

LIBERTAD Y DESARROLLO

Estancamiento en Chile y Turbulencias en lo Externo Marcan Comienzo de 2016

Aún no termina el primer mes de 2016, el cual estuvo marcado por las turbulencias de los mercados bursátiles, pero ya todas las estimaciones para Chile apuntan a que éste difícilmente será mejor que 2015 en cuanto a actividad, y de hecho, considerando el deterioro de las condiciones externas que enfrenta el país (alza de tasas y premios por riesgo, fuga de capitales desde los emergentes, bajos precios de commodities e incluso factores climáticos) podría incluso vivirse una situación aún más deteriorada que la de los últimos 2 años. Y eso, considerando que 2014 y 2015 fueron en materia económica años francamente mediocres, con un crecimiento real en torno a 2%, una tasa de inversión que no logra repuntar, inflación por encima de la meta del Banco Central, remuneraciones creciendo cada vez más lentas y un Gobierno, que más allá de los anuncios de moderación, continúa impulsando reformas que dañan la capacidad de crecer.

A lo anterior se suma que el espacio para seguir intentando estimular el dinamismo a través de política monetaria es prácticamente nulo, como las dos recientes alzas de tasas del Banco Central han confirmado, en un contexto en que la depreciación del peso constituye una amenaza inflacionaria real y donde el PIB potencial, debido a la caída de la inversión en los últimos años y el estancamiento de la productividad, se avizora en torno al 3%. Ambos elementos, que sumados a los importantes déficits fiscales -aunque menores que los previamente pensados- constituyen también limitaciones al espacio de la política fiscal, como correctamente han reconocido tanto el Gobierno como el Banco Central.

En el plano internacional, más allá del desplome y aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles que ha marcado el comienzo del año, y a lo que dedicamos el Tema Mensual de esta edición, se espera que en el mediano plazo continúe el marcado contraste entre países desarrollados que lentamente repuntan y aquellos en desarrollo que se deterioran.

Ahora, en el primer grupo, el de los desarrollados, las cosas no son tampoco tan homogéneas: por un lado tenemos a EE.UU., quien ya dio el primer paso en lo que se espera sea un lento camino de la normalización de tasas, e Inglaterra, donde se discute la posibilidad, y por otro lado, la Zona Euro y Japón, donde se mantienen tasas históricamente bajas en torno a cero y se insinúa la posibilidad de intervenciones no tradicionales adicionales.

Datos parciales recientes, como los PMI (Encuestas a Gerentes de Adquisiciones), sugieren un leve rebalanceo a favor de la Zona Euro y en desmedro de la mayor economía del mundo, lo que apunta en la misma dirección de las más recientes actualizaciones del FMI a su anterior World Economic Outlook de octubre. En concreto, el FMI poniéndose al día con lo el resto de las predicciones del mercado, corrige al alza (0,1 puntos) su estimación para el crecimiento de la Zona Euro, pese a que las perspectivas para la economía francesa, la segunda del bloque, empeoran en contraste a la situación generalizada de mejora marginal en las demás economías, especialmente Alemania. Para EE.UU., en tanto, el organismo rebaja en 0,2 puntos su estimación para los próximos dos años, lo que de todas formas las sitúa en 2,6%, e incluso, de acuerdo a diversas estimaciones, podría situarse por encima del crecimiento potencial de una economía cuya tasa de desempleo de 5% estaría ya en torno a su tasa NAIRU¹.

En el segundo grupo, el de los emergentes, tal como se anticipó, un menor precio de los commodities, condiciones financieras más adversas y problemas propios en muchos de los países grandes, por ejemplo los BRICS, mantienen las perspectivas para este grupo bastante acotadas. En este contexto, Sudamérica es una región especialmente golpeada, con Brasil con un producto que volverá a contraerse en 2016 (-3,5% de acuerdo al FMI), Colombia cuya dependencia del Petróleo se ha reflejado en una tremenda depreciación de su moneda, y Perú que gasta de manera acelerada sus reservas en busca de defender la estabilidad del Nuevo Sol, solo por nombrar algunos, además de Venezuela que espera continúe deteriorándose.

Los riesgos externos hoy deben considerar atentamente la dramática situación de Brasil y un posible contagio al resto de la región, que el proceso de “*flight to quality*” endurezca demasiado la disponibilidad de financiamiento en el mundo emergente, además de la muy comentada situación China, que pese a cerrar el 2015 con un razonable crecimiento de 6,9%, continúa generando dudas.

Volviendo a lo estrictamente local, el IMACEC de noviembre registró un crecimiento de 1,8% en doce meses, algo por debajo de lo esperado por el mercado, lo que se traduce en que en términos desestacionalizados y corrigiendo por el número de días hábiles haya literalmente un estancamiento del producto desde enero a la fecha, y así lo que finalmente explica que el crecimiento del producto se situó en torno a 2% versus el 2014 es simplemente el crecimiento registrado en la primera parte del año que luego desapareció.

En el plano de la inflación, el IPC de diciembre no aumentó con respecto al mes anterior, nuevamente algo por debajo de lo esperado, pese a lo cual la inflación en doce meses aumentó, cerrando el 2015 con un 4,4%, y aún sin señales claras de una moderación de los índices subyacentes, por lo que se mantiene la preocupación y expectativa de un alza moderada adicional de la TPM en la primera mitad del año. Si no fuera por el shock a la baja que enfrentamos en los precios de los combustibles, la inflación estaría más cerca de 5% que del 4,4% registrado. La fuerza con la que se ha depreciado el peso frente al dólar explica en un grado importante los registros durante el año, y el traspaso del tipo de cambio a precios internos es un proceso que puede mantener la inflación alta durante el primer semestre del año en curso.

¹ *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* (Tasa de desempleo no aceleradora de la inflación, a veces llamada Tasa natural de desempleo)

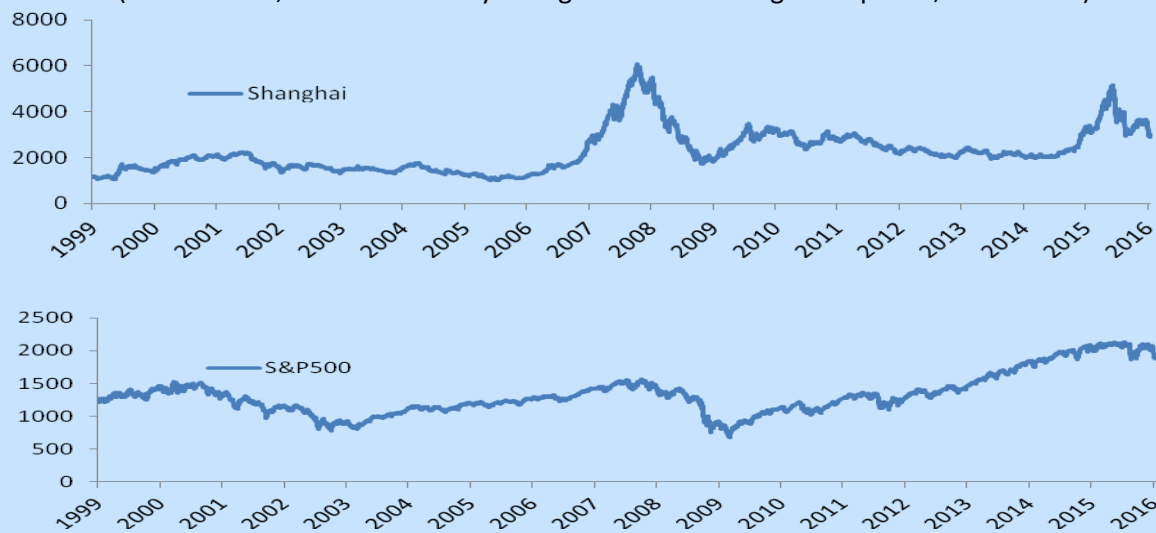
Tema Mensual: Volatilidad de los Mercados Bursátiles

Existe la hipótesis de que en los primeros días de enero el precio de las acciones tiende a crecer más que en cualquier otro momento, e incluso de que serían un reflejo de lo que estaría por venir en el resto del año. A esto se le ha llegado a llamar “el efecto enero”.

Más allá de si este efecto realmente existe, las diversas teorías que se esgrimen para explicarlo y su clara implicancia respecto a que el mercado bursátil sería muy poco eficiente pues existirían importantes y obvias oportunidades de arbitraje, “el efecto enero” ha sido traído colación como un elemento adicional de preocupación en el contexto de las fuertes caídas con las que las bolsas mundiales, pero especialmente la de China, han comenzado el año². ¿Si enero está resultando tan negativo pese al supuesto “efecto enero”, quiere decir esto que el 2016 completo lo será?

Gráfico N° 1: Índice de Bolsas para EE.UU y China

(Cierre Diario, Índices S&P500 y Shanghai Stock Exchange Composite, 1999-2016)



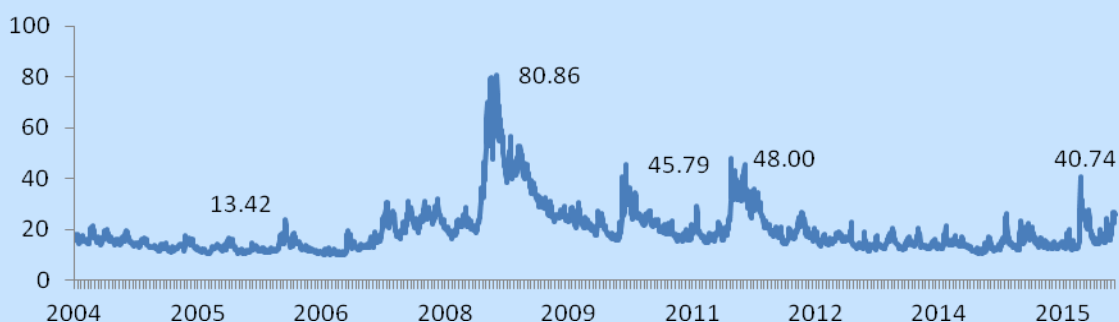
Fuente: BLOOMBERG

Frente a esto, la pregunta clave es si las caídas responden a una perspectiva pesimista respecto al crecimiento futuro de las empresas -e incluso al desempeño de la economía -, o si más bien se trata de algo transitorio en un contexto de mayor volatilidad. Naturalmente responder a esta pregunta no es nada fácil. Considerando lo anterior, lo que a continuación se presenta no pretende ser más que un antecedente adicional a considerar a la hora de reflexionar respecto a lo que hoy está ocurriendo con las perspectivas de los inversionistas, en particular, respecto a la volatilidad que los agentes estarían viendo para el año que viene.

² Para poner la situación en contexto es importante recordar que pese a la caída, los niveles del S&P500 y el Shanghai Stock Exchange Composite siguen estando por encima de lo alcanzado en la primera mitad de 2015.

Para esto y pensando en el NYSE³, la mayor bolsa del mundo, resulta particularmente útil mirar a un índice bursátil comúnmente conocido como VIX⁴, el cual indica la volatilidad implícita en las opciones de compra (call) y venta (put) del Índice S&P500 transados en la Chicago Board Options Exchange (Bolsa de Opciones de Chicago)⁵. Este índice que suele expresarse en puntos porcentuales, puede interpretarse como el rango en el que los agentes esperan que el Índice S&P500 se mueva en el año siguiente (con un 68% de probabilidad, lo que equivale a 1 desviación estandar de una distribución normal). Así, por ejemplo, un VIX de 10 puntos reflejaría una expectativa de que el Índice S&P500 tendrá con una alta probabilidad una variación porcentual anual de menos de 10%, ya sea para arriba o para abajo.

Gráfico N° 2: VIX
(cierres diarios, 2004-2016)



Fuente: Chicago Board Options Exchange

En días recientes, el VIX ha fluctuado algo por debajo de los 30 puntos, un aumento bastante relevante de la volatilidad en comparación a lo que se había observado en los últimos años. Por ejemplo, en 2013 y 2014 el promedio de los cierres diarios fue de 14,2 puntos, mientras que en 2015 fue de 16,7 puntos aunque con un máximo por sobre los 40 a fines de agosto tras el desplome de la bolsa China. Sin embargo, este aumento del VIX no debe interpretarse necesariamente como un elemento negativo, pese a que analistas a veces lo asocian a resultados adversos, de hecho el mencionado aumento en el VIX en agosto de 2015 se registró luego del desplome, no antes, y presidió a una importante recuperación de la bolsa china y norteamericana.

Lo único que puede desprenderse con relativa certeza es que los agentes estiman que el nivel actual -luego de la caída- tiene una mayor probabilidad de verse alterado durante el año, ya sea por una eventual recuperación o una caída aún mayor que la experimentada. En otras palabras, resulta difícil pensar, especialmente si continuamos viendo altos niveles del VIX, que las bolsas mundiales se mantengan calmas durante el 2016, ya sea para bien o para mal.

³De acuerdo a MSCI, el NYSE con casi 20 billones de capitalización bursátil representa prácticamente el 50% del mundo.

⁴CBOE Volatility Index, VIX.

⁵Black and Scholes (1973) muestran que la volatilidad del activo que subyace a una opción puede ser determinado a partir del precio de la opción. En general a mayor precio de la opción mayor la volatilidad que se le atribuye al activo subyacente.

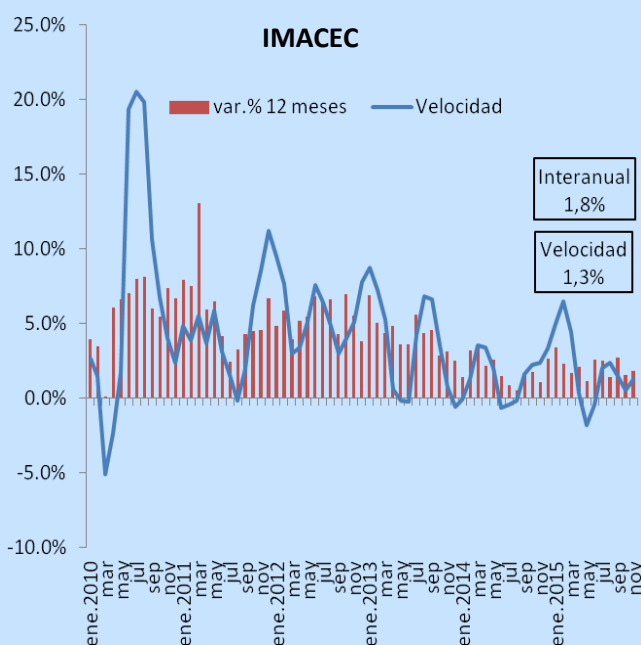
IMACEC: Repunte de la Actividad es “Wishful Thinking”

El IMACEC de noviembre registró un crecimiento de 1,8% en doce meses, algo por debajo de lo esperado por el mercado. El índice desestacionalizado cayó un 0,5% mensual y creció un 1,5% en 12 meses. Todo apunta a que el crecimiento del PIB apenas si superaría el 2% en 2015.

El Banco Central dio a conocer el IMACEC de noviembre de 2015, que aunque algo mejor a la cifra de octubre, estuvo por debajo de lo esperado. El crecimiento del índice fue de 1,8% en doce meses, a pesar de que este mes de noviembre contaba con un día hábil adicional a noviembre de 2014. En los once primeros meses del año se acumuló un crecimiento de 2,1%, lo que hace poco probable que se pueda superar esta cifra para el año. La actividad económica sigue virtualmente estancada.

Antes de conocerse esta cifra, el repunte de los datos de comercio había generado algún grado de optimismo sobre una mejoría leve de la actividad. Recordemos que el Índice de Ventas Reales del INE registró en noviembre un crecimiento en doce meses de 5,5%, explicado por un repunte de los bienes durables, la más alta desde febrero de 2014. La industria y la minería también habían mostrado en noviembre mejores cifras que en octubre, pero finalmente la moderación de otros sectores impidió que el IMACEC de noviembre estuviera muy por sobre el 1,5% de octubre. De hecho, la serie desestacionalizada mostró una caída mensual de 0,5%, lo que echa por tierra las expectativas de alguna moderada tendencia al alza en la actividad. En doce meses la serie desestacionalizada se expandió un 1,5%, algo por debajo de la cifra de octubre.

Un elemento a considerar es el análisis de la velocidad del IMACEC (comparación de promedios trimestrales consecutivos desestacionalizados y anualizados) respecto al mes precedente, el cual aporta antecedentes adicionales acerca del estancamiento de la economía. Esta medida registró un aumento de 1,3%, que si bien fue algo mejor a la cifra de octubre, está bastante por debajo de 2%. Podemos afirmar entonces que no se observa aún ningún síntoma de mejores resultados de crecimiento hacia adelante.



Producción y Ventas Industriales: Cierre Negro Para un Año Negro

La producción y ventas industriales cerraron el penúltimo mes del año con caídas respecto a igual mes de 2014, lo que finalmente se traduce en que probablemente no haya crecimiento real alguno de estas cifras industriales en 2015. Por su parte, las Ventas del Comercio Minorista en la Región Metropolitana muestran algo de crecimiento, tras haber cerrado un primer semestre donde el sector prácticamente no se expandió.

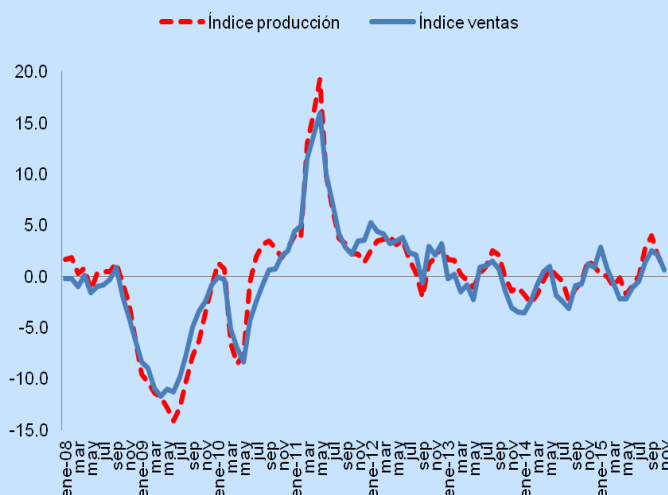
El Índice de Producción Industrial de la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) muestra nuevamente resultados bastante poco auspiciosos, verificando en noviembre de 2015 un crecimiento interanual de -1,0%, (4,6% en septiembre y -1,4% en octubre), luego de haber cerrado un pésimo primer semestre a la baja (-0,2%). De manera similar, las ventas industriales también muestran una contracción versus igual mes de 2014, con un -1,9% (-0,5 en octubre y 4,6% en septiembre).

Por su parte, las Ventas del Comercio Minorista en la Región Metropolitana, registraron un moderado avance en noviembre respecto de igual mes de 2014, de 1,7%. Esto, luego de que en el tercer trimestre las ventas se expandieran en menos de un 1% respecto a 2014, y en octubre éstas incluso se contrajeran. Con estos resultados continúa la tendencia observada durante el primer semestre, con una prácticamente nula expansión de las ventas del sector.

Este nuevo registro para noviembre, de acuerdo a la Cámara Nacional de Comercio, Servicio y Turismo de Chile (CNC), se explica, tal como ha sido la tendencia a lo largo del año, por un decrecimiento de los bienes durables- como línea hogar y muebles- y un débil crecimiento en las demás categorías.

Producción y Ventas Industriales

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



Inflación Nula en Diciembre por Razones Mayormente Estacionales

El IPC de diciembre no aumentó con respecto al mes anterior, nuevamente algo por debajo de lo esperado. Sin embargo, no hay aún señales claras de una moderación de los índices subyacentes, por lo que se mantiene expectativa de un alza moderada de la TPM.

El Instituto Nacional de Estadísticas (INE) dio a conocer el registro para diciembre del Índice de Precios del Consumidor (IPC), el cual registró una variación mensual nula, levemente por debajo de las expectativas del mercado, recogidas tanto de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) como en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), ambas realizadas por el Banco Central de Chile (BCCh), que anticipaban un 0,1%.

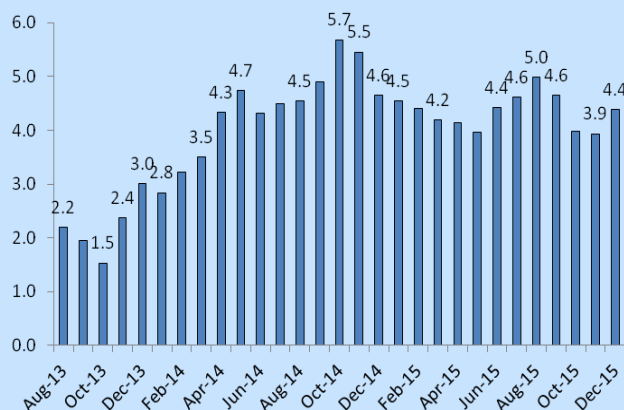
Con este nuevo registro, la variación en doce meses subió respecto a noviembre a un 4,4%, levemente por debajo de la cifra de 4,5% anticipada por el IPoM de diciembre, y aún por sobre el rango meta del Banco Central. Esta situación debería mantenerse durante el primer trimestre del año en curso, en parte producto del alza del impuesto de timbres y estampillas que se concreta durante este mes.

Debe considerarse que pese a que el resultado se situó algo por debajo de las expectativas, la preocupación respecto a una inflación por sobre el rango meta aún se mantiene. Los indicadores subyacentes, aquellos que excluyen los productos más volátiles y que por lo tanto, pueden entregar una idea más clara del comportamiento de tendencia de la inflación más allá de la coyuntura, siguen mostrando variaciones en doce meses superiores al índice total. De hecho, si no fuera por el shock a la baja que enfrentamos en los precios de los combustibles, la inflación estaría más

cerca de 5% que del 4,4% registrado. La fuerza con la que se ha depreciado el peso frente al dólar explica en un grado importante los registros durante el año, y el traspaso del tipo de cambio a precios internos es un proceso que puede mantener la inflación alta durante el primer semestre del año en curso.

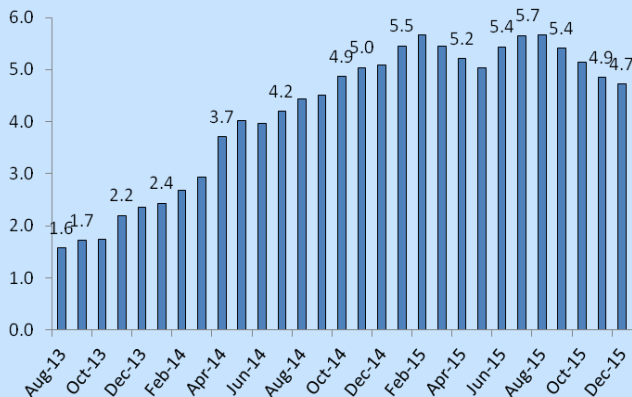
Inflación

Var.% 12 meses



Inflación Subyacente - IPCX

Var.% 12 meses



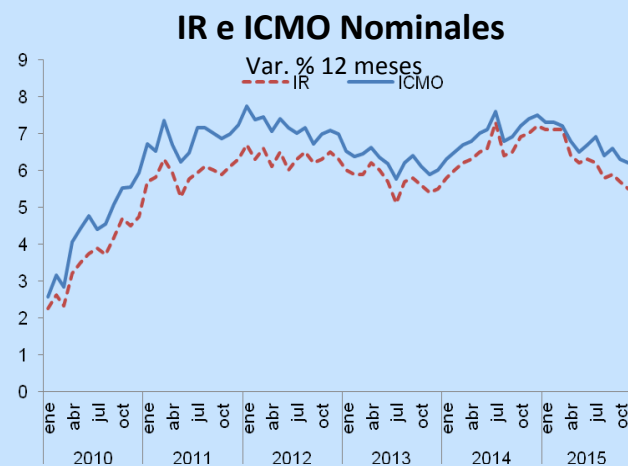
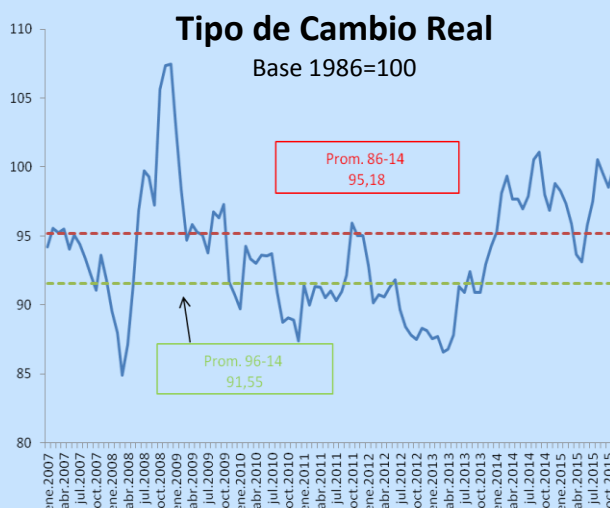
TCR Cerrará el Año Muy Por Sobre Valores Históricos

El Índice de Tipo de Cambio Real (TCR) continúa aumentando, como lo ha hecho a partir de junio, alcanzando niveles bastante elevados, incluso por encima del promedio 1986-2014. En cuanto a las remuneraciones, mes a mes muestran menos dinamismo en términos nominales, situándose desde mediados de año bajo el 6%, lo que también ha ocurrido recientemente en términos reales, pero en menor medida, debido a los resultados recientes de menor inflación a la esperada.

En noviembre de 2015, el TCR continuó su repunte, alcanzando un valor de 100,13, por encima del promedio de los últimos 12 meses, y consolidándose un 5,2% por encima del promedio registrado entre 1986 y 2014, de 95,18. Para diciembre, el comportamiento de los precios y la devaluación del peso frente al dólar son elementos que adelantan que se habrían alcanzado niveles incluso más elevados, por sobre los 105. Lo anterior, de ser sostenible, es algo absolutamente deseable, pues es el reflejo de una mejora en la posición competitiva de los sectores transables distintos del cobre. Sin embargo, no será suficiente como para que se traduzca en un repunte de la inversión en los mencionados sectores, mientras no se restauren las confianzas y exista claridad respecto de las regulaciones futuras.

En cuanto a las remuneraciones nominales, estas presentaron en noviembre una expansión de 0,4% en comparación al mes anterior, lo que se traduce en una disminución del crecimiento en 12 meses que alcanzaría ahora un 5,5% (muy por debajo del 7% que se sostenía en los primeros meses del año). En términos reales, éstas también se expandieron un 0,4% con respecto al mes anterior, lo que llevó a que la expansión interanual creciera desde un 1,6% a un

1,5%, muy por debajo de las cifras de los últimos 4 años.



Una Situación Nada Fácil Para el Banco Central

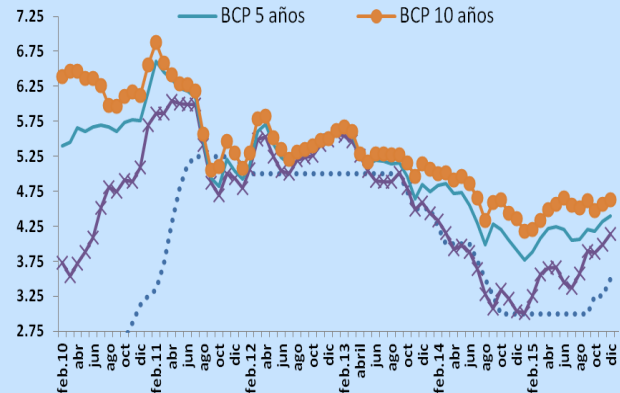
En su reunión de enero, el Consejo del Banco Central (BCCh) optó por mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,5%, tras el aumento de diciembre que siguió a la pausa de noviembre, luego de que en octubre se registrara la primera alza desde junio de 2011. En su comunicado, el BCCh reitera que contempla ajustes pausados para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se vaya conociendo. La situación del BCCh no es nada sencilla. Con una inflación subyacente que no cede, un dólar bastante apreciado y una expansión del producto simplemente decepcionante, el ritmo de los pasos a seguir no son para nada evidentes.

El Consejo de la autoridad monetaria, en línea con las expectativas reflejadas tanto en la Encuesta de Expectativas del BCCh como la Encuesta de Operadores Financieros, optó luego del alza de diciembre por una nueva pausa, manteniendo la TPM en 3,5%.

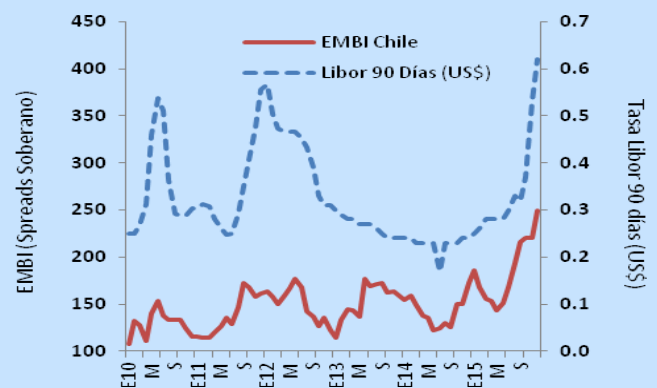
Las razones de esta decisión se explican por un escenario externo, donde el comienzo del alza de tasas en EE.UU no generó mayores cambios en los mercados financieros, más allá de los ruidos que existían previos al anuncio, y donde la mayor volatilidad es atribuida a los eventos de China. Este contexto ha llevado a una depreciación adicional de las monedas emergentes y una debilidad adicional de las materias primas (incluido el cobre).

En el plano local, pese a que el IPC de noviembre y diciembre ha sido algo menor a lo previsto, la variación en 12 meses volvió a superar el 4%. Más aún, la inflación subyacente -IPCSAE- aún se mantiene cerca del 5%. En cuanto al dinamismo de la economía y la demanda interna, éste continúa siendo muy débil, tal como lo muestran los datos parciales del cuarto trimestre.

Banco Central: Tasa de Interés



Tasas Libor y EMBI



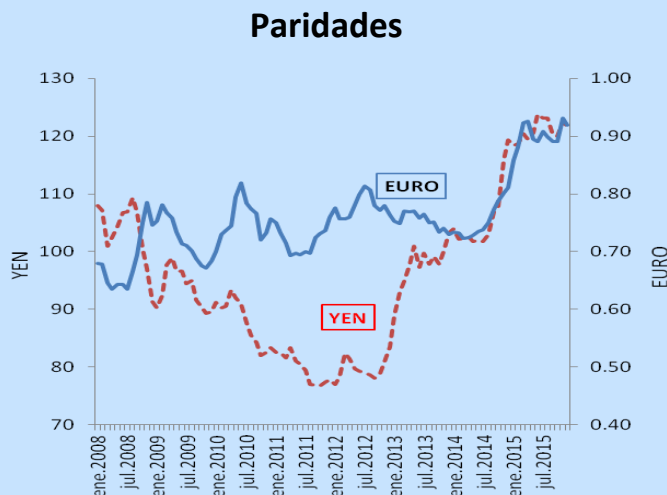
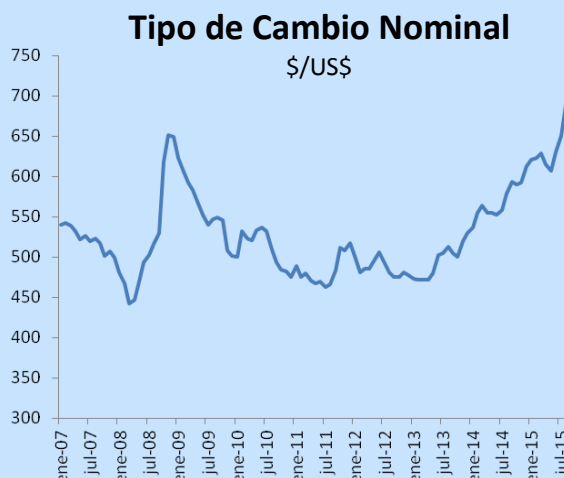
Depreciación Record Frente al Dólar No se Veía Desde 2003

Hasta fines de mayo, la fuerte depreciación del peso que comenzó en 2014 parecía finalmente revertirse o al menos estabilizarse. Sin embargo, desde junio la depreciación se ha intensificado -con más o menos volatilidad en los diferentes meses- superándose los \$730 por dólar con lo que desde comienzos de 2013 se acumula una depreciación de ya más de 50% con respecto a la moneda norteamericana.

El tipo de cambio promedio en diciembre de 2015 fue de \$704,24 por dólar, con lo que se registra el segundo mes con una cotización promedio por encima de los \$700, lo que no ocurría desde mediados del 2003.

En lo que va del 2016, la depreciación del peso contra el dólar ha retomado aún más fuerza de la mano de un cobre a la baja, tanto así que al cierre de esta edición se transaba en torno a los \$730. Las noticias respecto a que la Reserva Federal (FED) finalmente habría comenzado -el largo-camino de la normalización de tasas, sumado a la volatilidad de los mercados, especialmente el chino, habría contribuido a este fenómeno. Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo tampoco pareciese que el tipo de cambio actual estuviese demasiado desalineado de los fundamentales por lo que no habría razones para pensar en una pronta recuperación del peso.

En recientes publicaciones del Banco Central de Chile, uno de los escenarios de riesgo que se maneja, por los efectos inflacionarios más allá de los bienes transables, es precisamente que la depreciación del peso continúe. Sin duda, otro elemento que complica la decisión del BCCh a la hora de determinar la trayectoria de su política de tasas.



Balanza Comercial No Supera los US\$ 6.000 Millones Durante 2015

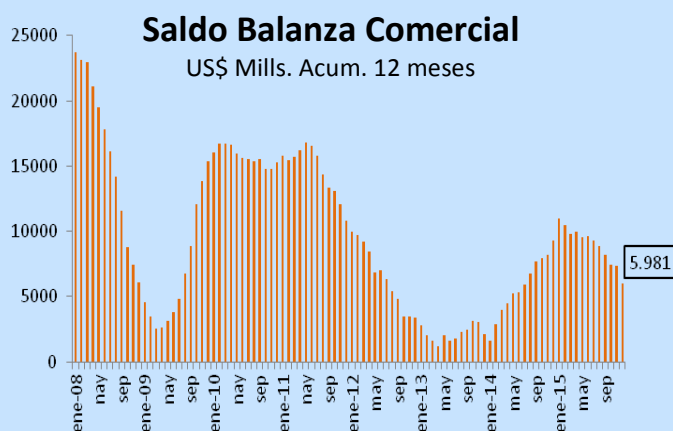
Fuertes caídas del valor en US\$ tanto de las exportaciones -no sólo de cobre sino prácticamente de todas las categorías- como de las importaciones -tanto en bienes de consumo como de capital- fue lo que marcó el 2015. En concreto, el valor de los bienes comerciados con el extranjero alcanzó un monto en dólares inferior a cualquiera de los 4 años anteriores, con US\$ 65 millones para exportaciones y US\$ 59 para importaciones.

El Banco Central dio a conocer el saldo de la Balanza Comercial para el último mes de 2015 que registró el cuarto déficit del año, lo que previo al déficit de agosto de 2015 no sucedía desde enero de 2014. El actual déficit mensual fue de US\$ 150 millones, situándose muy por debajo de los superávits de mayo y junio (US\$ 982 y US\$ 783 millones). Este último resultado de 2015, sustancialmente menor que aquel obtenido en igual mes un año atrás, se vuelve a explicar por una nueva caída en las importaciones FOB (de 10,2%), acompañada de una baja aún mayor para la exportaciones (de 27,8%), en igual período.

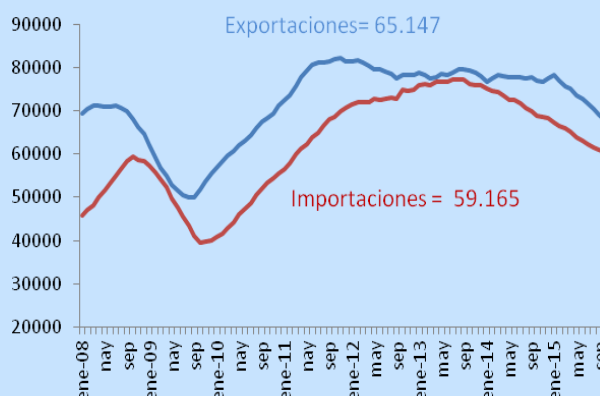
El total de las exportaciones en 2015 alcanzó los US\$ 65.147 millones, tras el débil registro mensual de US\$ 5.201 millones, lo que se traduce en una caída de los bienes exportados anualizados de un 16%. Esta caída en el registro anualizado de las exportaciones en US\$ es, como se podía esperar, aún más pronunciada que lo verificado en los últimos meses, siendo éste el registro anual más bajo desde 2011.

Por su parte, la nueva caída de las importaciones FOB las llevó a alcanzar apenas los US\$ 5.351 millones en diciembre, con lo que las importaciones de bienes en 2015 alcanzaron tan sólo US\$ 59.165 millones, lo que se traduce

en un decrecimiento de 13,3% respecto a 2014, y que es equivalente en US\$ a lo importado en el año móvil terminado en marzo de 2011.



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



Importación de Bienes de Capital Resultó un 5% Menor que en 2014

Al igual que en los primeros 11 meses de 2015, las importaciones cerraron en diciembre con otra importante caída, con lo que se cumplen 27 meses consecutivos de retrocesos mensuales. Las tres categorías de bienes importados -de consumo, capital e intermedios- sufrieron retrocesos en diciembre con lo que acumularon caídas de entre el 5,0% y el 17,0%.

En el cuarto trimestre de 2015, el desempeño de las importaciones (FOB) continuó en terreno absolutamente negativo, luego de que en diciembre cayeran un 10,2%, con lo que el trimestre acumuló una caída de 10,9% versus igual trimestre de 2014, en línea con el mal trimestre terminado en septiembre, cuando éstas cayeran un 12,3%

La cifra acumulada en 12 meses para las importaciones, a diferencia de septiembre y octubre, meses en los que parecía haber un repunte en la importación de bienes de capital, vuelve a responder a una abrupta caída de la mencionada categoría, que retoma la tendencia de 2013 y 2014 cuando cayó un 8% y 20%, respectivamente, lo que continuó en la primera mitad del año con un 12% de caída versus igual fecha del año anterior.

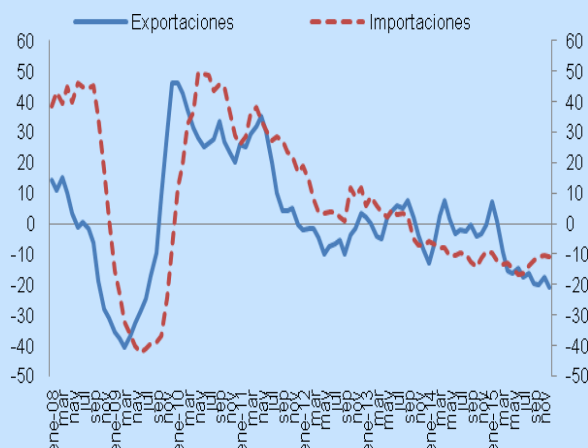
A esto se suma que tras más de un año y medio de pobre crecimiento, la importación de bienes de consumo que finalmente se expandía en octubre respecto a igual mes de 2014, vuelve a caer en noviembre y diciembre, llevando a que en 2015 se cierre con un retroceso acumulado de más de 8%.

Las cifras para la otra categoría de bienes importados -los Intermedios- continúan a la baja, acumulando en 2015, un retroceso de 17% respecto a 2014, muy influido por

los Productos Energéticos cuyos precios en US\$ parecen no terminar de caer.

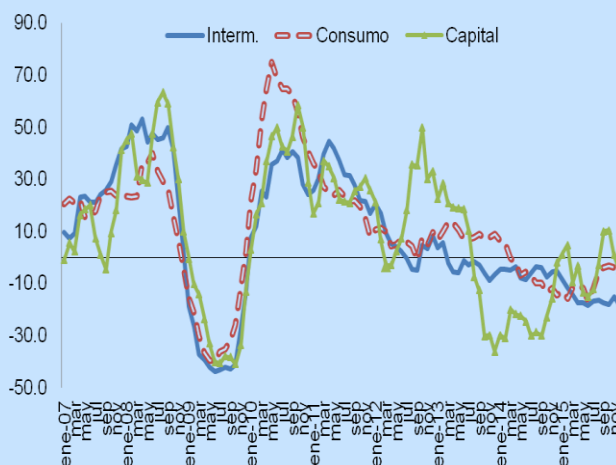
Comercio Exterior

Var.% Trim. Móvil



Importaciones

Var.% Trim. Móvil



Un Semestre Completo de Caída a Dos Dígitos Para las Exportaciones de Cobre

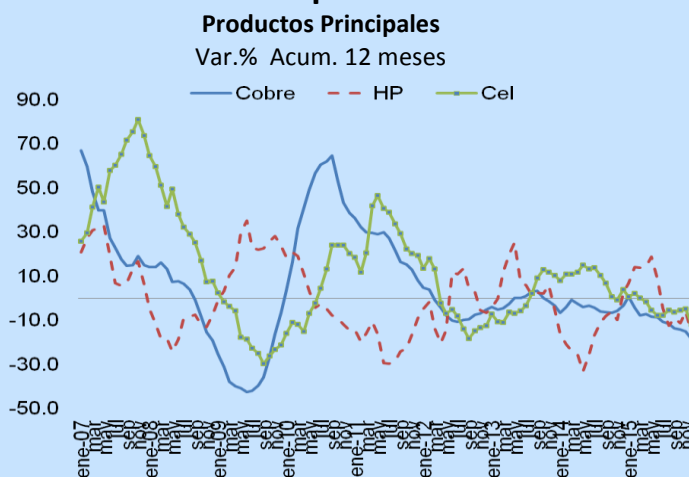
Once meses de caída interanual en el valor de las exportaciones de cobre se registraron en 2015, de los cuales los últimos seis fueron a una tasa de dos dígitos, es decir 10% o más. Por su parte, los envíos industriales mostraron en diciembre otro abrupto retroceso, con lo que cumplen 10 meses de caídas a tasas de dos dígitos. Es claro que 2015 fue un año para el olvido para las exportaciones, incluidas las cupríferas y las industriales.

Durante 2015 el valor exportado de cobre, medido en dólares, registró al igual que en 2014 una cifra negativa, sólo que esta vez fue de $-18,5\%$, es decir, una caída casi 5 veces mayor que la del año precedente. Esto, producto de once meses de caída interanual de los cuales 10 ya han sido a tasas de dos dígitos. Esta caída continúa siendo explicada por la extendida baja en el precio promedio, que acumula en torno a un 30% de caída versus 12 meses atrás. Esto se traduce en que el precio promedio de 2015 sea 20% menor que el de 2014, lo que esconde el crecimiento (1,5%) en igual período, del volumen físico exportado. Esta caída es uno de los elementos más significativos – aunque no el único- detrás del menor valor de las exportaciones. Después de todo, el cobre en 2015 explicó prácticamente el 50% de las exportaciones.

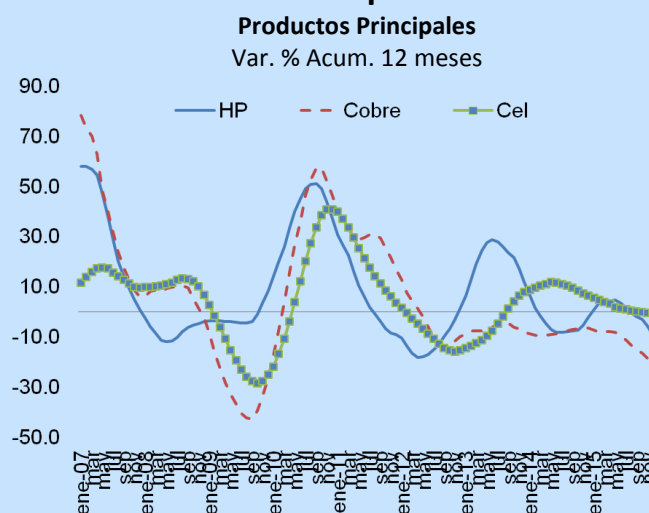
En cuanto a las exportaciones industriales que explican algo menos del 38% de los envíos, éstas también mostraron un importante retroceso en 2015, con una contracción de 14,5% versus 2014. La impresionante depreciación del peso respecto al dólar -y también, aunque en menor medida frente a una canasta más amplia de monedas- podría pensarse como clave a la hora de eventualmente revertir esta tendencia. Sin embargo, ésta no necesariamente aumenta la competitividad de todas nuestras

exportaciones, en tanto muchas de éstas (como los bienes manufacturados) van a países cuya moneda también se ha depreciado fuertemente respecto del dólar y otras monedas.

Valor de Exportaciones:



Precios de Exportaciones



Exportaciones Agropecuarias Cierran 2015 a la Baja Tras un Muy Mal Diciembre

Dentro de los productos exportados diferentes de algunos de los principales –como el cobre, la celulosa y la harina de pescado- el valor en US\$ de las exportaciones acumuladas en 12 meses de la minería no cuprífera no para de desplomarse con una caída de 27,5% respecto del mismo mes del año pasado, mientras las exportaciones industriales diferentes de celulosa y harina de pescado padecen un destino similar con una caída de casi 21%. Ni siquiera el sector agropecuario parece salvarse de este destino con una caída de 28% tras cuatro meses consecutivos de buen crecimiento que parecía salvarían el año.

En el último mes de 2015, el valor en US\$ de las exportaciones mineras, excluyendo cobre, dejan atrás, sin duda alguna, cualquier signo de aparente repunte que pudieran haber dado a mediados de año, mostrando en los últimos 6 meses sucesivas caídas por sobre el 10% con respecto a iguales meses de 2014, con lo que las exportaciones de esta categoría acumularon finalmente en 2015 un retroceso por sobre el 23%. Esto sumado a un lamentable 2014, de 15% de caída.

En la misma línea, el valor de las exportaciones industriales acumuladas en un año, sin incluir harina de pescado ni celulosa, muestran en diciembre un décimo mes de caídas ininterrumpidas, con lo que acumula un 15% de retroceso respecto a 2014.

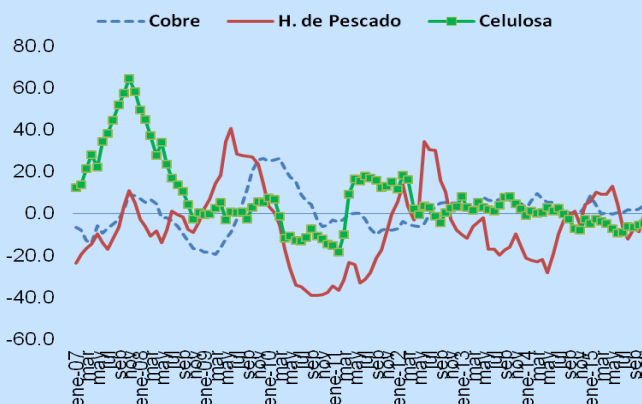
A esto se suma que las exportaciones agropecuarias acumuladas en 2015 mostraron un crecimiento de -2,2%, pese a los buenos resultados mensuales de agosto, septiembre, octubre y noviembre, producto de un otoño preocupante que no logró ser revertido, y un último mes del año francamente malo, cuando los envíos cayeron un 28,3% respecto de igual mes de 2014.

Con estos antecedentes, queda clarísimo que no sólo los principales productos de exportación se han resentido sino

prácticamente todas las categorías que nuestro país envía, un claro reflejo de la debilidad de muchos de nuestros principales socios comerciales.

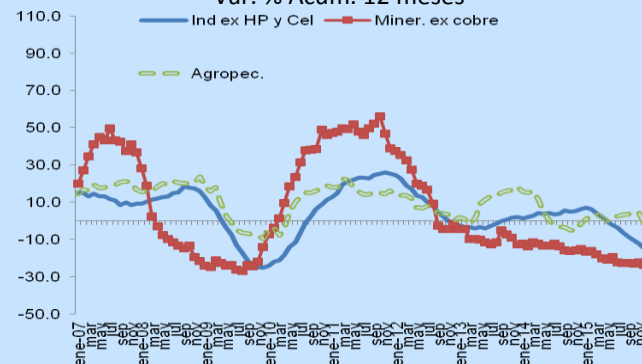
Volumen Físico Exportado:

Productos Principales
Var. % Acum. 12 meses



Valor Exportaciones:

Categorías Seleccionadas
Var. % Acum. 12 meses



Empleo: Desaceleración en la Creación de Puestos de Trabajo

La tasa de desocupación del trimestre móvil septiembre-noviembre fue de 6,1%, dos décimas por debajo de la del trimestre anterior, y equivalente a la de igual trimestre del año pasado. Visto de esta forma, pareciera que la desaceleración no ha tenido impacto en el mercado laboral, lo cual no es correcto. La creación de puestos de trabajo se ha desacelerado también, pero ha ocurrido un fenómeno similar con la fuerza de trabajo.

Las cifras, de acuerdo a esta Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE), resultaron nuevamente algo mejores que las expectativas del mercado, con una tasa de desocupación de 6,1% a nivel nacional.

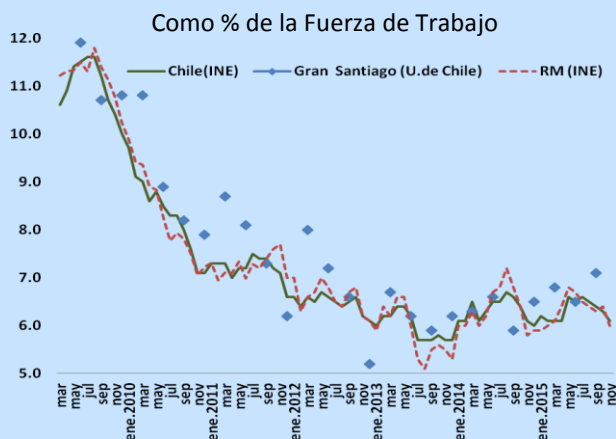
Al analizar los nuevos datos debe considerarse que si bien la ocupación en doce meses está creciendo a un ritmo inferior al que mostraba hace un año atrás (1,3% vs. 1,8%), no se ha visto un aumento en la tasa de desempleo, debido a que también se ha moderado el crecimiento de la fuerza de trabajo. En efecto, en los últimos doce meses se crearon 106 mil nuevos puestos de trabajo, bastante por debajo del período 2010-2013. Sin embargo, la oferta de trabajo también crece menos, aumentando en 114 mil en ese lapso.

El menor crecimiento de la fuerza de trabajo tiene como contrapartida un aumento en los inactivos de 118 mil en doce meses, que si bien está algo por debajo de los elevados niveles de los primeros meses de 2015, es una cifra alta.

En materia de género, se observa un mayor dinamismo en el empleo masculino, mientras que la situación de empleo femenino sí se estaría viendo afectada por la desaceleración. De los 106

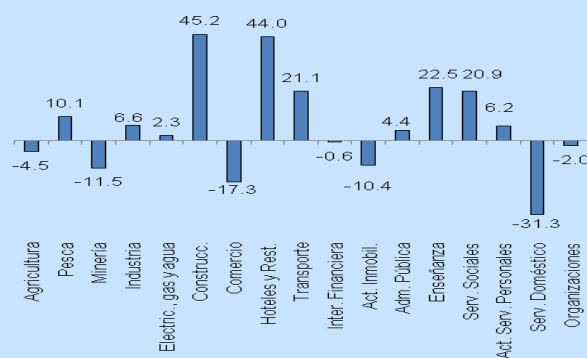
mil empleos creados en los últimos doce meses, sólo 39 mil corresponden a empleo femenino.

Tasa de Desocupación Nacional



Ocupación por Rama de Actividad Económica

Var. en 12 Meses, Miles de personas



Biobío Continúa Como la Región con Mayor Tasa de Desempleo del País

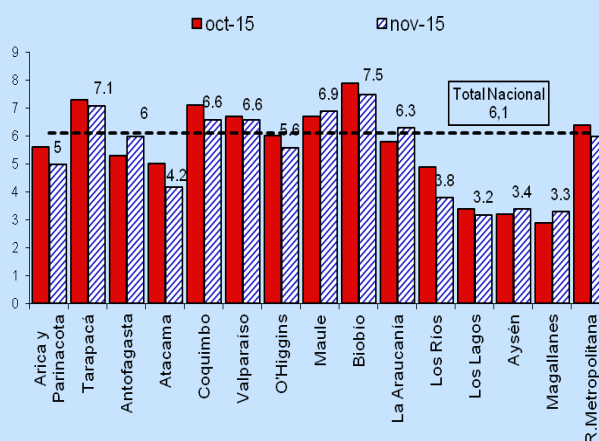
En el trimestre móvil septiembre-noviembre de 2015, Biobío se situó -una vez más- como la región con la mayor tasa de desempleo del país, seguido por Maule. Mientras que Los Lagos y Magallanes junto a Aysén, presentaron las cifras más reducidas de desempleo.

Al analizar las tasas de desocupación regionales, se observa que Biobío, al igual que los cuatro últimos registros, es la región que exhibe la mayor tasa de desempleo del país, con un 7,5%, seguida por la Región del Maule (6,9%). Tasa que de todas maneras resulta más favorable que las de hace algunos meses debido al efecto de la llegada de los meses cálidos. En el otro extremo, las regiones con la menor tasa de desocupación fueron Aysén y Magallanes una vez más, con un 3,2% y 2,9%, respectivamente.

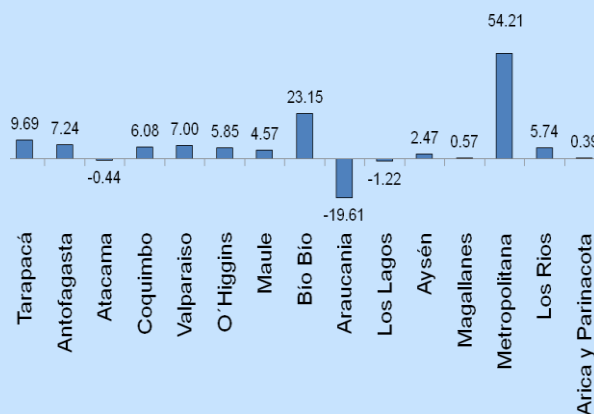
Por su parte, la rama de actividad más dinámica en la creación de puestos de trabajo en el período a nivel nacional, en relación al trimestre previo, fue Comercio (con 30.920 personas), seguido por Otras Actividades de Servicio (con 18.550 personas) y Agricultura y Ganadería (con 16.620). Dentro de las ramas de actividad en que hubo caídas de empleos en igual período se destacan principalmente Servicios Sociales y de Salud (con -12.520) y Administración Pública (con -12.210).

En términos de doce meses, lidera Construcción con más de 45 mil puestos, seguido por Hoteles y Restaurantes con 44 mil personas. Por lejos, la rama de actividad que más puestos destruye es Hogares Privados con Servicio Doméstico, con un caída de algo más de 31.000 ocupados.

Tasa de Desocupación Regional
Como % de la Fuerza de Trabajo



Empleo por Región
Var. en 12 meses, Miles de personas



Indicadores Económicos de Corto Plazo

Var. % Trim. Año Anterior	II.Trim 14	III.Trim	IV.Trim	I.Trim 15	II.Trim	III.Trim
PIB	2.1	1.0	1.8	2.5	1.9	2.2
Demanda Interna	-0.9	-1.5	0.0	1.3	2.0	3.6
Inversión Fija	-7.8	-12.1	0.5	-2.1	-3.3	7.1
Construcción	0.1	-1.6	2.2	-0.1	2.7	4.9
Máq. y Equipos	-21.4	-29.6	-3.1	-6.1	-15.5	12.2
Consumo de Familias	2.2	1.9	1.0	1.9	1.5	1.8
Bienes durables	-1.5	-3.9	-4.6	-5.1	-0.9	1.2
Bienes no durables	1.2	1.6	0.6	1.9	1.3	1.7
Servicios	3.6	3.3	2.7	3.1	2.2	2.0
Consumo de Gobierno	2.6	2.3	5.5	5.7	4.0	5.9
Exportaciones	-0.4	-2.6	1.7	1.3	-5.5	-0.9
Importaciones	-9.4	-9.8	-3.9	-2.4	-5.4	3.1
	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dicv.
Inflación (Var.% mes)	0,4	0,7	0,5	0,4	0,0	0,0
Inflación (Var.% 12 meses)	4,6	5,0	4,6	4,0	3,9	4,4
Tipo de Cambio Nominal	650,14	688,12	691,73	685,31	704,00	704,24
Tipo de Cambio Real (1986=100)	97,49	100,55	99,49	98,56	100,13	-
IMACEC (Var.%12 meses)	2,5	1,4	2,7	1,5	1,8	-
	Abr-Jun	May-Jul	Jun-Ago	Jul-Sep	Ago-Oct	Sep-Nov
Tasa de Desocupación	6,5	6,6	6,5	6,4	6,3	6,1

Indicadores Económicos Anuales

Gobierno Central

Como % PIB, en pesos corrientes

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ing. Corrientes (1)	<u>24,4</u>	<u>25,5</u>	<u>24,2</u>	<u>19,0</u>	<u>21,5</u>	<u>22,7</u>	<u>22,2</u>	<u>21,0</u>	<u>20,7</u>
Impuestos	16,1	17,9	17,6	13,8	15,8	17,4	17,6	16,8	16,6
Cobre	5,4	4,6	3,4	1,7	2,7	2,3	1,5	1,0	0,9
Otros	2,9	3,1	3,2	3,5	2,9	3,0	3,1	3,3	3,1
Gtos. Corrientes (2)	14,3	14,7	16,5	18,8	18,0	17,3	17,7	18,0	18,5
Ahorro de Gob. Central	<u>10,1</u>	<u>10,8</u>	<u>7,7</u>	<u>0,2</u>	<u>3,5</u>	<u>5,4</u>	<u>4,5</u>	<u>3,0</u>	<u>2,2</u>
(3) = (1)-(2)									
Adq. Neta Act.No Financ. (4)	<u>2,8</u>	<u>3,1</u>	<u>3,6</u>	<u>4,4</u>	<u>3,9</u>	<u>4,1</u>	<u>4,0</u>	<u>3,6</u>	<u>3,8</u>
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>	<u>-1,6</u>

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.%)

	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p
Estados Unidos	1,8	2,2	2,2	2,4	2,3	1,8
Japón	-0,5	2,0	1,5	-0,1	0,7	1,0
Alemania	3,1	0,9	0,6	1,6	1,4	1,6
Reino Unido	0,9	0,2	1,7	2,9	2,2	2,1
Francia	1,7	0,0	0,4	0,2	1,1	1,4
Euro Área	1,5	-0,5	-0,4	0,9	1,5	1,7
EM Asia	7,4	6,2	6,2	6,4	6,0	5,8
China	9,3	7,8	7,7	7,3	6,9	6,6
India	6,2	5,0	4,7	7,3	7,4	7,2
América Latina	4,2	2,5	2,4	1,3	-0,6	-0,7
Brasil	2,7	0,9	2,5	0,1	-3,8	-3,7
México	3,9	3,9	1,4	2,1	2,5	2,8
Total Mundial*	3,8	3,0	3,0	3,4	3,1	3,1

(*) 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.

		2015							
		May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Producto	Total	53.6	53.1	53.7	53.9	52.8	53.1	53.6	52.9
	Manufacturera	51.9	51.4	51.6	51.0	51.0	51.9	52.3	51.7
	Servicios	54.0	53.6	54.1	54.6	53.3	53.5	53.9	53.1
Ordenes nuevas	Total	53.6	53.7	54.4	53.6	53.0	53.0	53.5	52.4
	Manufacturera	51.5	50.8	51.3	51.4	51.4	52.0	51.4	51.1
	Servicios	54.1	54.3	55.2	54.1	53.4	53.3	54.1	52.8
Empleo	Total	52.9	52.0	52.2	52.2	52.0	51.3	51.7	51.8
	Manufacturera	51.0	50.9	50.7	50.2	49.7	50.7	50.6	50.8
	Servicios	53.4	52.3	52.5	52.6	52.5	51.5	51.9	52.0
Precios de insumos	Total	53.9	54.6	54.0	52.5	52.4	52.5	52.2	52.1
	Manufacturera	52.4	52.5	51.4	50.5	48.5	48.2	48.5	48.3
	Servicios	54.3	55.1	54.6	53.0	53.3	53.6	53.1	53.0

Economía Chilena

Sector Real

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sector Real	(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).