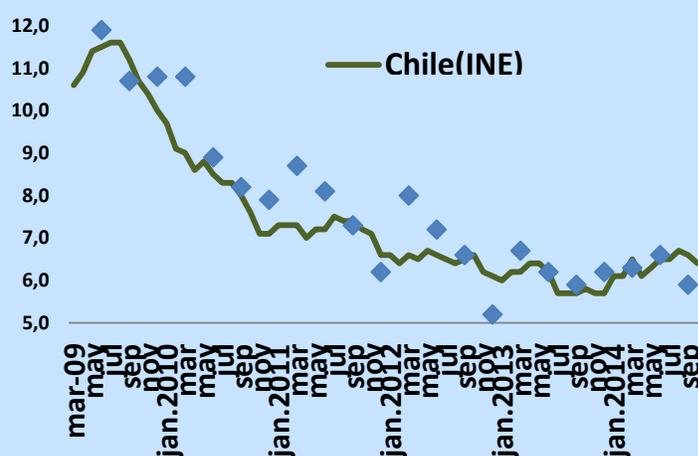
Más aún, la desaceleración generalizada que continúa, debería seguir afectando el mercado laboral de manera relevante, después de todo, la tasa de desempleo ha aumentado 0,6 puntos en 12 meses, lo que también se evidencia en indicadores complementarios como la composición del aumento en la ocupación (nuevamente cargado hacia el trabajo por cuenta propia), un nuevo aumento de dos dígitos en los cesantes y el pobre crecimiento real de las remuneraciones.

En doce meses aumenta 0,6 puntos la tasa de desocupación, lo que a nivel de hombres correspondió con un incremento de 0,9 puntos en su tasa de desocupación, pasando de un sobresaliente 5,2% a un razonable 6,1%, mientras que las mujeres alcanzan un aún preocupante 6,9%. Esto equivale a un

aumento de 12,3% en el número de desempleados.

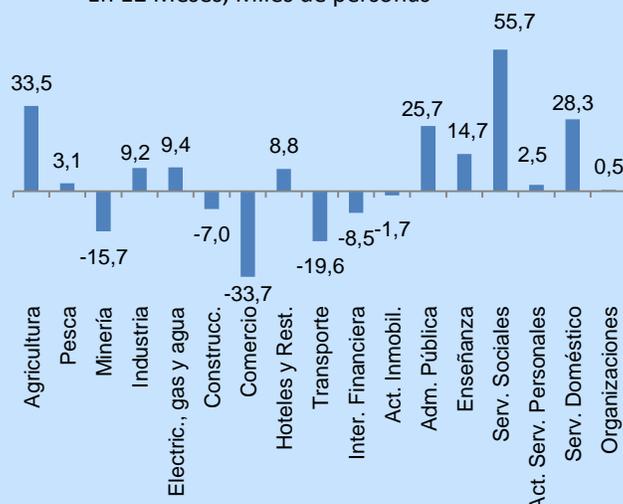
Tasa de Desocupación Nacional

Como % de la Fuerza de Trabajo



Ocupación por Rama de Actividad Económica

En 12 Meses, Miles de personas



Bio Bío Nuevamente la Región con la Mayor Tasa de Desocupación del País

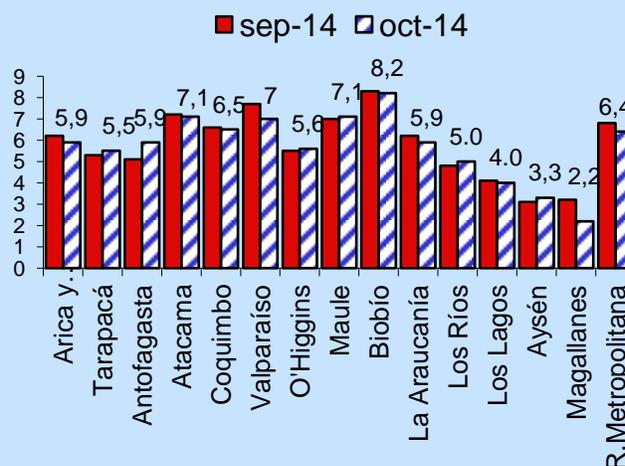
En el trimestre móvil agosto-octubre de 2014, la mayor tasa de desocupación del país se registró una vez más en la Región del Bio Bío con un 8,2%, mientras que Aysén y Magallanes presentaron las cifras más reducidas.

Al analizar las tasas de desocupación regionales, se confirma que en el trimestre terminado en octubre, al igual que en agosto y septiembre las mismas cuatro regiones (Valparaíso, Maule, Atacama y Bio Bío) exhiben tasas de desempleo por sobre el 7,0%. En el otro extremo, las regiones con menores tasas de desocupación nuevamente vuelven a ser Aysén y Magallanes, con un 3,3% y 2,2%, respectivamente.

Las ramas de actividad más dinámicas en la creación de puestos de trabajo en el período, en relación al trimestre previo, fueron: Agricultura, Pesca, Caza y Silvicultura (con +15.780 personas); Enseñanza (con 10.830 personas); y Construcción (con +10.660 personas), lo que parece estar bastante marcado por la estacionalidad de fines del invierno. Dentro de las ramas de actividad en que hubo caídas de empleos, se destacan principalmente: Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler (con -9.990); y Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones (con -3.880).

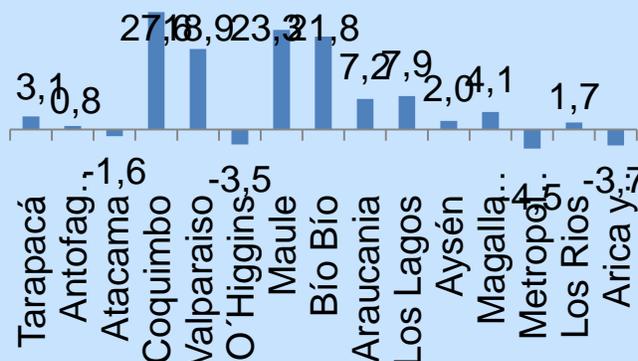
En términos de doce meses, y como ha venido siendo la tendencia, Servicios Sociales y de Salud es el sector que más empleos genera, a lo que ahora se le suma la Agricultura, Pesca Caza y Silvicultura mientras que Comercio continúa siendo por lejos el que más se contrae.

Tasa de Desocupación Regional
Como % de la Fuerza de Trabajo



Empleo por Región

En 12 meses, Miles de personas



Indicadores Económicos de Corto Plazo

Var. %Trim. Año Anterior	II Trim	III.Trim	IV.Trim	I.Trim 14	II.Trim	III.Trim
PIB	3,8	5,0	2,7	2,4	1,9	0,8
Demanda Interna	4,4	1,3	1,1	-0,2	-1,0	-1,9
Inversión Fija	10,2	-1,5	-12,3	-5,1	-8,4	-9,9
Construcción	4,5	4,0	0,0	1,5	-0,7	-0,7
Máq. y Equipos	20,1	-8,3	-28,5	-18,1	-21,5	-24,6
Consumo de Familias	6,4	5,4	4,9	3,5	2,1	2,0
Bienes durables	15,9	12,8	11,3	2,9	-0,5	-2,6
Bienes no durables	7,0	5,7	4,7	3,8	1,5	1,6
Servicios	4,2	3,6	3,8	3,4	3,2	3,1
Consumo de Gobierno	4,6	5,6	3,1	8,1	2,5	1,8
Exportaciones	6,4	11,3	-0,9	4,3	0,0	1,0
Importaciones	8,1	0,5	-5,3	-4,5	-8,9	-7,2
	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Oct.
Inflación (Var.% mes)	0,1	0,2	0,3	0,8	1,0	0,0
Inflación (Var.% 12 meses)	4,3	4,5	4,5	4,9	5,7	5,5
Tipo de Cambio Nominal	553.1	558.2	579.1	593.5	590.0	592.3
Tipo de Cambio Real (1986=100)	96,96	97,91	100,57	101,12	98,03	-
IMACEC (Var.%12 meses)	1,1	0,9	0,3	1,4	1,5	-
	Mar-May	Abr-Jun	May-Jul	Jun-Ago	Jul-Sep	Ago-Sep
Tasa de Desocupación	6,3	6,5	6,5	6,7	6,6	6,4

Indicadores Económicos Anuales

Gobierno Central

Como % PIB, en pesos corrientes

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ing. Corrientes (1)	22,9	24,4	25,5	24,2	19,0	21,5	22,7	22,2	20,9
Impuestos	16,2	16,1	17,9	17,6	13,8	15,8	17,4	17,6	16,7
Cobre	3,5	5,4	4,6	3,4	1,7	2,7	2,3	1,5	1,0
Otros	3,1	2,9	3,1	3,2	3,5	2,9	3,0	3,1	3,2
Gtos. Corrientes (2)	15,5	14,3	14,7	16,5	18,8	18,0	17,3	17,7	17,9
Ahorro de Gob. Central	7,4	10,1	10,8	7,7	0,2	3,5	5,4	4,5	3,0
(3) = (1-2)									
Adq. Neta Act.No Financ. (4)	3,0	2,8	3,1	3,6	4,4	3,9	4,1	4,0	3,6
Sup. o Déf. Global (5) = (3-4)	4,4	7,3	7,7	4,1	-4,2	-0,4	1,3	0,5	-0,6
Uso o Financiamiento (= -5)	-4,4	-7,3	-7,7	-4,1	4,2	0,4	1,3	-0,5	0,6
Adq. Neta Activos									
Financieros	1,8	5,4	6,5	3,9	-3,9	2,1	3,1	1,0	-0,5
Pasivo Neto Incurrido	-2,6	-1,9	-1,3	-0,2	0,3	2,5	1,8	0,4	0,1
Stock Deuda Neta (%PIB)	-0,1	-6,6	-13,0	-19,3	-10,5	-7,0	-8,6	-6,8	-

Ahorro – Inversión

Como % PIB, a pesos corrientes referencia 2008

	2010	2011	2012	2013
Form. Bruta de Capital	22,4	23,7	25,1	23,9
Ahorro Nacional	24,0	22,5	21,7	20,5
Ahorro Externo	-1,7	1,2	3,4	3,4
Form. Bruta de Capital Fijo	21,1	22,3	24,0	23,6

Crecimiento del PIB Mundial

(Var.%)

	2010	2011	2012	2013	2014p	2015p
Estados Unidos	3,0	1,8	2,2	2,2	2,3	3,0
Japón	4,5	-0,5	2,0	1,5	0,2	1,4
Alemania	3,6	3,1	0,9	0,6	1,5	1,7
Reino Unido	1,8	0,9	0,2	1,7	3,0	2,8
Francia	1,4	1,7	0,0	0,4	0,4	1,4
Euro Área		1,5	-0,5	-0,4	0,9	1,6
EM Asia	9,1	7,4	6,2	6,2	6,1	6,2
China	10,4	9,3	7,8	7,7	7,4	7,2
India	8,5	6,2	5,0	4,7	5,3	6,0
América Latina	6,1	4,2	2,5	2,4	0,9	1,4
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,5	0,2	0,2
México	5,4	3,9	3,9	1,4	2,2	3,2
Total Mundial*	5,0	3,8	3,0	3,0	3,0	3,4

(*) Metodología del FMI, utilizando como ponderadores el PIB según la paridad del poder de compra de 2010 para una muestra de 45 países (cobertura de 87%). Las cifras entre paréntesis equivalen al % de participación en el PIB Mundial del país respectivo.

Fuente: Elaborado en base a las proyecciones de J.P. Morgan.

Encuesta de Gerentes de Compras a Nivel Global de J.P. Morgan (**)

(**) Índices ajustados por estacionalidad que con un nivel sobre/bajo 50 indican expansión/contracción.

		2014							
		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Oct
Producto	Total	53.1	53.5	52.8	54.2	55.1	54.8	53.5	53.2
	Manufacturera	52.9	53.4	54.0	52.4	53.7	53.3	53.0	52.3
	Servicios	52.7	54.5	55.8	56.0	55.6	55.2	53.6	53.5
Ordenes nuevas	Total	54.2	52.8	52.9	54.3	54.8	55.0	53.9	53.3
	Manufacturera	52.6	53.1	54.2	53.9	53.8	52.9	52.9	52.2
	Servicios	53.0	54.7	56.5	54.8	55.1	55.6	54.2	53.6
Empleo	Total	51.5	51.2	51.2	51.6	51.4	51.9	51.4	51.9
	Manufacturera	51.5	50.8	51.0	50.5	50.7	51.2	51.2	51.2
	Servicios	51.2	51.8	53.2	52.0	51.7	52.1	51.5	52.1
Precios de insumos	Total	54.4	53.0	53.8	54.6	53.9	53.7	53.5	52.8
	Manufacturera	51.2	52.9	54.2	54.8	53.7	52.8	51.9	52.1
	Servicios	54.6	55.1	55.2	53.7	54.3	54.0	54.0	53.1

Economía Chilena

Sector Real

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sector Real	(Var.%)						
PIB	5,2	3,3	-1,0	5,8	5,8	5,4	4,1
Consumo de Familias	7,6	5,2	-0,8	10,8	8,9	6,0	5,6
FBKF	10,8	17,9	-12,1	12,2	14,4	12,2	0,4
Exportaciones	7,2	-0,7	-4,5	2,3	5,5	1,1	4,3
Importaciones	14,3	11,2	-16,2	25,9	15,6	5,0	2,2

Cuentas Externas

	(Mills.US\$)						
Cuenta Corriente	7.079	-5.800	3.518	3.581	-3.068	-9.081	-9.485
Balanza Comercial	24.132	6.074	15.360	15.182	11.040	2.508	2.117
Exportaciones	68.561	64.510	55.463	71.109	81.438	77.965	76.684
Importaciones	44.430	58.436	40.103	55.372	70.398	75.458	74.568

Precios

	(Var.%)						
IPC Dic.	7,8	7,1	-1,4	3,0	4,4	1,5	3,0

Mercado del Trabajo (*)

	(Var.%)						
Tasa de Desocupación	7,1%	7,8%	10,8%	8,3%	7,2%	6,5%	6,0%

(*) Para los años 2009-2012, los datos corresponden a la Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE).

Proyecciones

	2012	2013	2014 BC	2015 BC	2014 CONSENSUS	2015 CONSENSUS
	variación porcentual					
PIB	5,4	4,1	1,7	2,5-3,5	1,7	2,7
Ingreso nacional	4,6	3,4	1,3	3,7	-	-
Demanda interna	6,9	3,4	-0,7	3,0	-	-
Demanda interna (sin variación de existencias)	7,1	4,2	0,4	2,6	-	-
Formación bruta de capital fijo	12,2	0,4	-6,2	1,9	-5,5	1,5
Consumo total	5,6	5,4	2,4	2,8	-	-
IPC (dic-dic)	3	4	4,8	2,8	4,9	2,8

*Billones de US\$