

## Comienzo de 2015: Riesgos y Brotes Verdes

En el plano internacional, la puesta en marcha –aunque hace ya bastante se había anunciado– del programa de relajo cuantitativo del Banco Central Europeo (BCE) en contraposición a las expectativas de que la Federal Reserve (FED) comenzará eventualmente a aumentar las tasas, se han traducido en los esperables ajustes de precios relativos. Por un lado, las tasas largas en EE.UU. efectivamente han aumentado, mientras que la de los bonos europeos ha caído, acompañado todo esto de una apreciación del dólar a nivel mundial. La caída en el precio del crudo –y de la energía fósil en general– no parece revertirse, con futuros a 1 y 2 años para el WTI en torno a los US\$ 55 el barril, siendo éste, sin duda, el evento más relevante de la coyuntura económica mundial que se ha visto en bastante tiempo.

Nuestro país, tal como se comentara en la edición anterior de este informe, es uno de los países que ciertamente podría beneficiarse bastante de una caída sostenida del precio internacional, al igual que muchos otros emergentes, como por ejemplo la India, cuyas importaciones corresponden en más de un tercio a petróleo. A nivel local, no se debe olvidar que una caída de 1 dólar en el precio del petróleo, permite el ahorro de US\$ 115 millones anuales para satisfacer la demanda local actual. Así, una caída de US\$ 50 como la actual implicaría que se destinarían hasta US\$ 6.000 millones menos a importación de combustibles, lo que naturalmente es una sobreestimación pues deja de lado posibles aumentos en la demanda local, la depreciación de la moneda que diluye parte del ahorro y la alta correlación que suele existir entre precios de materias primas, que afectaría especialmente a Chile a través del cobre. Sólo como una muestra, las importaciones en US\$ de petróleo y diesel al país en el último trimestre han registrado una caída de 45,7% y 36,7%, respectivamente, explicado casi en su totalidad por precio y no así por volumen. Este escenario de mayor oferta mundial de crudo, sin duda implica que habrá ganadores y perdedores –lo que está sucediendo en Rusia y Venezuela es evidente–, lo que tiende a aumentar la volatilidad. Sin embargo, diversas organizaciones internacionales respaldan la noción de que el efecto neto sería positivo a nivel mundial, tomando en cuenta que se trata de un claro aumento de la oferta mundial de crudo y no así de una caída de la demanda como en otras ocasiones: basta recordar que EE.UU. aumentó increíblemente su producción y ya desde 2013 es el mayor productor mundial de crudo a Arabia Saudita y Rusia. Pese a esto, las perspectivas para 2015 no parecen demasiado más auspiciosas que el año recién terminado: encuestas como la del CONSENSUS FORECAST pronostican un crecimiento global de 3,3%, tan sólo 0,1 puntos por encima de la estimación para 2014.

En cuanto a la mayor economía del mundo, EE.UU., los resultados recientes continúan siendo alentadores con una tercera revisión del crecimiento para el tercer trimestre que lo sitúa en un 5,0% trimestre a trimestre anualizado y desestacionalizado, mientras que la segunda estimación de igual medición para el cuarto trimestre fue de un 2,2%, con lo que el 2014 cerraría con una expansión del 2,4%. 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 250.000 cupos mensuales, con 295.000 en febrero, lo que ha llevado a la tasa de desempleo a bajar a un 5,5%. La fuerte apreciación del dólar respecto del euro y yen, podría reducir el dinamismo de la actividad económica en los trimestres futuros. Un número creciente de analistas sugieren que, de hecho, se alcanzaría la paridad 1 a 1 del euro-dólar, antes de fines de 2015. La FED, lo exprese o no, observa con preocupación los efectos sobre paridades y estabilidad financiera global que el -inevitable- alza de tasas, puede generar.

**En el plano interno, el Banco Central también dio a conocer las cifras de Cuentas Nacionales para el 2014, con un crecimiento del PIB de apenas 1,9% para el año, y una Demanda Interna que no creció en el IV trimestre, acumulando un -0,6% de expansión. Todas cifras que se analizan en mayor detalle en el Tema del Mes.**

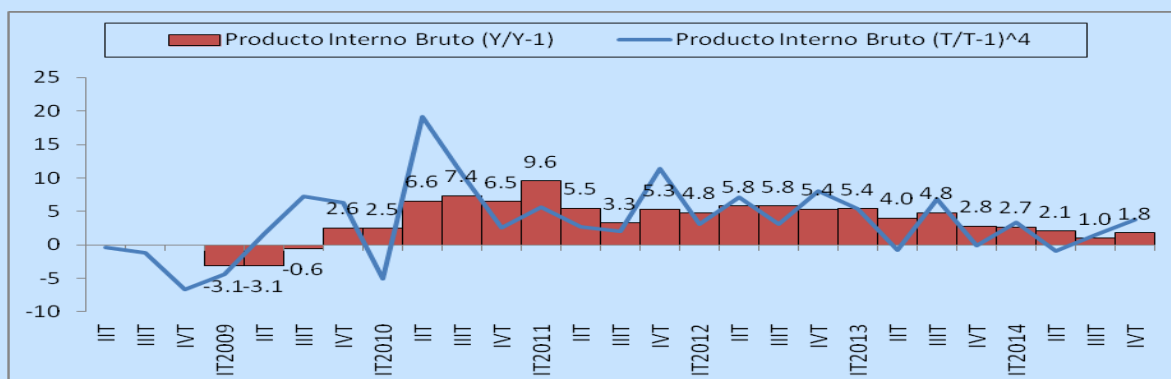
Para 2015 las perspectivas locales tampoco resultan demasiado alentadoras, pese al impulso del petróleo y el anunciado aumento de 27% en la inversión pública, aunque sí pareciera que, al menos, la desaceleración sí estaría comenzando a tocar fondo en los primeros meses de 2015. La Encuesta de Expectativas del Banco Central ha mostrado dos ligeros aumentos (0,2 décimas desde el mínimo de enero), con la mediana de las proyecciones en 2,8%, a lo que se suma que el último trimestre móvil de las importaciones de capital versus igual período de 2014 vuelve a terreno positivo, mientras que la caída en la velocidad del consumo da las primeras señales de parecer revertirse, frente a expectativas de consumidores, que aunque aún en terreno negativo, sí parecen cambiar de tendencia. Aún es prematuro, pero pareciese que realmente se aprecian algunos “brotes verdes” en la actividad, los cuales deben protegerse de malas políticas, escenarios de extrema incertidumbre y discursos confrontacionales. En cuanto a la inflación, el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) dio a conocer el registro para febrero del IPC, el cual registró una variación mensual de 0,4%, superando ampliamente las expectativas del mercado, las que se situaban más bien en torno a 0,2%, al igual que en enero cuando se esperaba una caída en el indicador y se terminó con un registro marginalmente positivo. Pese a esto, el registro en doce meses para febrero de 2015 retrocede levemente a un 4,4% todavía por encima del límite superior del rango meta del Banco Central, pero lejos de los registros del cuarto trimestre cuando la variación interanual se acercó peligrosamente al 6%, antes del shock de precio del petróleo. Sin embargo, una mirada a los índices subyacentes (IPCX o IPCX1) que excluyen los productos más volátiles, o a índices más acotados (IPC servicios), confirman que el fenómeno de convergencia no resulta del todo claro, por lo que la preocupación continúa, y el espacio para nuevas rebajas de la TPM parece acotadisimo. Todo esto, en un contexto donde aún existen importantes riesgos -tanto para Chile como el mundo- que podrían diluir la buena noticia del crudo. Entre éstas está el auge del populismo europeo; una subida demasiado abrupta de las tasas en EE.UU. que aumente la volatilidad y la salida de capitales desde economías emergentes, afectando especialmente a aquellas que no tienen sus cuentas en orden; o un aterrizaje más fuerte de China, con el consiguiente efecto sobre los commodities.

# Tema Mensual: Cuentas Nacionales

## 2014

El Banco Central dio a conocer esta semana las Cuentas Nacionales para el 4° Trimestre de 2014 (junto a las revisiones de los trimestres anteriores), confirmando que el PIB en el cuarto trimestre habría tenido una expansión real de apenas 1,8% en 12 meses, en línea con lo que adelantaban los registros del IMACEC, siendo éste un tan sólo regular registro, y con lo que el crecimiento de 2014 sería de apenas un 1,9%. Al comparar el PIB de este nuevo trimestre con el trimestre previo, corrigiendo por estacionalidad, días hábiles y anualizando -medida ampliamente difundida y utilizada en el mundo-, se obtiene un crecimiento de 3,8%. Esta medida constituye un mejor indicador del ritmo actual con que crece la economía al utilizar una base más próxima de comparación (y no el año anterior), lo que es particularmente pertinente cuando existe la interrogante respecto a si la economía realmente podría estar comenzando a salir de un proceso de desaceleración como el que se vivió desde mediados de 2013. Esto parecería estar sucediendo, aunque de manera muy incipiente, siendo positivo que al menos la caída pareciese haberse frenado.

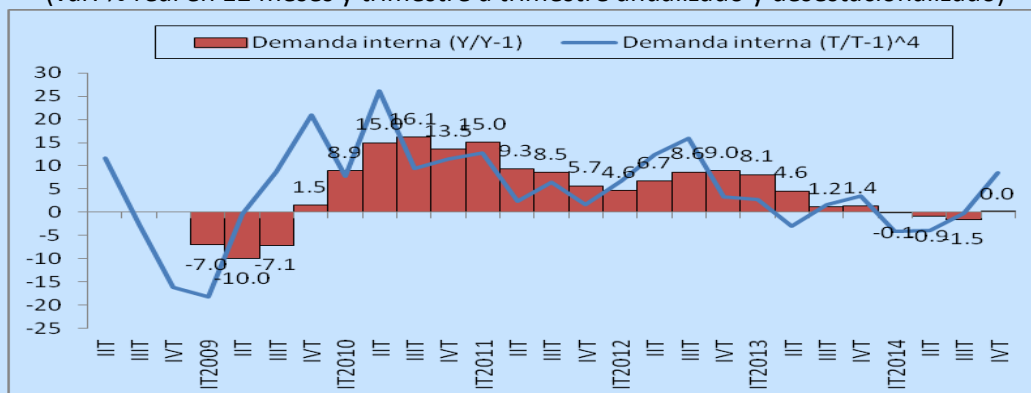
**Gráfico N° 1: Producto Interno Bruto**  
(var. % real en 12 meses y trimestre a trimestre anualizado y desestacionalizado)



Fuente: Banco Central de Chile, valores corresponden a var.% en 12 meses.

Si bien la demanda interna confirma la gravedad del panorama vivido en 2014, con una nula expansión en el cuarto trimestre versus igual fecha de 2013, que se traduce en una caída de 0,6% en el año, también da señales de que la caída en el dinamismo local estaría comenzando a menguar y que la demanda interna podría volver a ser un motor de crecimiento en 2015, a diferencia de lo sucedido en 2014. Aquí vale la pena recordar que, de hecho, lo que mantuvo el PIB creciendo en 2014, aunque escasamente, fue la demanda externa con unas exportaciones de bienes y servicios que medidas en pesos se expanden un 0,7% (nótese aquí que al considerar sólo los bienes en US\$, éstos se expanden un 1,8% lo que en pesos corresponde a un 3,6% producto de la apreciación de la divisa norteamericana), mientras las importaciones de bienes y servicios (también en pesos) se contraen un 7,0%.

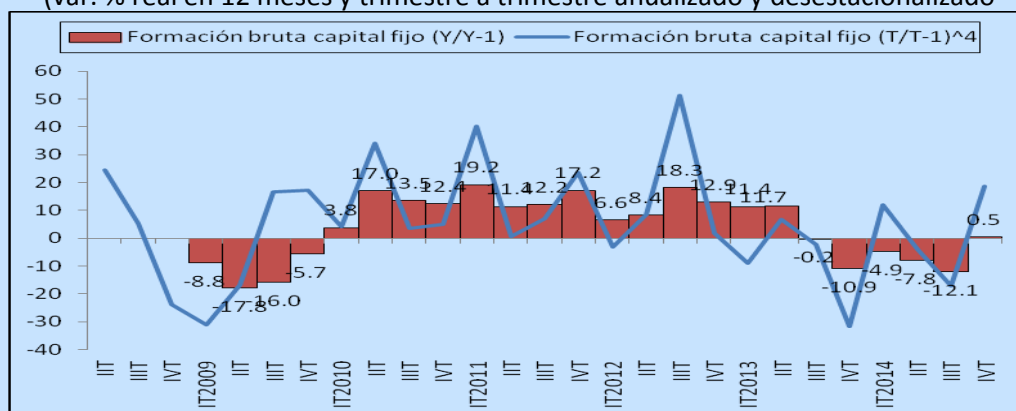
**Gráfico N° 2: Demanda Interna**  
(var. % real en 12 meses y trimestre a trimestre anualizado y desestacionalizado)



Fente: Banco Central de Chile, valores corresponden a var.% en 12 meses.

Este menor crecimiento de la demanda interna y el producto, desde una perspectiva del gasto, se explica por la importante y sostenida caída durante 2014 de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) de 6,1%, en particular Maquinaria y Equipos con una contribución al crecimiento del producto de -1,6 puntos, a lo que se suma una contribución tan sólo marginalmente positiva de la construcción de 0,1 puntos. Un elemento adicional que da luces de que el desplome se habría frenado es que en comparación al trimestre inmediatamente previo –con las correcciones mencionadas- la FBKF, en sus dos componentes tanto maquinaria y equipos como construcción muestra importantes velocidades, de 40% y 10%, respectivamente.

**Gráfico N° 3: Formación Bruta de Capital Fijo**  
(var. % real en 12 meses y trimestre a trimestre anualizado y desestacionalizado)

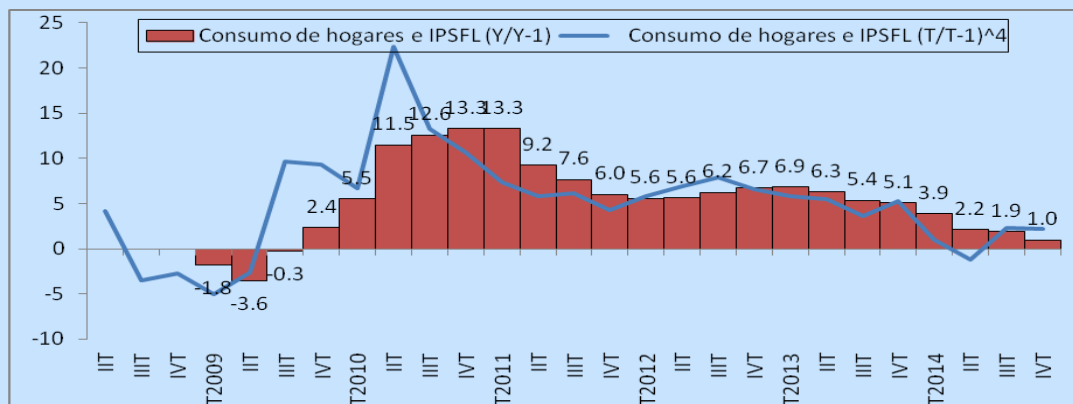


Fente: Banco Central de Chile, valores corresponden a var.% en 12 meses.

A lo anterior, y poniendo un cierto matiz acerca del posible fin de la desaceleración, se debe considerar una contribución del consumo privado al crecimiento claramente decreciente desde 2,4 puntos en el 1° trimestre a tan sólo 0,7 puntos en el 4° trimestre, con un consumo de bienes durables de igual trayectoria sólo que con un aporte negativo (-0,4 puntos) en el 4° trimestre, y que no da mayores señales de recuperación. Ahora bien, como se mencionó en la sección anterior, las expectativas de los consumidores, medidas en el IPEC, aunque se ubican en terreno negativo, sí han mostrado algo de avance lo que podría implicar una cierta mejora en el consumo de bienes durables

en el primer trimestre, muchos de los cuales además, se han encarecido para los chilenos producto de la depreciación del peso, lo que naturalmente ha mermado adicionalmente su demanda.

**Gráfico N°: 4 Consumo de los Hogares**  
(var. % real en 12 meses y trimestre a trimestre anualizado y desestacionalizado)



Fente: Banco Central de Chile, valores corresponden a var.% en 12 meses.

Los principales determinantes locales de esta evidente caída en la inversión, que durante la última parte de 2014 da señales incipientes de comenzar a frenarse, incluyen la dificultad para iniciar nuevos proyectos energéticos, el fin del boom minero, la alta incertidumbre asociada a los afanes reformistas y las negativas expectativas de los agentes económicos. En lo que va de 2015, la mayor incertidumbre continúa asociada a las reformas que aún no se despejan: laboral, cuya tramitación hoy en curso, sin duda, será compleja; educacional, donde lo aprobado poco ayuda y aún falta la discusión acerca de la gratuidad universitaria; y lo constitucional, donde no parece existir claridad alguna. Por su parte, en el ámbito que sí despejó la incertidumbre -o al menos una parte de ella-, ésta se despejó para mal, con una alza muy considerable de impuestos a materializarse progresivamente los próximos 4 años, pero que ya hoy se hace sentir en los flujos de las empresas a través de los mayores PPM's y, qué duda cabe, en la evaluación de nuevos proyectos mirando hacia el futuro. Todo lo anterior, no ayuda a "cuidar los brotes verdes" que, como se mencionó, nuestra economía parece estar entregando desde fines de 2014.

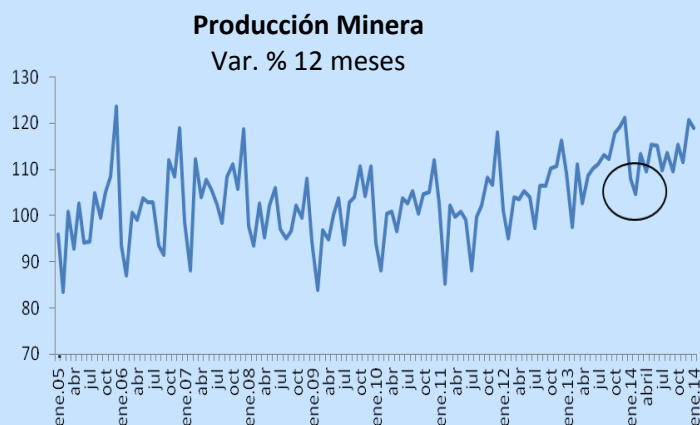
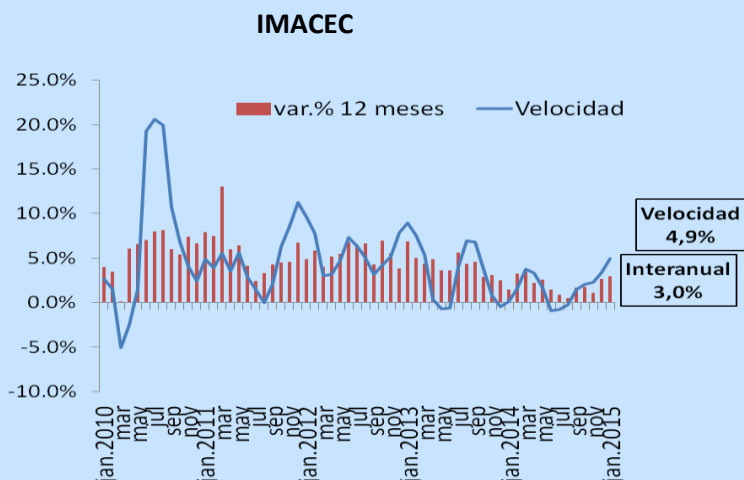
## IMACEC: Lento Comienzo de 2015

Tras cerrar el 2014 con una expansión de apenas 1,9%, el primer registro de 2015 si bien algo más elevado, resulta aún relativamente decepcionante -sólo un 3% tras la revisión de Cuentas Nacionales-, especialmente al considerar el positivo efecto de la minería este mes, el cual difícilmente se repetirá en igual magnitud en el futuro.

El Banco Central dio a conocer el primer IMACEC del año 2015, el cual registró un mes con mejor crecimiento que el promedio de los 12 meses previos, aunque no superó el 2%. Esto, en línea con las expectativas formadas a partir de lo que adelantaban algunos de los indicadores sectoriales que habíamos conocido a fines de febrero, donde destaca el crecimiento real de la minería de 10% interanual, sector de alta ponderación en el IMACEC, lo que se traduce en una variación del indicador de actividad de 3,0% en comparación con igual mes del año anterior. En concreto, este resultado es 0,4 puntos porcentuales mayor a la expansión del mes anterior en 12 meses, y 1,6 puntos mayores que el entregado el mismo período un año atrás, lo que, sin duda, es una mejora, pero aún muy pobre.

Este primer registro del IMACEC para 2015 resulta decepcionante considerando la expansión interanual de dos dígitos del sector minero, la que naturalmente no parece sostenible a futuro y está muy influido por la base de comparación. Más aún, al observar aquellos indicadores sectoriales más bien ligados a la demanda interna, como por ejemplo, el comercio minorista, especialmente en su componente durable, se infiere que las condiciones no estarían cambiando demasiado. Vale recordar que este desempeño en el primer mes del año está en línea con las pobres predicciones del

mercado para 2015, algo por debajo del 3%, lejos del 3,6% de expansión con que se presupuestó el erario fiscal para 2015 y aún más distante del crecimiento tendencial o de mediano plazo que diversos expertos estimaban -al menos hasta hace un tiempo- por sobre el 4% para nuestra economía.



## Ventas Industriales Continúan Lentamente Repuntando

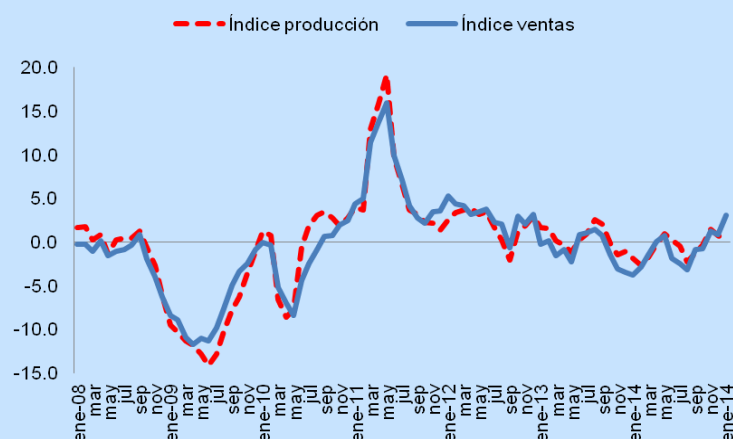
Las Ventas del Comercio Minorista cerraron el 2014 con una pobre expansión de apenas 1,2% en comparación a 2013, pese a exhibir algo de repunte en el último trimestre, luego de haber registrado en septiembre su mayor caída interanual desde fines de 2008. Por su parte, las ventas industriales muestran un buen inicio de 2015, luego de un pésimo 2014, mientras que la producción industrial no logra despegar.

Tras un 2014 francamente deplorable, con una expansión real de apenas 1,2% en comparación a 2013, las Ventas del Comercio Minorista en la Región Metropolitana, de acuerdo a la Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), no logran tampoco mostrar dinamismo en el primer mes de 2015, con un lamentable crecimiento interanual de -0,6%. Aquí vale recordar una vez más que en 2013 se registró un destacado 9,7% de expansión, con respecto al año anterior, mientras que en 2012 dicha cifra fue de un 5,9%.

El Índice de Producción Industrial de la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) verificó en enero de 2015 un retroceso de 0,6% interanual, luego de haber cerrado el 2014 con una expansión de -0,5% en comparación al año previo. Pese a este último resultado, el desempeño trimestral móvil versus igual período de 2014 aún se mantiene por encima de cero, alcanzando un 0,2% de expansión, obviamente muy por debajo de los buenos resultados del 2011-2012. De manera más positiva, las ventas industriales sí muestran mejores resultados, con un incremento en enero de 5,0% versus igual mes de 2014, lo que lleva a un crecimiento en el año móvil, de 0%, versus los 12 meses previos, lo que puede no parecer muy alentador, pero está bastante por encima del -0,8% con el que se cerró el 2014.

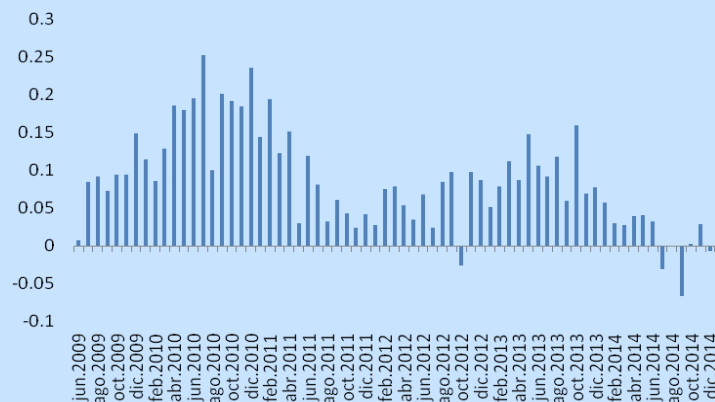
### Producción y Ventas Industriales

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



### CNC: Ventas Comercio Minorista

Var. % Anual



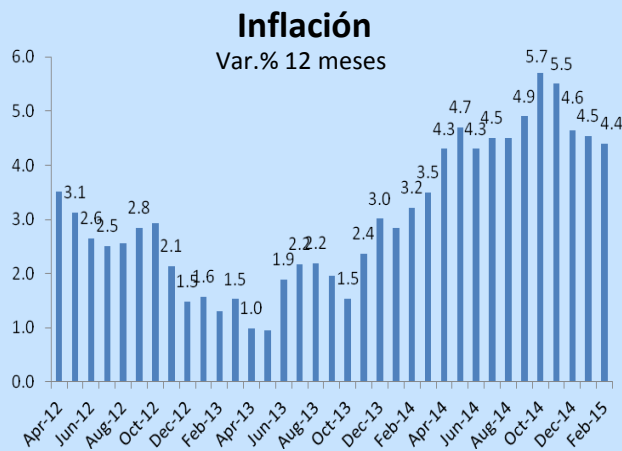
## IPC de Febrero: Indicadores Subyacentes Continúan Al Alza

El IPC de febrero aumentó un 0,4%, cifra bastante mayor a lo anticipado por el mercado, y si bien el indicador agregado continúa moderándose, una mirada a los índices subyacentes (IPCX o IPCX1) que excluyen los productos más volátiles, o índices más acotados (IPC servicios), muestran que el fenómeno de convergencia no resulta del todo claro.

El Instituto Nacional de Estadísticas (INE) dio a conocer el registro para febrero del IPC, el cual registró una variación mensual de 0,4%, superando ampliamente las expectativas del mercado, las que se situaban más bien en torno a 0,2%, al igual que en enero cuando se esperaba una caída en el indicador y se terminó con un registro marginalmente positivo. Pese a esto, el registro en doce meses para febrero de 2015 retrocede levemente a un 4,4% todavía por encima del límite superior del rango meta del Banco Central, pero lejos de los registros del cuarto trimestre, cuando la variación interanual se acercó peligrosamente al 6%, antes del shock de precio del petróleo.

En este registro, ocho de las doce divisiones de la canasta presentaron aumentos en sus precios (educación nuevamente se mantuvo prácticamente constante a la espera de los ajustes de marzo), mientras que tres mostraron caídas, siendo transporte nuevamente una de ellas acompañados por alimentos como suele ocurrir en el verano. Estas dos divisiones, las de mayor peso en el índice, suman prácticamente un tercio de la canasta del IPC, por lo que pese a que las bajas fueron relativamente acotadas, su impacto resulta nada despreciable. En cuanto a las alzas, la entrada en vigencia del decreto que actualiza el precio de la electricidad tanto en el Sistema

Interconectado Central (SIC) como el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING) se tradujo en un aumento de 9,7% de este ítem con respecto al mes anterior. Esto se tradujo en un aumento de 2,4% con respecto a enero de la división Vivienda y Servicios Básicos, tercera de mayor ponderación en el IPC (13,8%) después de Transporte y Alimentos.





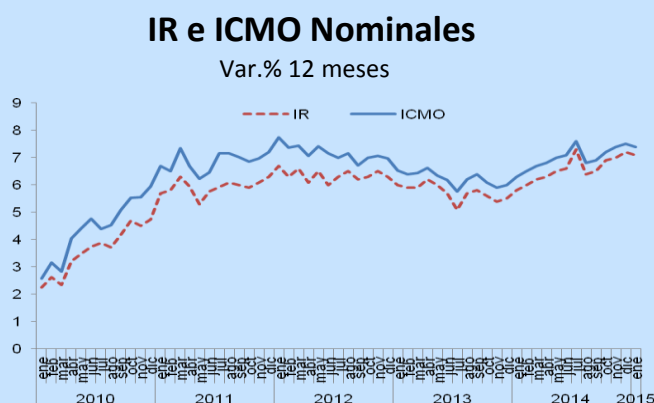
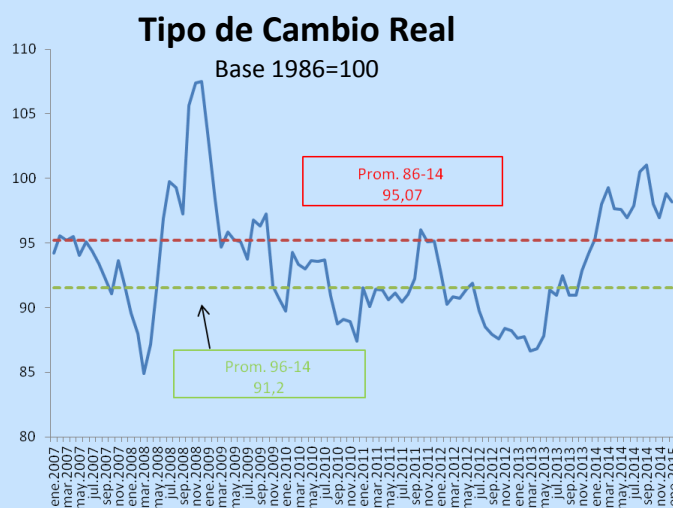
## TCR: 3,1% Sobre Promedio 1986-2014 y 7,2% sobre 1996-2014

Pese a los leves retrocesos desde los máximos registrados a mediados del año recién pasado, cuando se superaron los 100 puntos, el Índice de Tipo de Cambio Real (TCR) se ha mantenido por encima de los 95 puntos (promedio histórico 1986-2014). Esto, luego de dos años en los que el TCR se situara muy por debajo de sus promedios históricos. En cuanto a las remuneraciones y los costos de mano de obra reales, éstos han mostrado algo más de dinamismo en los últimos dos meses, ayudados por las sorpresiva poca inflación de fines de 2014.

En enero de 2015, el TCR registró un valor de 9817, en línea con el promedio de los últimos 12 meses y un 4,5% mayor que el promedio registrado de la última década, aunque por debajo del peak de agosto-septiembre cuando se superan los 100 puntos. Esto constituye tan solo un leve retroceso 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, especialmente EE.UU., ya comienzan a mostrarse como otro elemento -además de la caída del petróleo- que ayudarán al país a acercarse a su crecimiento tendencial.

Por su parte, las remuneraciones nominales en enero de 2015 presentaron un alza de 0,8% en comparación al mes anterior, lo que se traduce en un crecimiento en 12 meses de 7,1%, (similar a los meses previos) lo que resulta esperable en el contexto de la relativamente alta inflación, previa al shock del petróleo. Sin embargo, a diferencia de los meses hasta octubre, las remuneraciones reales no cayeron con respecto al mes anterior, sino de hecho, crecieron mensualmente un positivo 1,8% y 0,7%, en diciembre y enero, respectivamente. Con esto, en 12 meses recuperan algo de terreno alcanzando un menos modesto 2,5%. Estos últimos

registros parecen estar bastante influidos por el sorpresivo descanso que el petróleo le ha dado a la inflación "headline", más no así a sus medidas subyacentes. Un elemento, clave a la hora de considerar el futuro de la política monetaria.



## BC Mantiene TPM, y Mercado Comienza a Dudar de Nuevas Rebajas

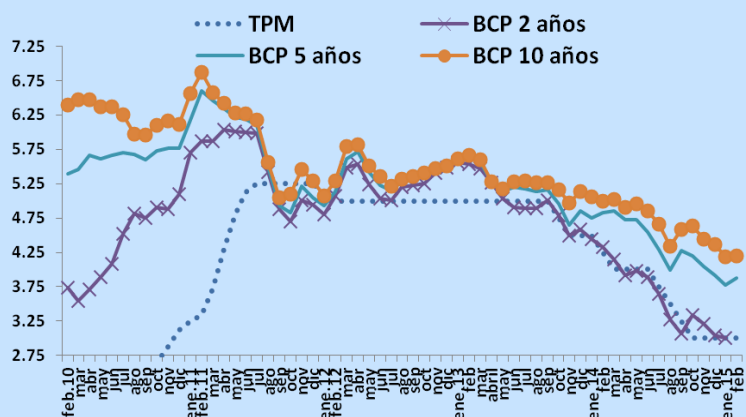
En su reunión de febrero, el Consejo del Banco Central (BC) optó, al igual que en los meses previos, por mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,0%, luego de los recortes consecutivos de julio, agosto, septiembre y octubre. Sin embargo, a diferencia de los últimos meses, las perspectivas -reflejadas en la Encuesta de Expectativas Económicas- de que grandes holguras llevarían a una inflación subyacente que convergería rápidamente, parecen haberse acotado, con lo que la probabilidad que se le asigna a una nueva rebaja también.

El Consejo de la autoridad monetaria nacional optó, al igual que en sus últimas 3 reuniones previas, por no rebajar la TPM.

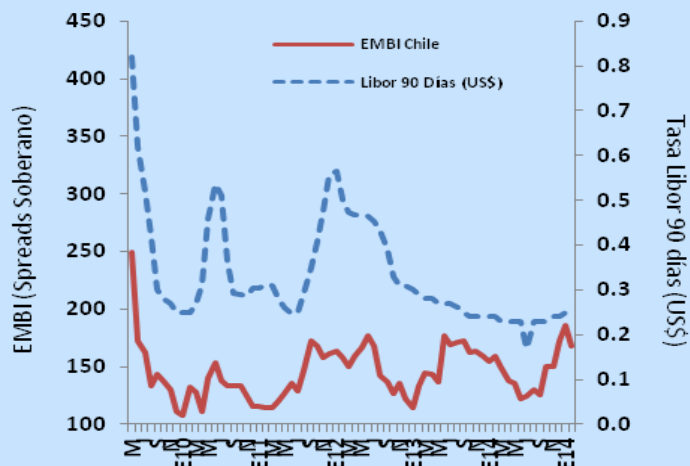
Las razones de esta decisión se deben a una relativa estabilidad de las expectativas de crecimiento mundial: EE.UU. robusto, y la Zona Euro relajando aún más la política monetaria. En general, un dólar que continúa apreciándose contra el resto de las monedas mundiales, especialmente las emergentes pero también el euro, a la par que las condiciones financieras para los emergentes parecen mantenerse.

En el plano local, el Banco Central recuerda que las expectativas de inflación siguen siendo coherentes con el centro rango meta, fuertemente ancladas a 24 meses en torno al 3%, y con expectativas privadas sólo algo por encima para 12 meses más. El Central estima que la convergencia podría tardar algo más de lo que se había previsto, especialmente en sus medidas subyacentes como el IPCX o el IPC SAE. Esto aparece coherente con esta nueva mantención de la tasa, considerando también la eventual alza de tasas en EEUU., que muchos estiman comenzaría ya en el segundo semestre.

### Banco Central: Tasa de Interés



### Tasas Libor y EMBI

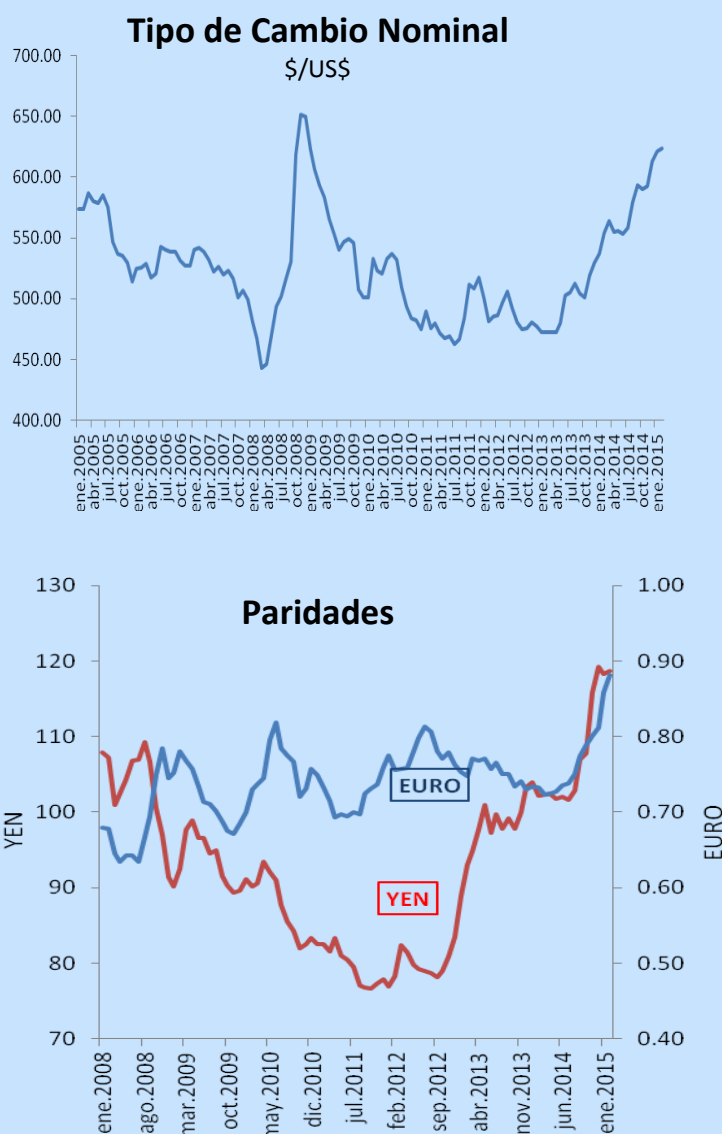


## Apreciación del Dólar Continúa Tanto en Chile Como en el Mundo

Durante enero y febrero de 2015, aunque con algo más de volatilidad que en los meses previos, el peso continuó depreciándose, superando incluso los \$630, con promedios de \$620,91 y 623,62, respectivamente. En lo que va de marzo, al cierre de esta edición, la apreciación del dólar continuaba, transándose el euro por debajo de los 1,05 dólares por euro (0,955 euros por dólar), mientras que en el país el dólar observado rozaba los \$640.

El tipo de cambio promedio en febrero de 2015 fue de \$ 623,62 bastante por encima del promedio de los seis meses previos, de \$598, siendo éste el mayor valor promedio mensual registrado desde enero de 2009, cuando la divisa promediara por sobre los \$623. En lo que va de marzo, la depreciación del peso ha continuado, ubicándose en torno a los \$640 al cierre de este informe. Con estos resultados, pese a observarse bastante volatilidad, van quedando definitivamente atrás los bajos precios de la divisa de 2011-2013. Esta apreciación del dólar es naturalmente un fenómeno global, especialmente contra monedas emergentes –como nuestro peso- pero también bastante clara contra otras monedas fuertes, como el euro y el yen, los cuales, al observar los promedios de febrero, se han depreciado respecto de la moneda norteamericana un 14,2% y un 20,0%, desde comienzos de 2013, respectivamente.

Esta depreciación vuelve a despertar la conocida preocupación por los efectos inflacionarios –más allá de los saltos por una vez- que una prolongada depreciación de la moneda puede traer, en un contexto en que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a IPC parece ser mucho más alto de lo que la mayoría de los analistas anticipaban, especialmente considerando el poco dinamismo interno.



## Valor de Exportaciones de Cobre en US\$ Decepciona Durante Febrero

La variación en el promedio anual móvil del valor de las exportaciones de cobre continúa mostrando un ritmo de crecimiento negativo, producto de una tremenda caída interanual de dos dígitos en el mes de febrero, mientras que la celulosa y harina de pescado se mantienen en terreno positivo.

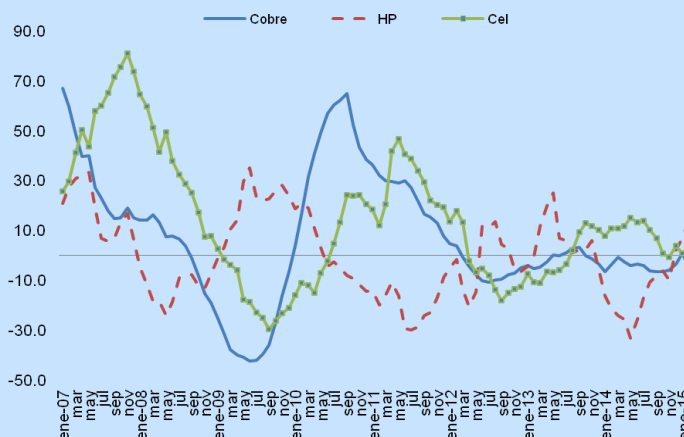
Durante febrero recién pasado, el valor exportado de cobre anualizado acumulado volvió a registrar una cifra negativa, esta vez de  $-4,28\%$ , producto de una fuerte caída en el valor de los envíos en el segundo mes del año, de  $34,6\%$  versus igual período del año anterior. Esta caída se explica por la extendida baja en el precio promedio del año, la que pese a mejoras en el margen durante febrero, acumula más de un  $7\%$  de caída en 12 meses, muy superior al positivo aumento en el volumen físico exportado acumulado durante 2014, el cual supera el  $4\%$ . En el caso de la harina de pescado, tanto el volumen como el precio acumulado en 12 meses, apuntan en la dirección correcta, lo que se traduce en un aumento del valor de las exportaciones en US\$ de más de  $14\%$ .

Vale la pena recordar que el precio del cobre promedio en marzo y abril de 2014 fue de US\$ 3,0 la libra, cosa que tendió a revertirse hacia julio cuando el promedio superó los US\$ 3,2 la libra, para finalmente cerrar el año 2014 con un cobre por debajo de US\$ 2,9 y que al día de hoy no supera los US\$ 2,7. De esta forma, la cotización internacional del cobre en 2014 se situó 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, con US\$ 3,11, pero será más difícil que supere los

US\$ 3,07 para 2015, estimados por el mismo comité. Por ello, se necesitará echar mano a los recursos del FEES para financiar el presupuesto.

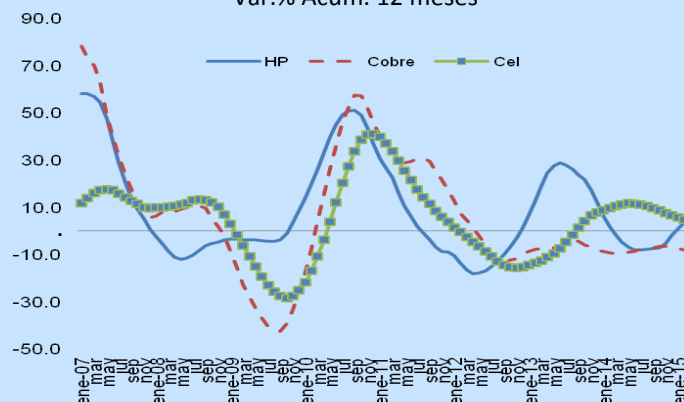
### Valor de Exportaciones:

Productos Principales  
Var.% Acum. 12 meses



### Precios de Exportaciones

Productos Principales  
Var.% Acum. 12 meses



## Valor de Exportaciones Mineras, Excluyendo Cobre, Vuelve a Retroceder Tras Cerrar el 2014 con una Caída de 15%

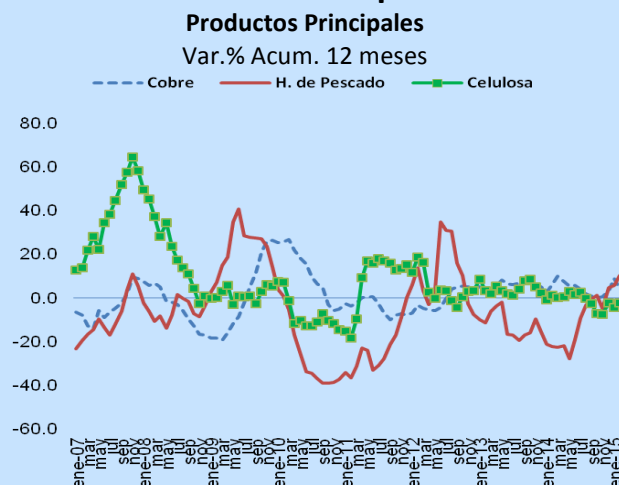
Dentro de los productos exportados diferentes de los principales -cobre, celulosa y harina de pescado- el valor de las exportaciones acumuladas en 12 meses de la minería no cobre comienza el 2015 con dos meses más de abrupta caída interanual, mientras la expansión acumulada en 12 meses de las exportaciones agropecuarias finalmente llegan a terreno positivo, tras los grandes repuntes de diciembre, enero y febrero.

A febrero, el valor de las exportaciones mineras, excluyendo cobre, acumuladas en 12 meses, no muestra mejoría respecto a los 12 meses anteriores con un nuevo decrecimiento de un 16,1%. De manera contraria, el valor de las exportaciones industriales también acumuladas en un año, sin incluir harina de pescado ni celulosa, continuaron mostrando en febrero un buen crecimiento por sobre el 6%. Esto, producto de una segunda mitad de 2014 destacable, pese a resultados algo más débiles en los últimos 2 meses.

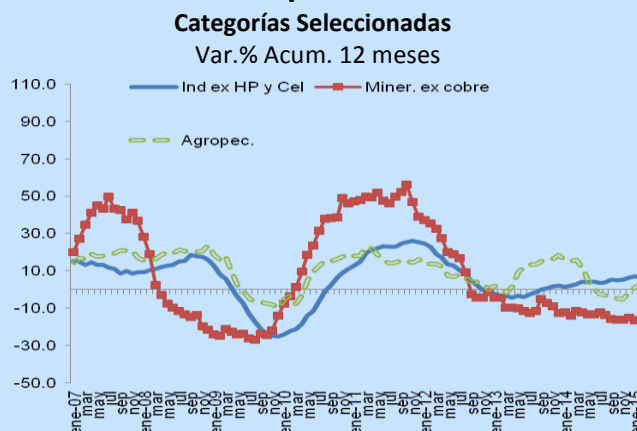
En tanto, las exportaciones agropecuarias acumuladas en 12 meses muestran una importante recuperación, aunque todavía muy lejos de las cifras de crecimiento acumulado de dos dígitos que caracterizaran la segunda mitad de 2013 y comienzos de 2014. Así, el nuevo registro acumulado es bastante mejor que todo lo visto en 9 meses con un 2,7% de expansión. Esto, debido a que durante los últimos meses se pasó de una caída de 21,7% en octubre a un razonable crecimiento de 5% en noviembre, y un explosivo incremento de 28,2% en el trimestre diciembre-febrero versus igual período de 2014. Más aún, estos sectores exportadores diferentes de los tradicionales, sin duda, se han beneficiado de la nueva situación cambiaria, con el peso mucho más depreciado, lo que no se

aprecia directamente en estos cuadros en dólares, más sí en los márgenes.

### Volumen Físico Exportado:



### Valor Exportaciones:



## Importación de Bienes de Capital: De Vuelta en Terreno Positivo

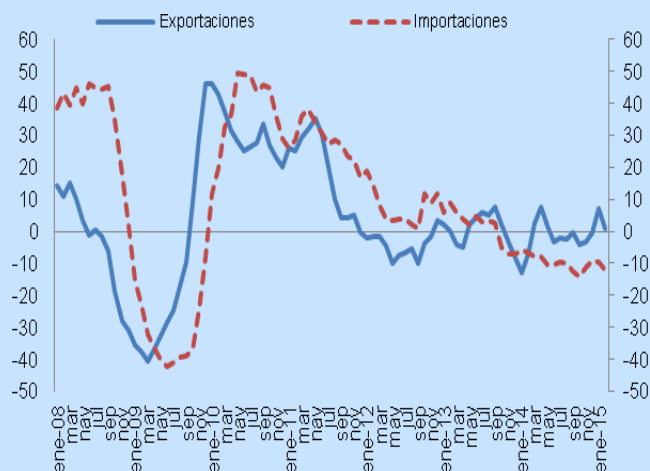
El promedio móvil de la importación de bienes de capital dejó finalmente de caer en enero en comparación con un año atrás, tras 18 meses en que dicho promedio mostró registros negativos. Por su parte, la misma medición para la importación de bienes de consumo e intermedios continúan fuertemente cayendo y sin señal de repuntar.

En el trimestre móvil terminado en febrero de 2015, las exportaciones registraron un débil crecimiento de 0,94% respecto a igual período de 2014, mejor, sin embargo, al resultado del trimestre terminado en noviembre, cuyo registro alcanzaba -2,6%. Por su parte, el desempeño trimestral de las importaciones continúa en terreno absolutamente negativo, aunque ya prácticamente no cayendo más y con algo de recuperación en los bienes de capital, con un crecimiento trimestral móvil de -11,1% en enero y -11,9% en febrero de 2014.

Esta nueva caída trimestral de las importaciones en febrero se explica por un nuevo retroceso interanual en dos de sus componentes -consumo e intermedios-, pero que a diferencia de lo sucedido durante todo de 2014, incluye un repunte de los bienes de capital que finalmente vuelven a crecer, con un 4% trimestral de expansión. Es preocupante el retroceso de las importaciones de bienes de consumo, los cuales acumulados en 12 meses, por sexto mes consecutivo, muestran un resultado negativo (-10,5%), siendo la caída cada vez más profunda. Lo anterior, se interpreta como el claro reflejo de una economía que prácticamente no crece y cuyas perspectivas para 2015, en materia laboral, no son demasiado alentadoras.

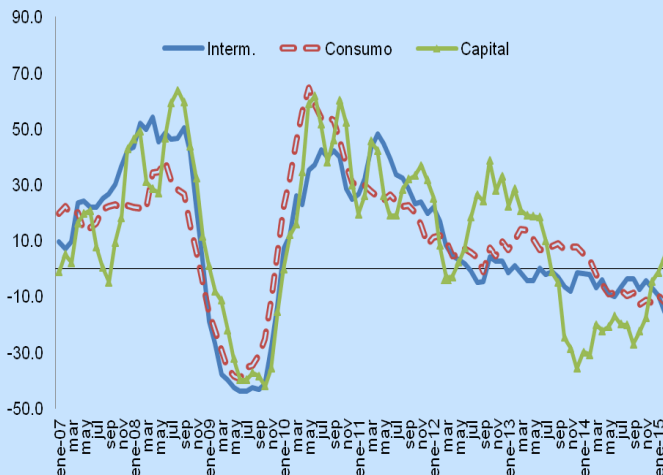
### Comercio Exterior

Var.% Trim. Móvil



### Importaciones

Var.% Trim. Móvil



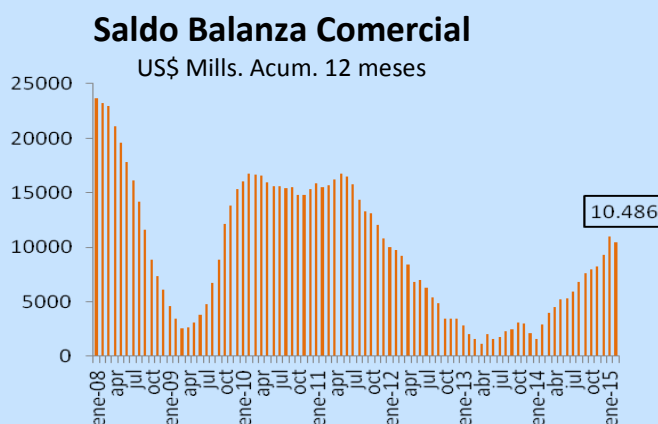
## Balanza Comercial Acumulada en 12 Meses a Febrero 2015: US\$10.486 Millones

El saldo de la Balanza Comercial acumulado en 12 meses continúa creciendo, tras haber cerrado el 2014 con un superávit de 9.332 millones. Esto lamentablemente se explica, como también fue la tónica de 2014, 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 parecen empezar a repuntar –aunque con alta volatilidad- más allá de la situación particular del cobre.

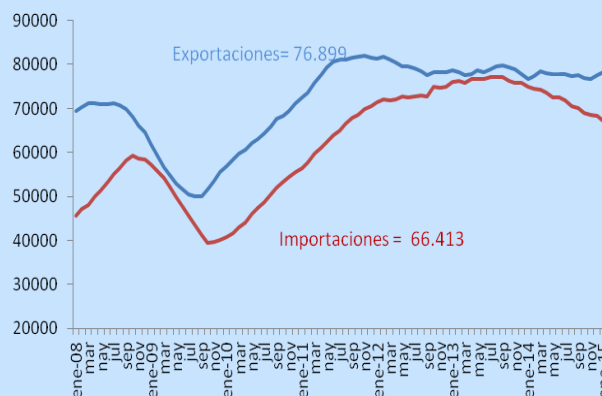
El Banco Central dio a conocer el saldo de la Balanza Comercial para febrero de 2015, que registró un superávit de US\$ 748 millones, por debajo de los meses anteriores cuando se registraron US\$ 1.240 millones y US\$ 1.375 millones, respectivamente. Este peor resultado versus 12 meses atrás, cuando se anotarán US\$1.237, se explica por una nueva caída en las importaciones FOB, aunque, versus una importante recaída en igual mes para las exportaciones de -4% y -20%, respectivamente. Lo anterior interrumpe dos excelentes meses de alto crecimiento interanual en las exportaciones, lo que explica el relativamente buen desempeño trimestral.

En cuanto al total anualizado de las exportaciones a febrero de 2015, éstas alcanzaron los US\$ 76.899 millones, lo que se traduce en una reducción de los bienes exportados anualizados de un 0,7%. Este registro es bastante inferior al verificado el mes previo (2,1%). Por su parte, este nuevo decrecimiento interanual de las importaciones las llevó a alcanzar apenas los US\$ 4.490 millones en febrero, con lo que las importaciones anuales móviles a febrero de 2015 alcanzan apenas los US\$ 66.237 millones, lo que se traduce en un decrecimiento de

10,9% respecto a lo acumulado en 12 meses un año atrás.



**Exportaciones e Importaciones**  
US\$ Mills. Acum. 12 meses



## Aumento del Desempleo y Pobre Expansión de la Fuerza de Trabajo

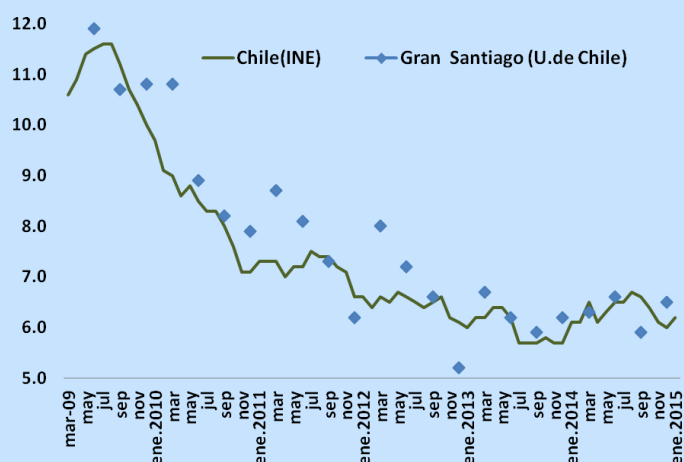
La tasa de desocupación noviembre 2014-enero 2015 alcanzó un 6,2%, lo que corresponde a un leve aumento, tanto con respecto al mes precedente como al mismo trimestre de 2013-2014. Este resultado, que si bien aún es relativamente positivo, debe ser mirado con cautela considerando la estacionalidad de los meses de verano y la pobre expansión de la Fuerza de Trabajo en 12 meses.

Las cifras informadas para este último trimestre se muestra aún razonable, aunque el leve aumento respecto a los dos trimestres previos sí es un factor a continuar monitoreando, tomando en cuenta la estacionalidad clásica del verano relacionada con una mucho mayor actividad agrícola y hotelera, sectores muy intensivos en mano de obra. De hecho, resulta especialmente indicativo que el crecimiento de la ocupación con respecto al trimestre móvil precedente es negativo y la fuerza de trabajo simplemente no se expandió. Otros antecedentes complementan que este resultado relativamente positivo, sí tiene sus matices.

El aumento en doce meses de la tasa de desocupación corresponde a nivel de hombres a un incremento de 0,1 puntos en su tasa de desocupación, pasando de un 5,5% a un aún razonable 5,6%, mientras que las mujeres se mantienen en un más preocupante 7,0%. Una vez más vale la pena insistir que el dato de empleo -especialmente para las mujeres- esconde la realidad de tasas muy bajas de ocupación y participación de apenas 48,3% y 45,0% para las mujeres y de 60,0% y 56,3% para los hombres, respectivamente.

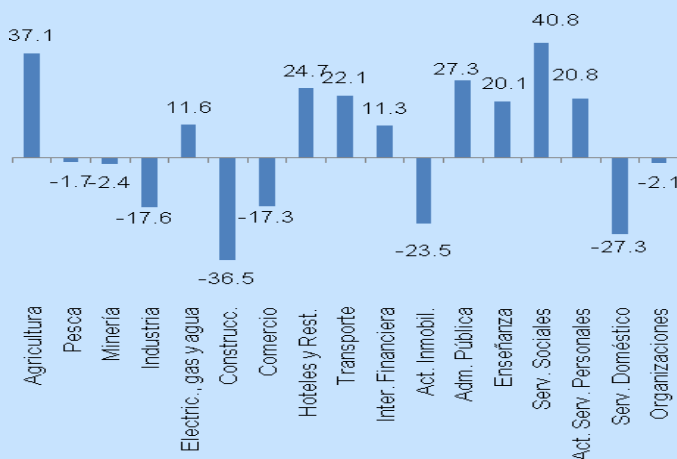
### Tasa de Desocupación Nacional

Como % de la Fuerza de Trabajo



### Ocupación por Rama de Actividad Económica

Var. en 12 Meses, Miles de personas





## Coquimbo Presenta Mayor Tasa de Desocupación del País

En el trimestre móvil noviembre 2014 – enero 2015, la mayor tasa de desocupación del país se registró -a diferencia de los meses previos- no en la Región del Biobío, sino en Coquimbo con un 8,1%. Mientras que Aysén y Magallanes una vez más presentaron las cifras más reducidas de desempleo.

Al analizar las tasas de desocupación regionales, se observa que, a diferencia de lo ocurrido desde mediados de 2013, Biobío deja exhibir la mayor tasa de desempleo del país (con un 7,8% en esta oportunidad), siendo esta vez Coquimbo con un alarmante 8,1% de desempleo, la región con mayor tasa del país. En el otro extremo, las regiones con menores tasas de desocupación nuevamente vuelven a ser Aysén y Magallanes, con un 3,3% y 2,8%, respectivamente.

Las ramas de actividad más dinámicas en la creación de puestos de trabajo en el período, en relación al trimestre previo, muy marcado por la estacionalidad fueron como era de esperarse: Agricultura, Pesca, Caza y Silvicultura (con +21.270 personas) y Hoteles y Restaurantes (con 14.000). Dentro de las ramas de actividad en que hubo caídas de empleos en igual período, se destacan principalmente: Servicio Doméstico (con -35.880) y Enseñanza (con -31.270).

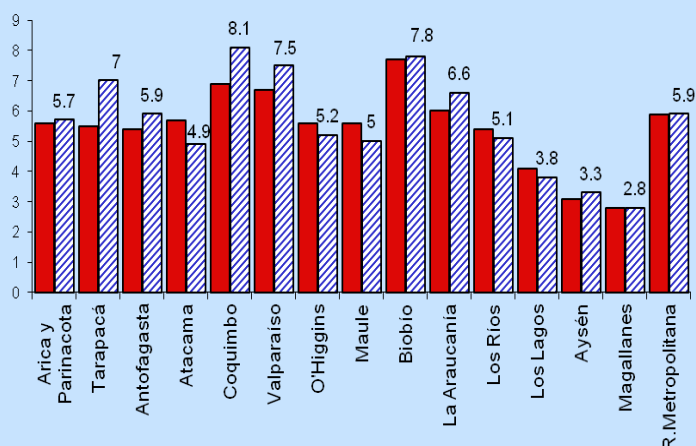
En términos de doce meses, y como ha venido siendo la tendencia, Servicios Sociales y de Salud es el sector que más empleos genera, seguido por Agricultura, Pesca, Caza y Silvicultura, sector que cuenta con una baja base de comparación debido a los problemas climáticos de 2014. De manera opuesta, Construcción

es, por lejos, el sector que más se contrae, seguido por Servicio Doméstico.

### Tasa de Desocupación Regional

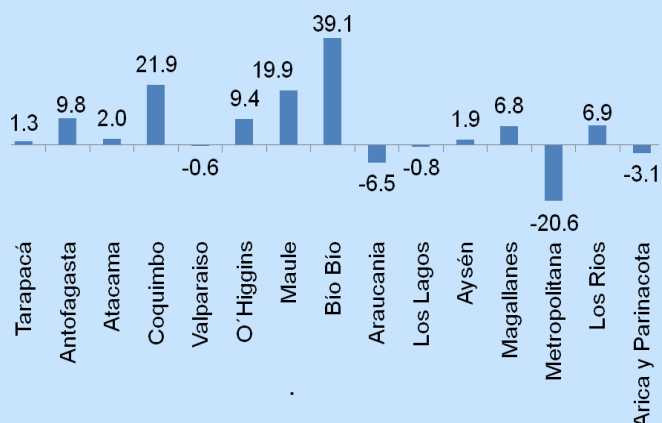
Como % de la Fuerza de Trabajo

■ dic-14    ▨ ene-15



### Empleo por Región

Var. en 12 meses, Miles de personas



## Indicadores Económicos de Corto Plazo

Var. %Trim. Año Anterior	III.Trim	IV.Trim	I.Trim 14	II.Trim	III.Trim	IV.Trim
<b>PIB</b>	4,8	2,8	2,7	2,1	1,0	1,8
<b>Demanda Interna</b>	1,2	1,4	-0,1	-0,9	-1,5	0,0
<b>Inversión Fija</b>	-0,2	-10,9	-4,9	-7,8	-12,1	0,5
<b>Construcción</b>	6,8	2,3	3,0	0,1	-1,6	2,2
<b>Máq. y Equipos</b>	-9,5	-28,2	-19,3	-21,4	-29,6	-3,1
<b>Consumo de Familias</b>	5,4	5,1	3,9	2,2	1,9	1,0
<b>Bienes durables</b>	14,4	12,5	3,6	-1,5	-3,9	-4,6
<b>Bienes no durables</b>	4,6	4,4	4,1	1,2	1,6	0,6
<b>Servicios</b>	4,3	4,1	3,7	3,6	3,3	2,7
<b>Consumo de Gobierno</b>	4,7	1,7	8,2	2,6	2,3	5,5
<b>Exportaciones</b>	11,1	-2,5	4,1	-0,4	-2,6	1,7
<b>Importaciones</b>	0,4	-6,3	-4,7	-9,4	-9,8	-3,9
	<b>Sep.</b>	<b>Oct.</b>	<b>Nov.</b>	<b>Dic.</b>	<b>Ene.</b>	<b>Feb.</b>
<b>Inflación (Var.% mes)</b>	0,8	1,0	0,0	-0,4	0,1	0,4
<b>Inflación (Var.% 12 meses)</b>	4,9	5,7	5,5	4,6	4,5	4,4
<b>Tipo de Cambio Nominal</b>	593,5	590,0	592,5	612,9	620,91	623,62
<b>Tipo de Cambio Real (1986=100)</b>	101,13	98,03	96,95	98,83	98,17	-
<b>IMACEC (Var.%12 meses)</b>	1,6	1,7	1,1	2,6	3,0	-
	<b>Jun-Ago</b>	<b>Jul-Sep</b>	<b>Ago-Oct</b>	<b>Sep-Nov</b>	<b>Oct-Dic</b>	<b>Nov-Ene</b>
<b>Tasa de Desocupación</b>	6,7	6,6	6,4	6,1	6,0	6,2

## Indicadores Económicos Anuales

### Gobierno Central

Como % PIB, en pesos corrientes

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b><u>Ing. Corrientes (1)</u></b>	<b><u>24,4</u></b>	<b><u>25,5</u></b>	<b><u>24,2</u></b>	<b><u>19,0</u></b>	<b><u>21,5</u></b>	<b><u>22,7</u></b>	<b><u>22,2</u></b>	<b><u>20,9</u></b>	-
Impuestos	16,1	17,9	17,6	13,8	15,8	17,4	17,6	16,7	-
Cobre	5,4	4,6	3,4	1,7	2,7	2,3	1,5	1,0	-
Otros	2,9	3,1	3,2	3,5	2,9	3,0	3,1	3,2	-
<b>Gtos. Corrientes (2)</b>	<b>14,3</b>	<b>14,7</b>	<b>16,5</b>	<b>18,8</b>	<b>18,0</b>	<b>17,3</b>	<b>17,7</b>	<b>17,9</b>	-
<b><u>Ahorro de Gob. Central</u></b>	<b><u>10,1</u></b>	<b><u>10,8</u></b>	<b><u>7,7</u></b>	<b><u>0,2</u></b>	<b><u>3,5</u></b>	<b><u>5,4</u></b>	<b><u>4,5</u></b>	<b><u>3,0</u></b>	-
<b><u>(3) = (1-2)</u></b>									
Adq. Neta Act.No Financ. (4)	2,8	3,1	3,6	4,4	3,9	4,1	4,0	3,6	-
Sup. o Déf. Global (5) = (3-4)	<u>7,3</u>	<u>7,7</u>	<u>4,1</u>	<u>-4,2</u>	<u>-0,4</u>	<u>1,3</u>	<u>0,5</u>	<u>-0,6</u>	-
Uso o Financiamiento (= -5)	-7,3	-7,7	-4,1	4,2	0,4	1,3	-0,5	0,6	-
Adq. Neta Activos Financieros	5,4	6,5	3,9	-3,9	2,1	3,1	1,0	-0,5	-
Pasivo Neto Incurrido	-1,9	-1,3	-0,2	0,3	2,5	1,8	0,4	0,1	-
Stock Deuda Neta (%PIB)	-6,6	-13,0	-19,3	-10,5	-7,0	-8,6	-6,8	-	-

## Ahorro – Inversión

Como % PIB, a pesos corrientes referencia 2008

	2011	2012	2013	2014
Form. Bruta de Capital	23,7	25,5	24,3	21,4
Ahorro Nacional	22,5	21,9	20,6	20,2
Ahorro Externo	1,2	3,6	3,7	1,2
Form. Bruta de Capital Fijo	22,4	24,1	23,8	22,0

## Crecimiento del PIB Mundial

(Var.%)

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

(\*) 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: LyD, en base a las proyecciones de JP 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							
		Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb
<b>Producto</b>	<b>Total</b>	54.2	55.1	54.8	53.5	53.1	52.3	53.0	53.9
	<b>Manufacturera</b>	52.4	53.7	53.3	53.0	52.3	52.2	52.9	53.3
	<b>Servicios</b>	56.0	55.6	55.2	53.6	53.4	52.3	53.0	54.0
<b>Ordenes nuevas</b>	<b>Total</b>	54.3	54.8	55.0	53.9	53.2	52.0	52.1	54.0
	<b>Manufacturera</b>	53.9	53.8	52.9	52.9	52.3	52.1	52.3	52.3
	<b>Servicios</b>	54.8	55.1	55.6	54.2	53.5	51.9	52.0	54.4
<b>Empleo</b>	<b>Total</b>	51.6	51.4	51.9	51.4	51.9	51.2	51.7	51.7
	<b>Manufacturera</b>	50.5	50.7	51.2	51.2	51.2	51.2	51.1	51.1
	<b>Servicios</b>	52.0	51.7	52.1	51.5	52.1	51.2	51.9	51.9
<b>Precios de insumos</b>	<b>Total</b>	54.6	53.9	53.7	53.5	52.7	52.7	50.8	51.4
	<b>Manufacturera</b>	54.8	53.7	52.8	51.9	52.1	51.3	47.5	49.0
	<b>Servicios</b>	53.7	54.3	54.0	54.0	52.9	53.2	51.6	52.0

## Economía Chilena

### Sector Real

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Sector Real</b>	(Var.%)						
PIB	3,3	-1,0	5,8	5,8	5,4	4,2	1,9
Consumo de Familias	5,2	-0,8	10,8	8,9	6,0	5,9	2,2
FBKF	17,9	-12,1	12,2	14,4	12,2	2,1	6,2
Exportaciones	-0,7	-4,5	2,3	5,5	1,1	3,4	0,7
Importaciones	11,2	-16,2	25,9	15,6	5,0	1,7	-7,0

### Cuentas Externas

	(Mills.US\$)						
Cuenta Corriente	-5.800	3.518	3.581	-3.068	-9.081	10.125	-2.995
Balanza Comercial	6.074	15.360	15.182	11.040	2.508	1.820	7.767
Exportaciones	64.510	55.463	71.109	81.438	77.965	76.477	75.675
Importaciones	58.436	40.103	55.372	70.398	75.458	74.657	67.908

### Precios

	(Var.%)						
IPC Dic.	7,1	-1,4	3,0	4,4	1,5	3,0	4,6

### Mercado del Trabajo (\*)

	(Ocupados/ Fuerza de Trabajo)						
Tasa de Desocupación	7,8%	10,8%	8,3%	7,2%	6,5%	6,0%	6,3%

(\*) Para los años 2009-2014, los datos corresponden a la Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE).



# AUDITORIO LIBERTAD Y DESARROLLO

Ha nacido un nuevo punto de encuentro



**UN ESPACIO  
PARA GENERAR Y  
COMUNICAR IDEAS**

**PERO TAMBIÉN  
PARA DEBATIR Y  
CUESTIONAR**

LIBERTAD Y DESARROLLO  
ALCÁNTARA 498, LAS CONDES  
SANTIAGO DE CHILE  
[www.lyd.org](http://www.lyd.org) / [lyd@lyd.org](mailto:lyd@lyd.org)

[www.auditoriolyd.cl](http://www.auditoriolyd.cl)