



# PANORAMA ECONÓMICO TRIMESTRAL

Primer Trimestre 2018



## PUNTOS DESTACADOS

## PUNTOS DESTACADOS

- La economía mundial continúa transitando por una fase de expansión elevada, impulsada por la sostenida recuperación de las economías avanzadas. Sin embargo, han surgido nuevos riesgos que amenazan las perspectivas de crecimiento futuro. Al riesgo financiero asociado al proceso de normalización monetaria en EE.UU. y a los riesgos geopolíticos en Medio Oriente, ahora se agrega la posibilidad de un guerra comercial a gran escala.
- A pesar del mayor dinamismo, la inflación en los mercados desarrollados sigue muy acotada. La Reserva Federal en EE.UU. ha indicado que continuará su proceso de normalización monetaria, el que podría incluso ser más intenso que lo previsto hace algunos meses. Por el contrario, el Banco Central Europeo ha indicado que podría extender su programa cuantitativo más allá de lo anticipado ante signos de desaceleración de la actividad en la zona euro.
- La economía chilena ha ido consolidando su proceso de recuperación, impulsada por el dinamismo del sector externo y por un consumo que se expande a tasas elevadas. Sin embargo, el repunte de la inversión —clave para sostener un alto crecimiento— aun no logra afianzarse.
- Durante el primer trimestre la economía se habría expandido en torno a 4% favorecida por las bajas bases de comparación en la minería y al dinamismo exhibido por el resto de sectores ya desde hace algunos meses. Para el 2018 proyectamos una expansión de 3,5% del PIB, y prevemos una cierta moderación en los años siguientes cuando las bases de comparación sean más exigentes.
- El dinamismo de la economía se ha reflejado en el mercado laboral. El empleo se ha expandido con fuerza, impulsado por una importante creación de puestos de trabajo asalariados, tanto públicos como privados. La tasa de desempleo ha aumentado debido al fuerte crecimiento de la fuerza de trabajo que, a su vez, refleja el fuerte incremento en la participación laboral femenina de los últimos meses.
- Al igual que en otras economías, la inflación en Chile se ha mantenido acotada y el último dato se ubica por debajo del rango de tolerancia del Banco Central. Los bajos registros recientes, la desaceleración que han exhibido los salarios nominales y las perspectivas de que el tipo de cambio se mantenga apreciado, nos llevan a revisar a la baja nuestra proyección de inflación, la que cerraría este año en 2,5% y recién en 2020 llegaría a 3%.
- En este contexto sigue siendo plausible la opción de un recorte en la TPM, pero consideramos poco probable que ello ocurra debido a la aceleración de la economía y a los rezagos con que opera la política monetaria. Estimamos que, en el escenario más probable, la TPM se mantendrá inalterada hasta comienzos del próximo año, para luego iniciar un gradual proceso de normalización.

## PANORAMA MUNDIAL

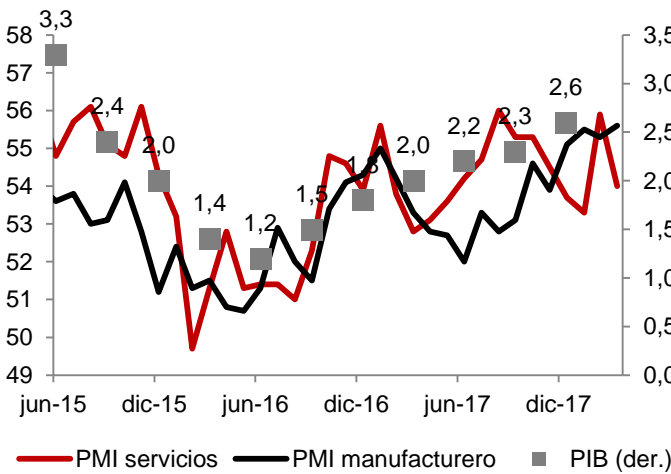
### Economía mundial sigue transitando por una fase de expansión robusta, impulsada por las economías desarrolladas

Durante el primer trimestre, los indicadores de alta frecuencia de las economías desarrolladas siguieron mostrando tasas de expansión elevadas. Los PMI manufactureros de EE.UU. promediaron 55,5 (vs. 54,3 en 4T17), y la producción industrial se expandió 3,3% a/a en el trimestre móvil terminado en febrero (vs. 2,4% a/a en el trimestre móvil anterior). Se estima que en el primer cuarto la variación del PIB de esta economía habría sido del orden de 2,8%, por sobre lo que se proyectaba hace un par de meses. Esto se suma a la revisión al alza del crecimiento del 4T17 desde 2,7% hasta 2,9%.

Este dinamismo se ha trasladado al mercado laboral, donde la tasa de desempleo ha seguido cayendo y se ubica en niveles no vistos desde hace más de 18 años. Si bien el empleo seguirá expandiéndose –aunque probablemente a una tasa más moderada–, el hecho que la tasa de participación laboral aun se mantenga baja, le da cierto espacio de crecimiento a la fuerza de trabajo. Por lo mismo, esperamos que hacia delante la tasa de desempleo se estabilice en los niveles actuales.

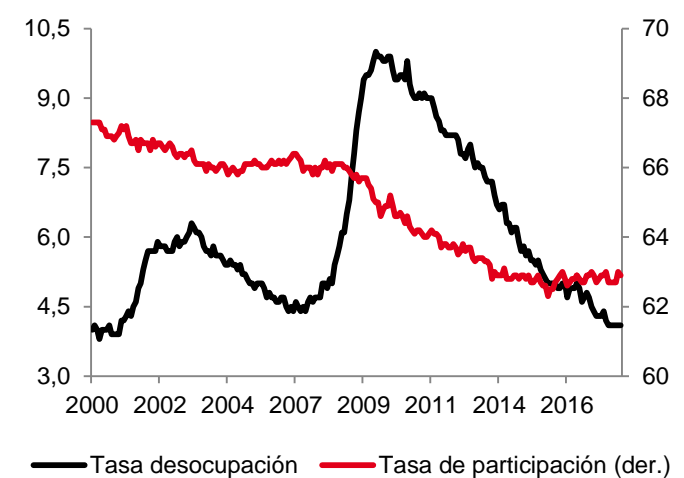
La recuperación de la inversión, sumada a la solidez del mercado laboral y el impulso fiscal producto de la rebaja tributaria aprobada a comienzos de año, nos hacen revisar al alza las proyecciones de crecimiento para EE.UU., desde 2,5% hasta 2,8% en 2018 y desde 2,0% hasta 2,3% en 2019.

**Gráfico 1: PMI y PIB de EE.UU. (índice y variación anual %)**



Fuente: Bloomberg y Santander

**Gráfico 2: Tasa de desempleo y Tasa de Participación laboral en EE.UU. (%)**



Fuente: Bloomberg y Santander

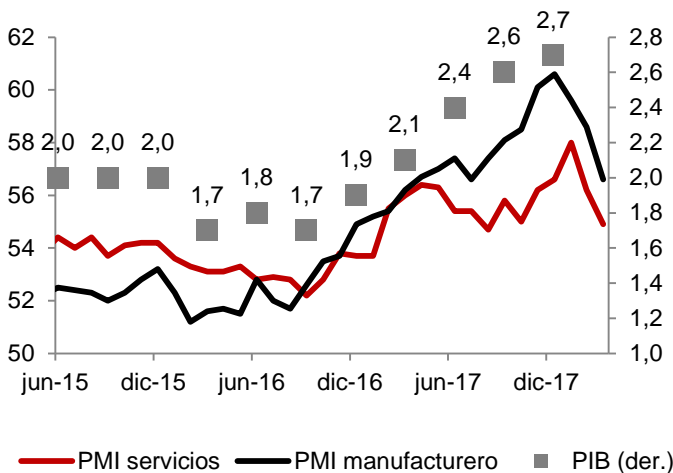
En la zona euro, los PMI manufactureros del primer trimestre se mantienen por sobre el pivote de expansión, pero mostraron cierto retroceso respecto del trimestre anterior (58,3 vs. 59,7 en 4T17). Otros indicadores también dan cuenta de una moderación en la actividad durante los últimos meses. Por ejemplo, el índice de sentimiento económico que construye la Comisión Europea, sorprendió a la

baja en marzo y volvió a los niveles que tenía a comienzos del año pasado. A pesar de la eventual desaceleración, el elevado impulso que traía la región desde fines de 2017 nos lleva a revisar al alza la proyección de crecimiento para este año hasta 2,5%, algo por sobre lo que estimamos en enero. Esto constituiría su mayor registro desde 2007. Para el próximo año incrementamos levemente nuestra proyección desde 1,9% hasta 2,0%.

Antecedentes preliminares indican que en los primeros meses del año China mantuvo un ritmo de crecimiento similar al del cierre de 2017. Los PMI manufactureros del periodo enero-marzo promediaron 51,4 (vs. 51,1 en 4T17), en tanto que los de servicios lo hicieron en un 54,8 (vs. 54,7 en 4T17). De esta manera, se vuelve a posponer el proceso de moderación de esta economía, objetivo al que se han abocado las autoridades desde hace ya varios años. Proyectamos que durante el segundo semestre del año esta economía reducirá su ritmo de expansión y cerrará 2018 con un crecimiento algo por sobre el 6,5% calculado en enero.

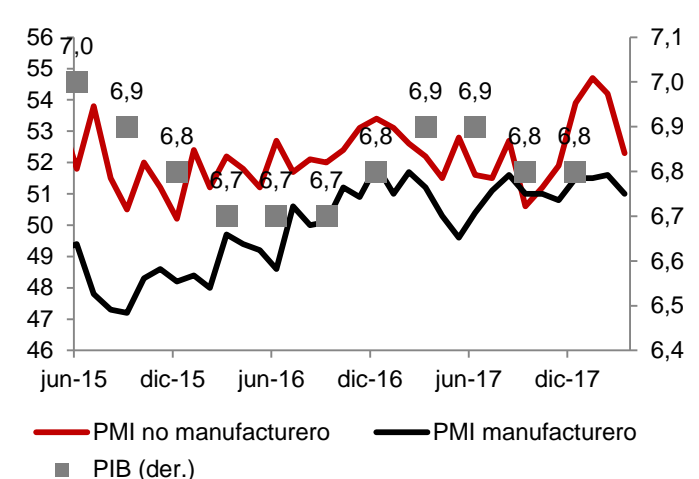
Con estos antecedentes, estimamos que el mundo crecerá en torno a 3,9% en los próximos dos años, el mejor desempeño global en siete años. Sin embargo, los riesgos son crecientemente a la baja, sobre todo para 2019. Por su parte, el comercio continuará el sólido repunte que comenzó a materializarse en 2017 cuando se expandió un 4,7%, casi el doble que en el mismo período anterior, y para este año alcanzaría una cifra similar. Hacia delante, debiese moderarse conforme China siga progresando en el cambio en la composición de su demanda, hacia una mayor preponderancia del consumo.

**Gráfico 3: PMI y PIB de Zona Euro (índice y variación anual %)**



Fuente: Bloomberg y Santander

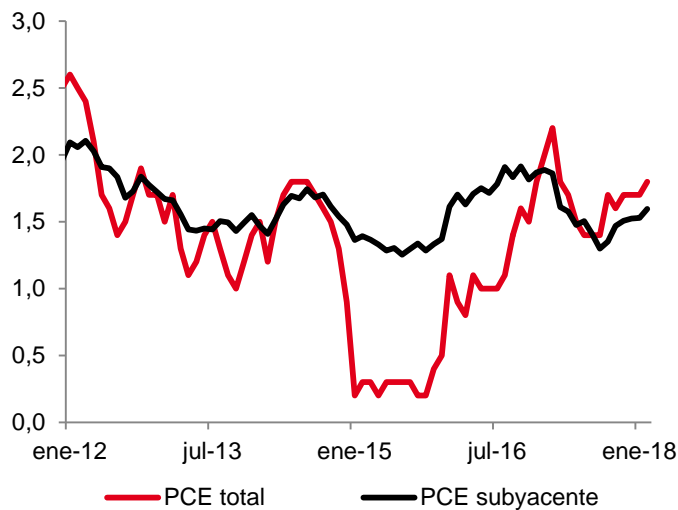
**Gráfico 4: PMI y PIB de China (índice y variación anual %)**



Fuente: Bloomberg y Santander

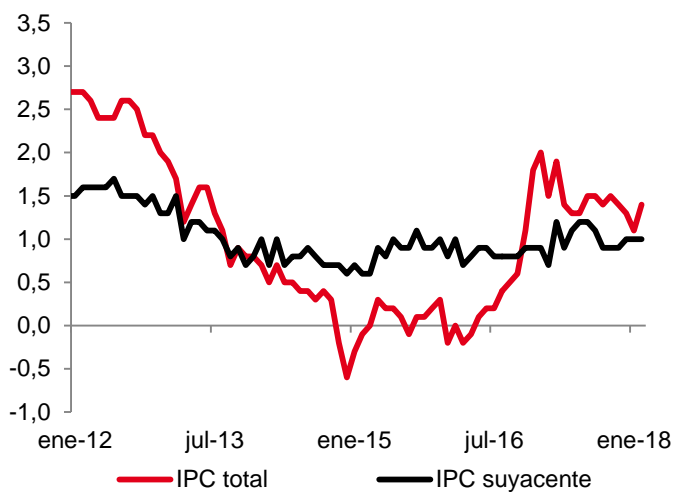
A pesar de las positivas perspectivas para la actividad, la inflación en el mundo desarrollado permanece baja. En EE.UU., la variación anual del deflador del consumo (PCE) promedió 1,8% los dos primeros meses del año, mientras que la subyacente (PCE core) lo hizo un 1,6%, por debajo del objetivo de 2% de la Fed. En la zona euro la inflación también se ha mantenido acotada, en torno a 1,4%, y cerca de 1% en el caso de la subyacente.

**Gráfico 5: Inflación en EE.UU. (variación anual, %)**



Fuente: Bloomberg y Santander

**Gráfico 6: Inflación en zona euro (variación anual, %)**



Fuente: Bloomberg y Santander

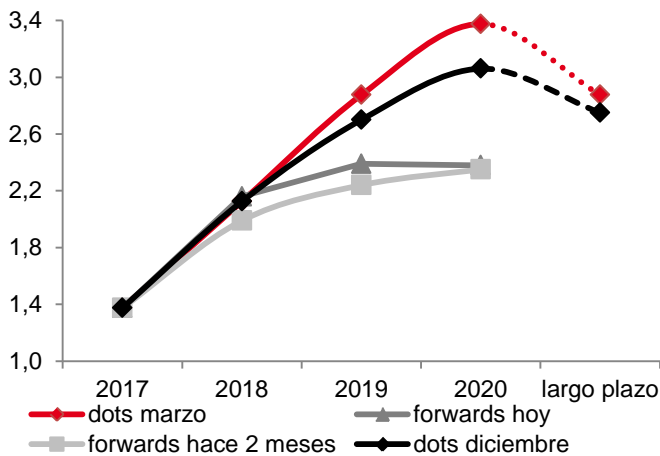
Una de las posibles razones para estos bajos registros inflacionarios es la existencia de amplias holguras heredadas de la crisis financiera. A pesar del mayor crecimiento de los últimos trimestres, aun habría espacio para un crecimiento dinámico sin que ello implique una aceleración en los precios en el corto plazo. Probablemente esto es cierto, especialmente en el caso de la zona euro, donde el desempleo aun se mantiene por sobre los niveles que tenía antes de la crisis. En EE.UU. este argumento es más difícil de sostener dados los bajos niveles a los que ha llegado el desempleo.

En este contexto, la Fed ha continuado su proceso de normalización de la política monetaria y ha dado señales sobre la posibilidad de acelerar el tranco ante la perspectiva que las presiones del mercado laboral se comiencen a reflejar rápido en los precios. Tal como se anticipaba, en marzo volvió a aumentar su tasa de política en 25 pb, situándola en 1,5%-1,75%, y señaló que durante el año habría por lo menos dos alzas adicionales con lo que el 2018 cerraría en el rango 2%-2,25%. Además, elevó el nivel de los “dots” en 2019 (tres alzas) y en 2020 (dos alzas) respecto de lo anunciado en diciembre. De esta manera, dio a entender que el proceso de normalización monetaria sería algo más rápido que lo estimado hace algunos meses.

Las tasas de mercado han subido siguiendo las señales de la Fed, pero aún persiste una discrepancia importante entre los “dots” y lo que predicen los precios de los activos. Lo anterior es una fuente de riesgo financiero importante, sobre todo para los mercados emergentes. Si la inflación se acelera al ritmo que predice la Fed, las tasas de mercado podrían sufrir una corrección al alza de hasta 100pb, con el consecuente impacto negativo en los precios de los activos a nivel global.

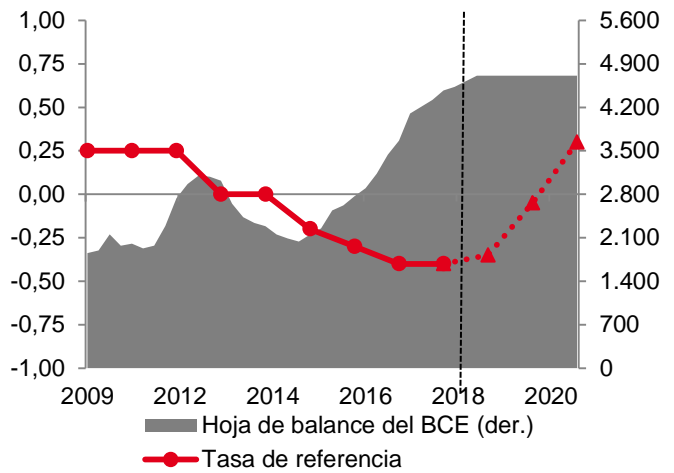
A diferencia de la Fed, el Banco Central Europeo ha señalado su disposición a extender en el tiempo su programa de estímulo monetario ante las perspectivas que la incipiente desaceleración de la zona euro se profundice. Los ruidos políticos que ha debido enfrentar la región hacen que ello se más probable, y en caso de ocurrir esto significaría seguir postergando el proceso de convergencia de la inflación.

**Gráfico 7: Dots y trayectoria implícita para fed fund rate en el mercado (%)**



Fuente: Bloomberg y Santander

**Gráfico 8: Trayectoria implícita de la tasa de referencia y hoja de balance del BCE (% y miles de millones €)**



Fuente: Bloomberg y Santander

## Emergen nuevos riesgos en el horizonte

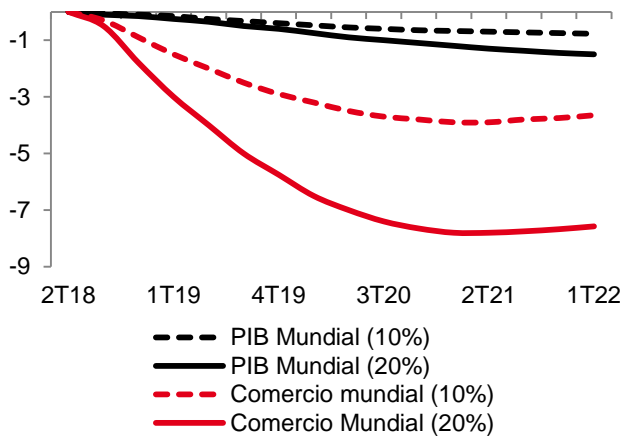
Los resultados de las elecciones de marzo en Italia (la tercera economía de la zona euro) y Hungría volvieron a confirmar el fuerte avance que han tenido las ideas proteccionistas y euro escépticas. En España, si bien el problema catalán ha bajado en intensidad, sigue latente. En el corto plazo, es probable que estos desarrollos no tengan un impacto significativo en la actividad, pero pueden significar un aumento en la incertidumbre lo que eventualmente impactaría la inversión y el crecimiento.

A comienzo de febrero, el presidente Donald Trump anunció la imposición de aranceles a las importaciones de acero y aluminio. Luego, en marzo, declaró que impondría tarifas a una serie de productos importados desde China, a la que acusa de no actuar de manera limpia en el comercio mundial. En respuesta, China amenazó con la imposición de restricciones a las importaciones de una serie de productos de EE.UU. Algunos analistas han señalado que, más que una política proteccionista, lo que Trump busca es mejorar su posición de cara a eventuales negociaciones con China para abrir sus mercados. Mal que mal, el gigante asiático todavía establece sustanciales barreras de acceso a sus mercados y tiene una actitud laxa respecto de los derechos de propiedad intelectual.

Por otra parte, los anuncios de aranceles por parte de EE.UU. siguen a una serie de medidas tendientes a frenar la integración comercial. A comienzos de 2017 se desechó firmar el TPP —aunque al cierre de este informe Trump solicitó a sus asesores evaluar como volver a ingresar al tratado— y se anunció la intención de renegociar NAFTA bajo condiciones más favorables para EE.UU.. En general, las declaraciones de Donald Trump apuntan a una visión donde el comercio internacional es un juego de suma cero, y donde los déficits comerciales son algo negativos. Esta visión conlleva el serio riesgo que la imposición de medidas proteccionistas y las represalias que adopten otros países escalen, lo que podría desembocar en una guerra comercial global. Esto tendría serias repercusiones para el crecimiento del mundo y sería particularmente dañino para economías pequeñas y abiertas como la

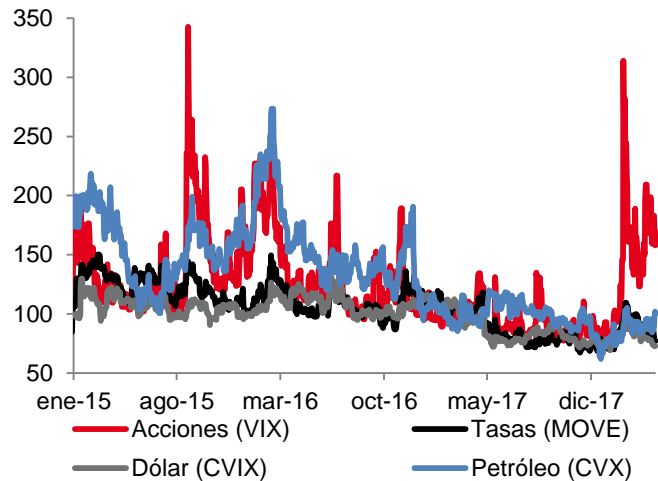
chilena. De acuerdo con estimaciones del FMI si se impusieran tarifas de 20% de manera pareja en todas las economías, el PIB global podría ser menor entre 1% y 1,5% en un horizonte de tres a cuatro años. El volumen de comercio, por su parte, se vería afectado en casi 8%. Es decir, la tasa de crecimiento promedio anual del comercio podría ser menor en 2pp.

**Gráfico 9: Efecto acumulado de incremento en aranceles (desv. respecto a escenario base, %)**



Nota: En paréntesis arancel incorporado en el escenario.  
Fuente: Bloomberg y Santander

**Gráfico 10: Volatilidad en los mercados norteamericanos (enero 2017 = 100)**



Fuente: Bloomberg y Santander

La amenaza de una guerra comercial ha elevado la volatilidad en los mercados financieros. Desde comienzos de febrero el VIX ha oscilado en valores en torno a 20,7, muy por sobre los registros del año pasado (11,1). Sin embargo, en los días previos al cierre de este informe, el gobierno chino señaló estar disponible para adelantar su proceso de liberalización —previsto para tres años más—, el que incluiría disminuir las restricciones a la inversión extranjera en empresas del sector financiero y *joint-ventures* en empresas aseguradoras. Esto hizo que el apetito por el riesgo volviera a los mercados, provocando alzas en las bolsas de valores, las materias primas y las monedas emergentes.

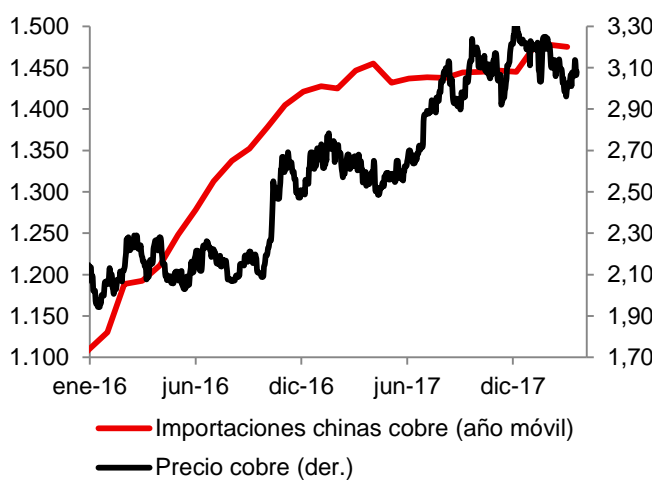
### Tensiones comerciales aumentan volatilidad en precios de commodities

El precio del cobre cayó con fuerza durante febrero y marzo, en los momentos en que las tensiones por una eventual guerra comercial amenazaban con escalar. El precio del metal pasó de cotizarse 3,21 US\$/lb en enero a 2,97 US\$/lb hacia mediados de marzo, lo que supuso un mínimo de tres meses. En lo más reciente, las posibilidades de una salida negociada al conflicto comercial entre China y EE.UU. le ha dado un impulso al precio del metal, el que ha vuelto a cotizarse por sobre 3 US\$/lb. Al cierre de este informe se transaba en 3,1 US\$/lb, todavía por debajo de los valores exhibidos a comienzos de año. Estimamos que en los próximos meses el precio del metal se ajustará moderadamente a la baja, a niveles coherentes con sus fundamentales de largo plazo, entre 2,9 US\$/lb y 3 US\$/lb.

Distinta ha sido la evolución del precio del petróleo, que ha tendido a aumentar de manera importante desde comienzos de año. La oferta del crudo ha sufrido los embates de la caída en la producción de

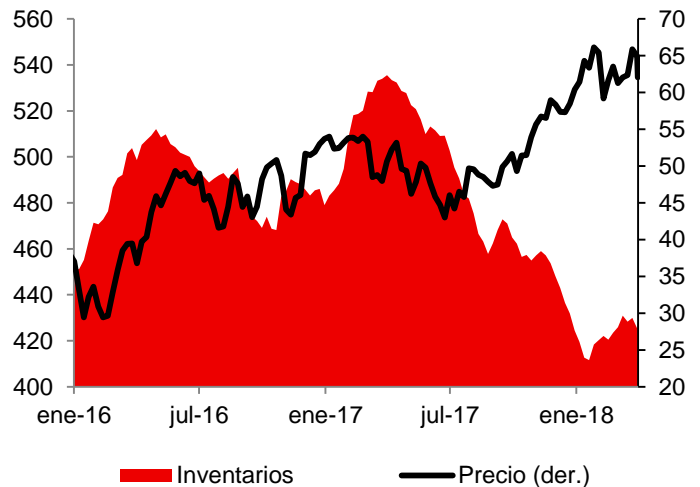
Venezuela, y las limitaciones geológicas en Arabia Saudita que le impiden aumentar su producción. Por su parte, la demanda mundial se han mantenido sólida. En los últimos días, las renovadas tensiones geopolíticas en Medio Oriente ha puesto una presión adicional al precio, el que se cotizaba en torno a 67 US\$/bl al cierre de este informe. Hacia delante, el aumento en la producción de petróleo de esquisto en EE.UU. atenuará las restricciones de oferta, lo que podría dar cierto alivio al precio. Por otro lado, recientemente Arabia Saudita declaró su interés de que el precio del crudo se sitúe entorno a 80 US\$/bbl, cifra considerablemente más alta que la observada en los últimos trimestres.

**Gráfico 11: Importaciones de cobre de China y precio del cobre (miles de TMF y US\$/lb)**



Fuente: Bloomberg y Santander

**Gráfico 12: Inventarios de petróleo y precio del petróleo (mil. barriles diarios y US\$/bbl)**



Fuente: Bloomberg y Santander

## Latinoamérica continúa su recuperación, pero ha mermado el optimismo

En Latinoamérica, las perspectivas para el crecimiento de este año y el próximo, se mantienen positivas, favorecidas por los elevados precios de las materias primas y el impulso proveniente del mundo desarrollado. Sin embargo, el panorama es menos optimista que a comienzos de año. Si bien Brasil se sigue recuperando de la severa recesión que lo afectó los años 2015 y 2016, la recuperación sería algo menos intensa que lo proyectado a comienzos de año (2,7% versus 3,2%). Los ruidos políticos generados a partir de los juicios por corrupción han introducido más incertidumbre, lo que podría tener impactos económicos en el corto plazo.

Argentina ha logrado mantener cierto dinamismo, pero la inflación continúa elevada, en torno a 25% —muy por sobre la meta del banco central— y el déficit público se mantiene abultado. En este contexto, las perspectivas de crecimiento para este año se han corregido a la baja, desde 3,1% tres meses atrás, hasta 2,5%. En Perú, la inestabilidad política ha aumentado con la renuncia del presidente Pedro Pablo Kuczynski lo que también ha incidido en las perspectivas de crecimiento, que hemos revisado a la baja desde 3,9% hasta 3,5%. Finalmente, México también ha perdido dinamismo —después de sorprender al alza a comienzo del año pasado— y se espera que se acelere moderadamente para cerrar este año con una expansión de 2,4%.



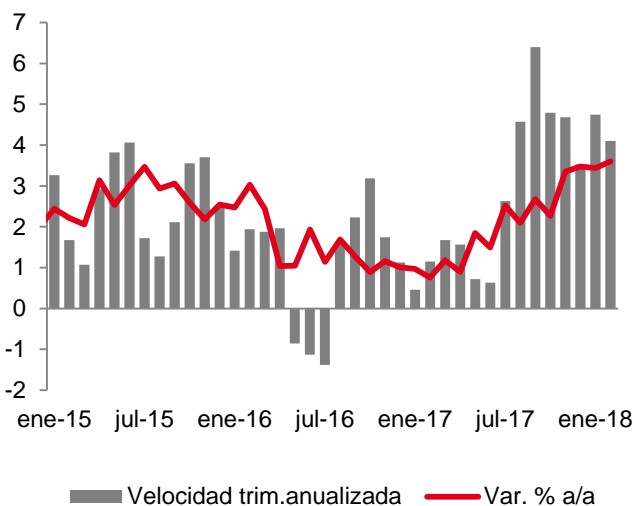
## PANORAMA NACIONAL

### La economía ha seguido consolidando su recuperación, pero la inversión aun no se afianza

Desde mediados de 2017, la economía local ha venido mostrando una mayor tracción sustentada en mejores términos de intercambio, el repunte del comercio global, condiciones financieras favorables y una sustantiva mejora en la confianza.

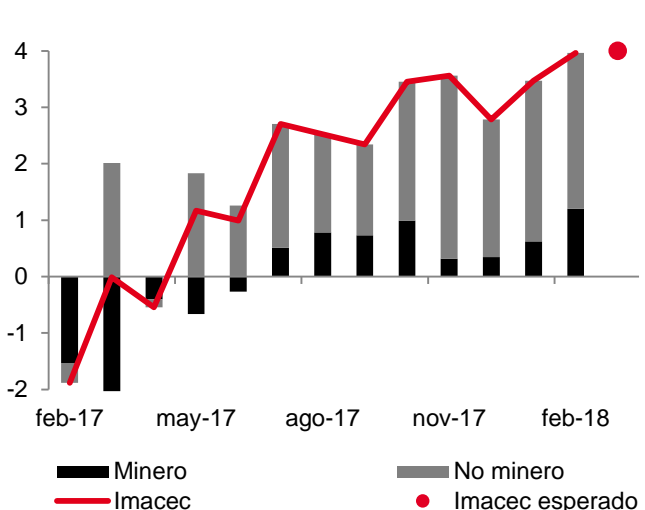
El elevado dinamismo con el que cerró la economía a fines del año pasado, sumado a bases de comparación favorables —debido al paro minero a comienzos de 2017—, llevaron a un importante aumento de la tasa de crecimiento en los primeros meses de este año. El Imacec se expandió 3,5% y 4,0% en enero y febrero, respectivamente, y para marzo esperamos un crecimiento algo por sobre 4%. De esta manera, el primer trimestre del año el PIB habría crecido en torno a 4%, la cifra más alta desde el tercer trimestre de 2013. Más allá de los efectos base en la minería, la actividad en este sector ha alcanzado niveles récord impulsada por los favorables precios del cobre. Por su parte, si bien los sectores no mineros muestran un crecimiento más acotado (3,1% enero y 2,8% en febrero), su velocidad de expansión en los últimos meses ha sido elevada (4% t/t anualizado en el margen).

**Gráfico 13: Imacec no minero desestacionalizado (%)**



Fuente: BCCh y Santander

**Gráfico 14: Imacec y contribución por sector de actividad (variación anual, %)**

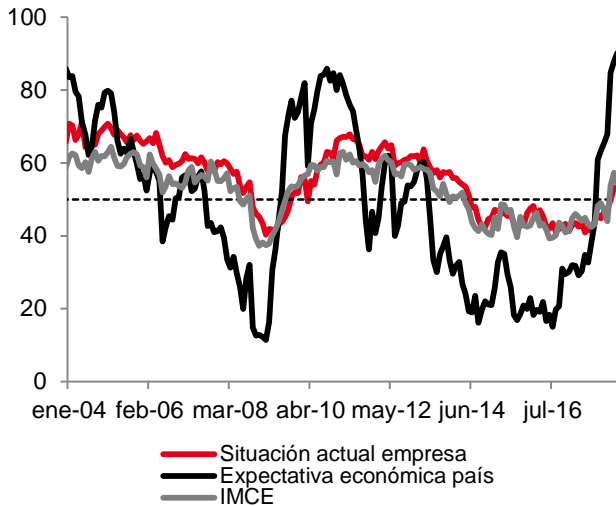


Fuente: BCCh y Santander

La consolidación del crecimiento en los próximos meses depende en buena medida del repunte de la inversión, en particular en construcción y obras de ingeniería. Esta se contrajo durante los últimos cuatro años y hacia fines del 2017 comenzó a dar muestras de mayor vigor. El repunte que ha exhibido la confianza empresarial y condiciones financieras favorables, apoyan a una recuperación vigorosa de esta variable. Sin embargo, en el caso de los grandes proyectos de inversión, los datos de la Corporación de Bienes de Capital disponibles hasta el cuarto trimestre del año pasado aun no

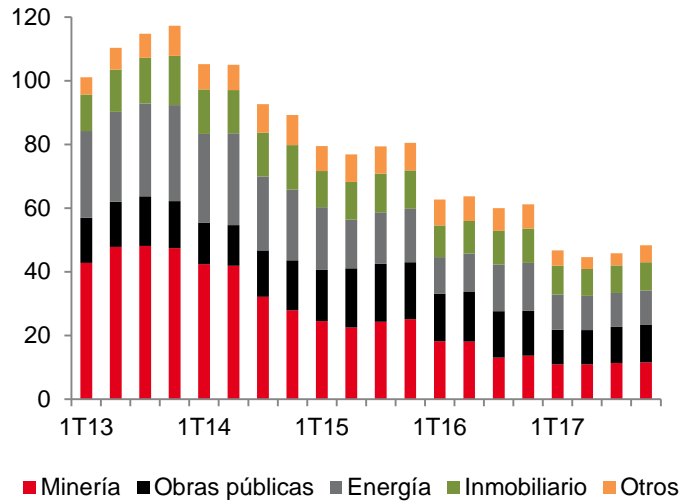
mostraban un repunte. A ello se agrega el hecho que este tipo de proyecto está teniendo procesos de evaluación más lentos e inciertos, por lo que su materialización podría ser más gradual en el tiempo.

**Gráfico 15: IMCE (50 = neutral)**



Fuente: UAI-ICARE y Santander

**Gráfico 16: Inversión a cinco años (miles de millones de US\$)**



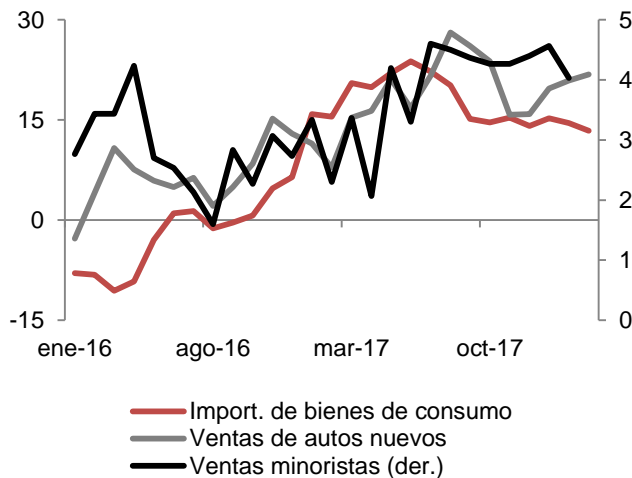
Fuente: CBC y Santander

Los indicadores parciales de demanda muestran que durante los primeros meses del año el consumo ha aumentado su dinamismo. Entre enero y marzo, las importaciones nominales de bienes de consumo crecieron en promedio casi un 14% —algo menos que al cierre de 2017—, mientras que las ventas de vehículos reportadas por la ANAC lo hicieron un 21,5% (98.104 unidades). Por su parte, las ventas reales del comercio minorista de enero y febrero crecieron por sobre 4%, en promedio. De esta manera, proyectamos que en el primer trimestre el consumo privado habría crecido 3,0% y el año cerraría en 3,2%

En el caso de la inversión, los indicadores de alta frecuencia presentan evidencia mixta. Las importaciones nominales de bienes de capital, descontados “otros vehículos de transporte”, tendieron a moderar su ritmo de expansión, y se expandieron sólo 3% en promedio los primeros tres meses del año. Esto contrasta con las tasas de dos dígitos observadas durante gran parte de 2017. Por otra parte, indicadores ligados a la construcción han venido mostrando un repunte. Los despachos de materiales de construcción volvieron a crecer después de más de un año de contracción, el Imacon de enero y febrero mostró registros positivos y, con vaivenes, el empleo en la construcción muestra cierta recuperación.

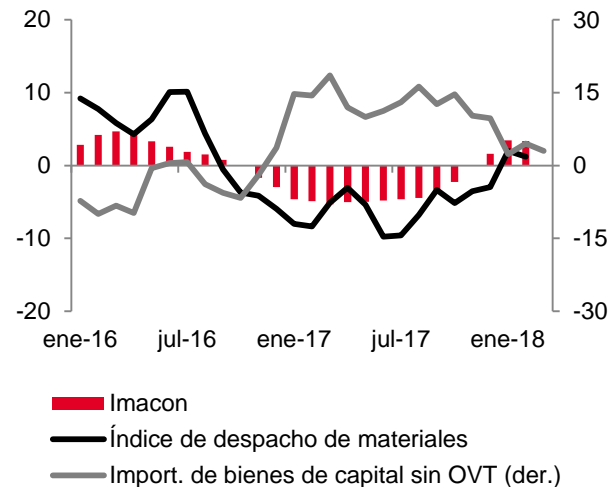
Con estos antecedentes, estimamos que la formación bruta de capital fijo (FBKF) creció un 2,5% los primeros tres meses del año, y proyectamos una expansión de 4,7% para el año en su conjunto. Esta cifra es baja si se la compara con otros episodios de recuperación de la inversión. Sin embargo, los antecedentes del catastro de proyectos de la CBC y el tímido inicio de año nos hacen ser cautos respecto de esta variable.

**Gráfico 17: Indicadores de consumo (variación a anual, trim.móvil %)**



Fuente: ANAC, INE, BCCh y Santander

**Gráfico 18: Indicadores de inversión (variación a anual, trim.móvil, %)**



Fuente: BCCh, CChC y Santander

Estimamos que la economía crecerá un 3,5% en 2018. Por el lado de la oferta, la favorable base de minería seguirá sosteniendo cifras de crecimiento de dos dígitos en este sector durante lo que resta del primer semestre, para luego disminuir. Así, el sector minero crecería en torno a 5,0% este año. En el caso de los sectores no mineros, irán ganando tracción impulsados por un mayor dinamismo de los servicios y el comercio debido a la solidez del consumo. Estimamos que estos sectores se expandirán en tono a 3,2% en 2018.

Hacia delante vemos una moderación en el ritmo de expansión, tanto por las bases de comparación menos favorables, como por un impulso externo algo más débil. A esto se agregan riesgos globales crecientes que, aun cuando no se materialicen, ya han generado incrementos en la incertidumbre que pueden tener impacto en el crecimiento. Así, estimamos un crecimiento del PIB de 3,3% en 2019 y de 3,2% en 2020.

Nuestras proyecciones son coherentes con la visión de consenso para este año. Las expectativas de crecimiento para 2018 que desprenden de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central, se han revisado al alza de manera sustantiva desde fines del año pasado y hoy se sitúan en 3,6%, algo por sobre nuestra proyección base. Para los próximos años, sin embargo, los encuestados ven algo más de dinamismo con tasas de crecimiento sobre 3,5%.

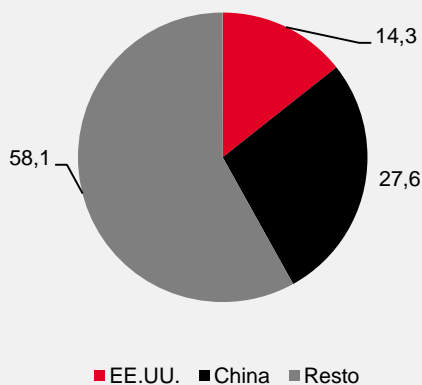
### Recuadro: Riesgos de guerra comercial

Durante los últimos meses, la amenaza de una guerra comercial entre EE.UU. y China ha cobrado mayor probabilidad de ocurrencia. A mediados de marzo, el país del norte decidió imponer un arancel de 25% sobre las importaciones de acero y de 10% a las importaciones de aluminio, las que en la práctica terminaron afectando casi únicamente a los envíos del gigante asiático. Posteriormente, el gobierno de EE.UU. impuso restricciones adicionales a importaciones de bienes chinos por valor de US\$ 50 mil millones. El país asiático respondió amenazando con establecer aranceles a las importaciones de bienes estadounidenses por un valor equivalente. Hasta ahora, solo algunos de estos anuncios se han materializado.

Sin embargo, de concretarse una escalada de medidas proteccionistas por parte de las dos principales potencias del mundo, nuestra economía, pequeña y abierta al mundo, sufriría importantes consecuencias. Chile tiene suscritos tratados de libre comercio con los dos países y la suma del comercio con ambos representa el 41,9% del destino de nuestras exportaciones.

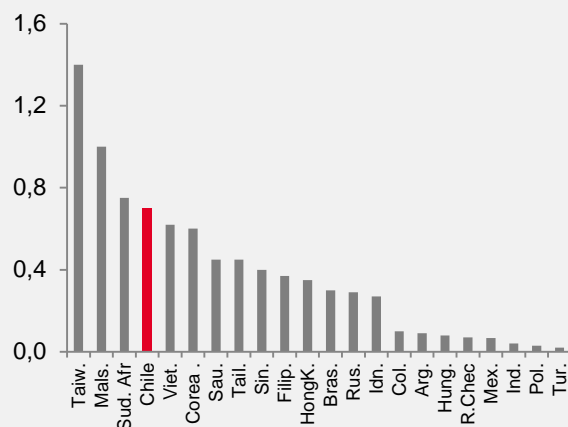
Si bien no hay medidas directas contra Chile, nuestro país podría verse perjudicado por varios mecanismos. En primer lugar, una guerra comercial afectaría el crecimiento mundial y por ende, la demanda por nuestras exportaciones (ver más arriba). En segundo lugar, se produciría una desviación del comercio que haría menos favorable el intercambio. Por último, están los efectos sobre las cadenas globales de valor. Un menor flujo de exportaciones desde China a EE.UU. reduciría la demanda por insumos de nuestro país que se procesan en el país asiático. Según estimaciones de Capital Economics, nuestro país es uno de los principales contribuyentes a la cadena de valor de las exportaciones de China que tiene como destino EE.UU. (Gráfico R2).

**Gráfico R1: Destino de las exportaciones de Chile (% del total)**



Fuente: BCCh y Santander

**Gráfico R2: Valor agregado incorporado en China a exportaciones hacia EE.UU. (país de procedencia, % del PIB año 2016)<sup>1</sup>**



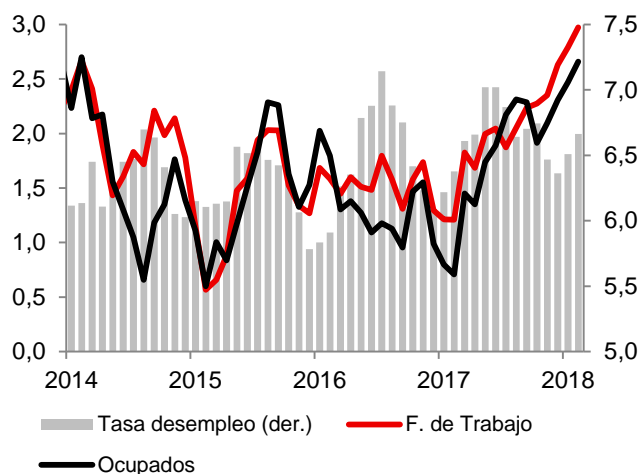
Fuente: Capital Economics y Santander

<sup>1</sup> Estimaciones por Capital Economics basadas en la información del TIVA database 2011 de la OECD

## A pesar de un desempleo relativamente alto, el mercado laboral muestra signos positivos

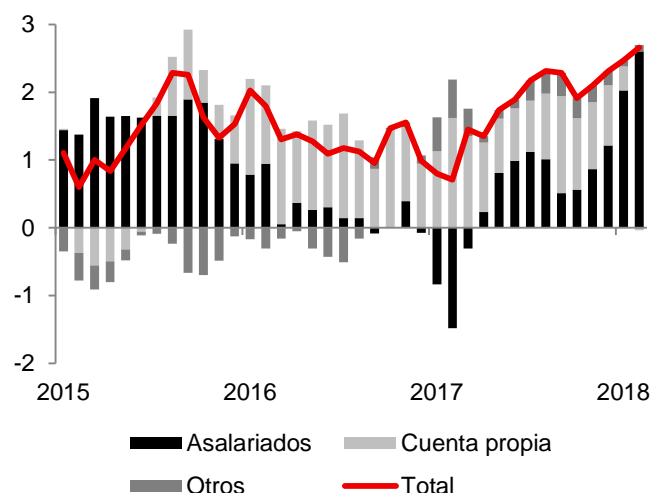
El mercado laboral se ha recuperado en los últimos meses, con una aceleración en el ritmo de creación de puestos de trabajo y un cambio en su composición hacia empleo de mejor calidad. El trimestre móvil terminado en febrero registró un crecimiento del empleo de 2,7%, la cifra más alta desde comienzos de 2014, con más de 150 mil nuevos puestos de trabajo. De estos, la mayor parte fueron empleos asalariados (213 mil, 2,6% a/a) con una fuerte incidencia de aquellos generados en el sector privado. En contraste, los empleos por cuenta propia –que tuvieron una gran relevancia durante la mayor parte de 2017— se desaceleraron de manera notoria. Detrás del fuerte crecimiento del empleo asalariado está la aceleración de la actividad, en lo más reciente, y las bajas bases de comparación dadas las caídas que registró esta categoría durante el primer trimestre de 2017.

**Gráfico 19: Principales agregados del mercado laboral (variación anual y tasa, %)**



Fuente: INE y Santander

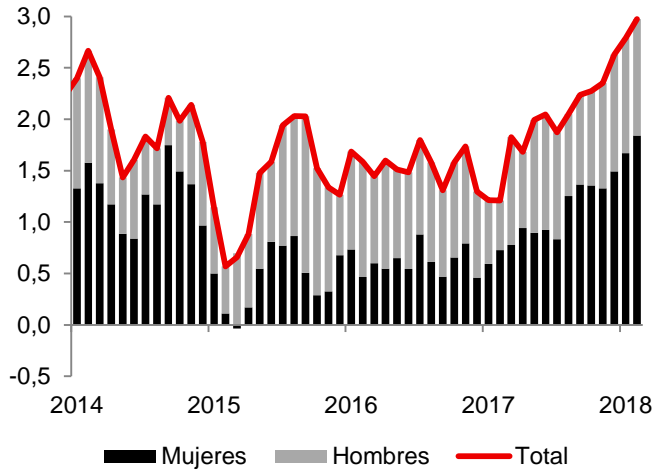
**Gráfico 20: Crecimiento empleo y contribución por tipo (%)**



Fuente: INE y Santander

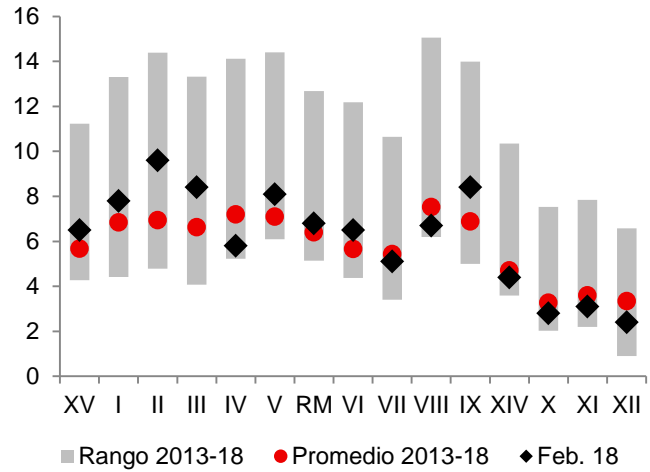
A pesar de la fuerte creación de puestos de trabajo, la tasa de desempleo aumentó en los últimos registros, hasta 6,7%, ubicándose por sobre los valores de años recientes para los meses de verano. Lo anterior se explica por el crecimiento que está teniendo la fuerza de trabajo, impulsada por el aumento de la participación femenina. En efecto, desde agosto del año pasado las mujeres vienen aportando en torno a 60% de los nuevos participantes al mercado laboral. Además, muchas de ellas corresponden a mujeres que buscan trabajo por primera vez.

**Gráfico 21: Crecimiento de la fuerza de trabajo y contribución por sexo (%)**



Fuente: INE y Santander

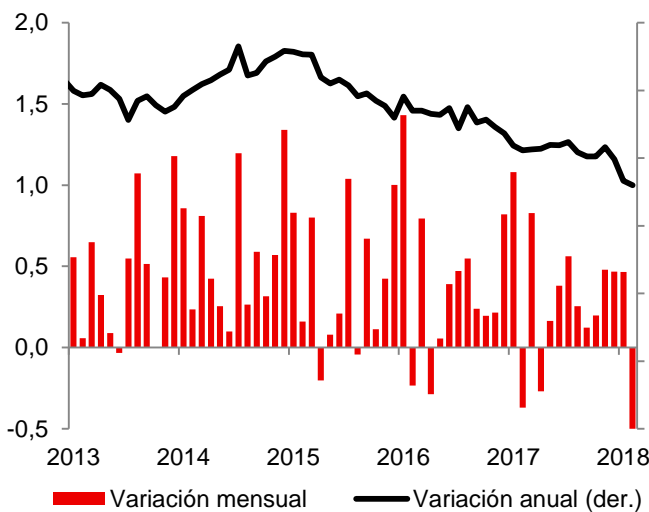
**Gráfico 22: Desempleo por región (%)**



Fuente: INE y Santander

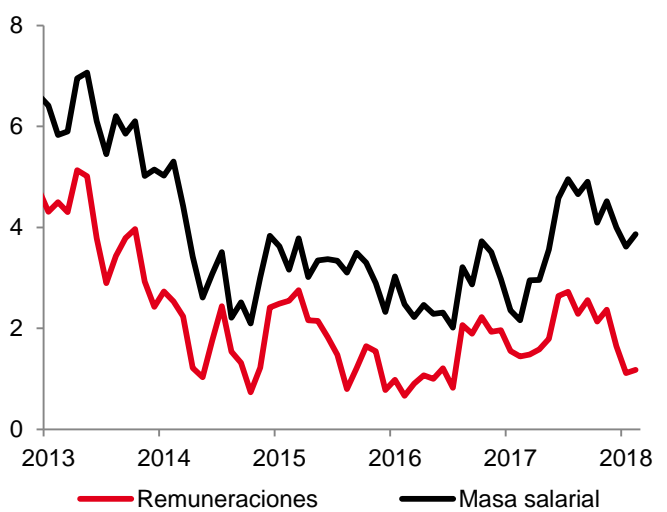
En la mayor parte de las regiones no mineras el desempleo se ubicó en niveles similares o menores al promedio del último lustro, los que además son bajos en perspectiva histórica. En las regiones mineras, a pesar de que el empleo muestra dinamismo (+4,6% y +8,0% interanual en Antofagasta y Atacama, respectivamente), el desempleo se mantiene relativamente alto porque la fuerza de trabajo está creciendo a un ritmo mayor.

**Gráfico 23: Remuneraciones nominales (%)**



Fuente: INE y Santander

**Gráfico 24: IR real y masa salarial (variación anual, %)**



Fuente: INE y Santander

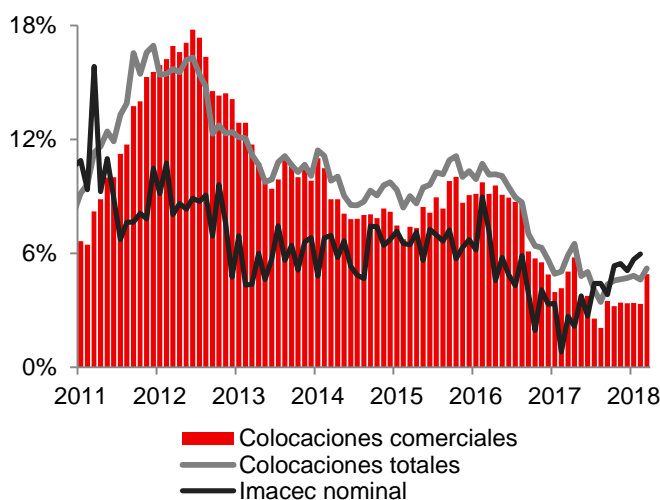
A pesar del mayor dinamismo en la creación de empleos, los salarios mantienen la tendencia a la desaceleración que vienen mostrando desde hace casi tres años. Así, las remuneraciones pasaron de crecer sobre el 5% a fines de 2016 a 3,2% en febrero de este año. Parte importante de esta desaceleración se debe a las menores presiones inflacionarias. De hecho, al considerar los salarios reales se observa que estos incluso tuvieron una aceleración durante 2017, debido probablemente a que la baja inflación del año fue en gran parte sorpresiva. En lo más reciente, sin embargo, el crecimiento de los salarios reales también ha retrocedido. Esto podría deberse al fuerte crecimiento de la fuerza laboral, que estaría amortiguando el efecto en las remuneraciones de la mayor demanda por trabajo.

De mantenerse el vigoroso aumento de la participación laboral, las presiones salariales se mantendrán acotadas por un buen tiempo, lo que incidirá en la dinámica inflacionaria. Como se discute más abajo, este es un factor adicional por el cual es posible pensar que los precios se mantendrán creciendo a un ritmo bajo por un buen tiempo.

### Colocaciones bancarias se rezagan respecto del ciclo de recuperación

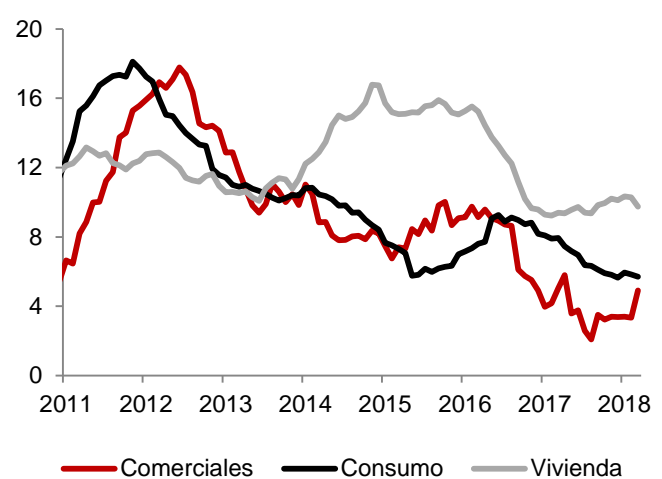
Desde mediados de 2016 se viene observando una desaceleración en las colocaciones bancarias, incididas de manera importante por el menor ritmo de crecimiento de las colocaciones comerciales. Estas se estabilizaron en el último trimestre de 2017 y en marzo de este año mostraron un repunte. El desacople evidenciado entre el crédito y el ciclo de recuperación de la actividad en los últimos trimestres se explica, en parte, por una recomposición en el financiamiento de las empresas, que durante 2017 hicieron un giro hacia la emisión de bonos. También puede deberse al hecho que durante el proceso de ajuste de la inversión en años previos, las empresas acumularon una liquidez importante que ahora les permite financiar con recursos propios una mayor inversión.

**Gráfico 25: Colocaciones bancarias y actividad económica (variación anual de saldos, %)**



Fuente: BCCh y Santander

**Gráfico 26: Colocaciones por tipo (variación anual de saldos, %)**



Fuente: BCCh y Santander

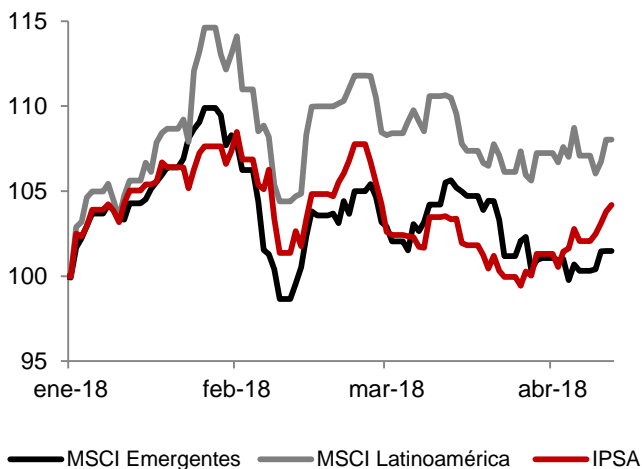
Con vaivenes, las colocaciones de consumo y de vivienda han tendido a estabilizar su crecimiento interanual desde comienzos de año. En el caso de los créditos de consumo, su ritmo de expansión venía retrocediendo desde fines de 2016 debido en parte importante al descenso en la inflación. Los créditos hipotecarios, que se frenaron después del mini *boom* de 2014-2015, han comenzado gradualmente a recuperarse. Esperamos que la aceleración cíclica y la mejora en las expectativas contribuyan a una recuperación del crédito durante el resto del año, especialmente en sus componentes comercial y de consumo.

### Precios de activos locales sufren correcciones, pero las condiciones financieras se mantienen favorables

A pesar de la apreciación cambiaria del primer trimestre, el IPSA en dólares ha tenido en el año un rendimiento menor al exhibido por el índice MSCI agregado para Latinoamérica, acumulando, al cierre de este informe, un incremento de 4,2%. La bolsa local ha estado sujeta al aumento de la volatilidad global, que en febrero estuvo influida por la incertidumbre respecto a la velocidad en que la Fed subiría las tasas y en lo más reciente por las continuas amenazas de guerra comercial. En el corto plazo, la volatilidad se mantendrá mientras no se disipen las dudas respecto a cómo los acontecimientos recientes afectarán a la actividad global y, en particular, al precio del cobre.

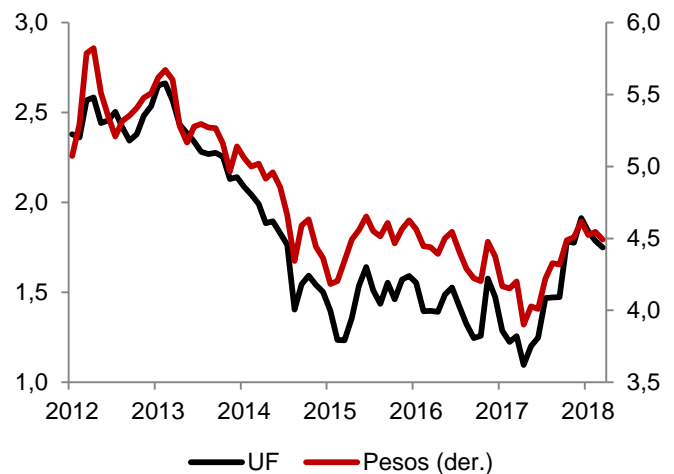
Por su parte, las tasas largas de bonos se estabilizaron en torno a los niveles de cierre 2017 y los CDS soberanos se mantienen bajo los 50 puntos base en el caso de Chile. Así, las condiciones financieras continúan favoreciendo la recuperación cíclica y no se observa una sobre-reacción a las correcciones que ha sufrido el IPSA en el trimestre.

**Gráfico 27: IPSA e índices bursátiles (31-12-2017 = 100)**



Fuente: BCCh y Santander

**Gráfico 28: Tasas de interés bonos 10 años (%)**



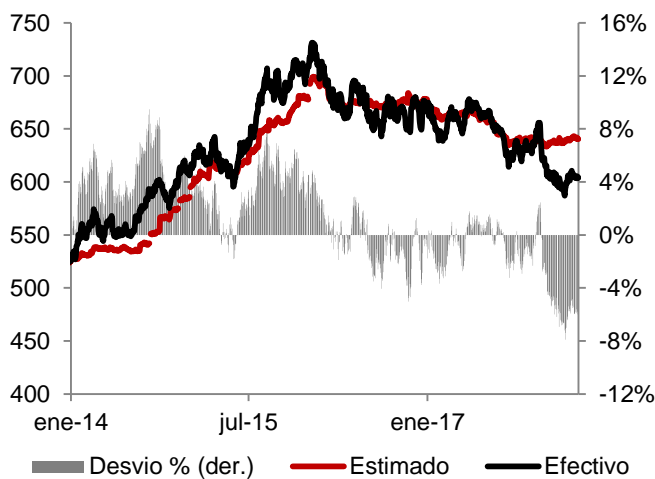
Fuente: BCCh y Santander



En el comienzo de 2018 el tipo de cambio se ha tendido a fortalecer por la debilidad del dólar a nivel global y por un precio del cobre que—no obstante las oscilaciones—se ha mantenido elevado. Con ello, el tipo de cambio real se ha situado sustantivamente por debajo de su promedio de los últimos 10 años.

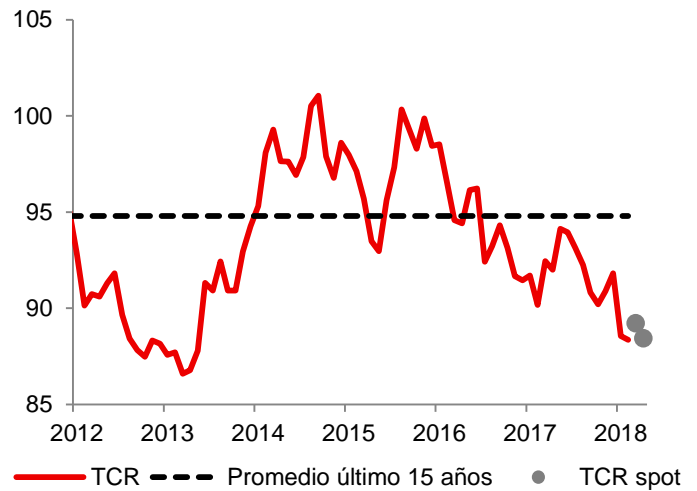
Los movimientos a la baja en el tipo de cambio han ido más allá de lo que sugieren sus fundamentales y podrían estar asociados a la mejora en las perspectivas para el crecimiento de la economía. Hacia delante suponemos que habrá una gradual corrección en el valor de la moneda. Por una parte, ésta debiese aproximarse a los valores que son coherentes con sus fundamentales. Por otra, el precio del cobre debiese converger a sus valores de mediano plazo, por debajo de los niveles actuales, y el proceso de retiro del estímulo monetario en EE.UU., que podría no estar completamente incorporado en el mercado, debiese llevar a un cierto fortalecimiento del dólar. Ello haría que el peso se deprecie moderadamente, cerrando el año en \$ 615. Por el contrario, en caso que el dólar siga debilitándose a nivel global, no es descartable que el tipo de cambio caiga por debajo de los \$ 600.

**Gráfico 29: Tipo de cambio (pesos por US\$, %)**



Fuente: BCCh y Santander

**Gráfico 30: tipo de cambio real (1986 = 100)**



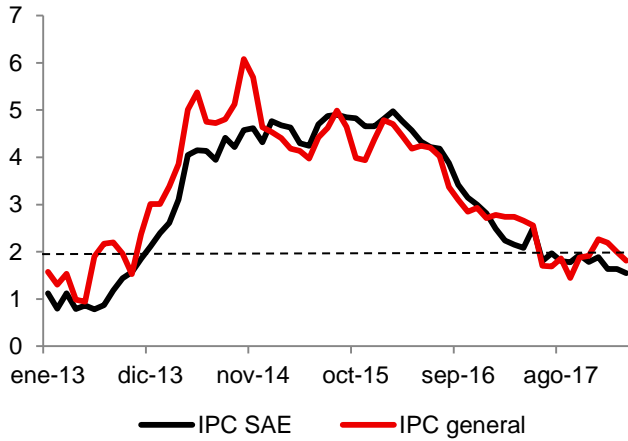
Fuente: BCCh y Santander

## Inflación vuelve a caer por debajo del rango de tolerancia

Después de mantenerse por varios meses bajo 2%, la inflación cerró en 2017 algo por sobre el rango de tolerancia del Banco Central y se mantuvo ahí hasta febrero. En enero, una sorpresiva alza en los precios de alimentos hizo que el IPC del mes fuese de 0,5%. Sin embargo, en febrero hubo una devolución importante que se sumó a las bajas presiones inflacionarias en general, lo que llevó a una variación nula del índice de precios. En marzo, el IPC nuevamente volvió a ubicarse por debajo de la proyección, con un aumento de solo 0,2%, el menor para un mes de marzo desde 2012. Detrás de esta cifra hay una significativa caída en el precio de los automóviles —la quinta de los últimos seis meses— reflejando el impacto que está teniendo la apreciación del peso en la inflación. Con ello, en el último mes del trimestre la variación anual del IPC se ubicó 1,8%, por debajo del rango de tolerancia.

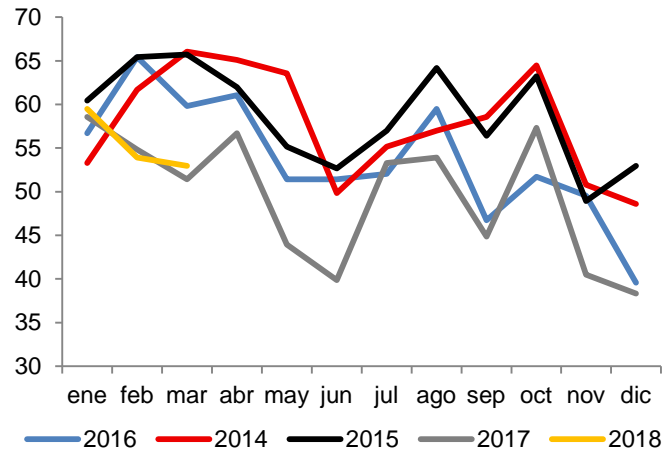
La inflación subyacente, por su parte, ha venido disminuyendo de forma moderada pero sistemática desde fines del año pasado. Así, en marzo llegó a 1,55%, después de haber cerrado en 1,9% en diciembre. Con ello, completó diez meses consecutivos con niveles inferiores al 2%.

**Gráfico 31: IPC general y SAE (var. % a/a)**



Fuente:INE y Santander

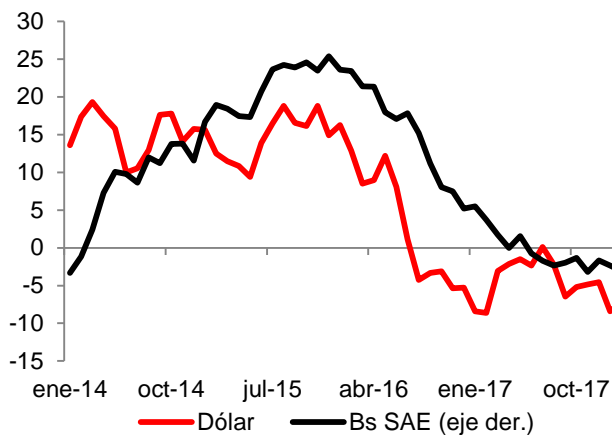
**Gráfico 32: Productos que suben de precio respecto a mes anterior (%)**



Fuente:INE y Santander

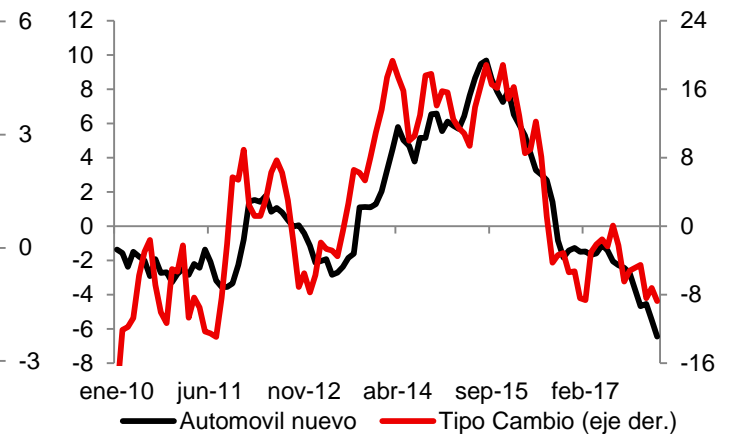
La caída de la inflación subyacente sumada a la baja difusión en las alzas de precios (Gráfico 30) reflejan que las presiones inflacionarias están muy contenidas. Una parte importante se debe a la apreciación del peso desde el año 2016, la que se intensificó en los últimos meses. Esta ha impactado el componente de bienes de la canasta y, con particular intensidad, en el precio de los automóviles (el producto de mayor ponderación). Al efecto cambiario se suma el hecho que los precios en dólares de los productos importados también han estado disminuyendo.

**Gráfico 33: Dólar y bienes SAE (variación anual, %)**



Fuente:BCCh, INE y Santander

**Gráfico 34: Precio automóvil nuevo y dólar (variación anual, %)**



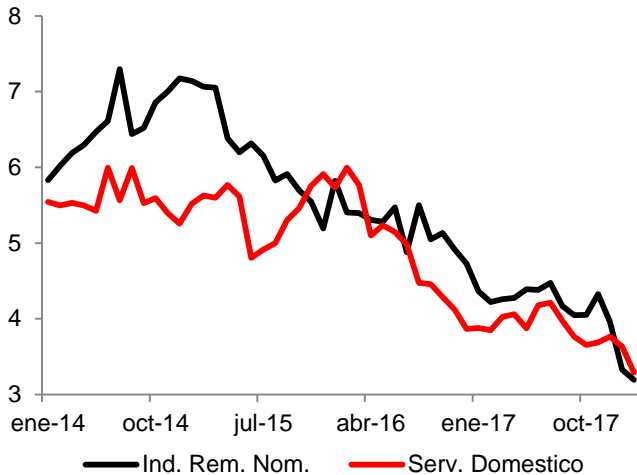
Fuente:BCCh, INE y Santander

Junto con el tipo de cambio, el hecho que aun existan importantes holguras de capacidad también ha incidido en los bajos registros inflacionarios. La inflación de servicios, más ligada al ciclo económico y los salarios, se mantuvo en torno a 4% durante 2015 y 2016, y comenzó a descender durante 2017. En los últimos meses se ha ubicado en 3% y en marzo alcanzó 2,8%. La dinámica que están exhibiendo los salarios, contenidos en parte importante por el fuerte aumento en la fuerza de trabajo, sugiere que las bajas presiones sobre los precios de servicios se mantendrían por varios meses.

Hacia delante, proyectamos que la inflación irá aumentando de manera muy pausada y convergerá de manera lenta a la meta del Banco Central. Para el cierre de este año hemos revisado a la baja nuestra estimación, desde el 2,6% que teníamos en enero hasta 2,5%. Esto aun se ubica por sobre la proyección del último IPoM. Para 2019 suponemos que la inflación cerrará en 2,9%, algo por sobre lo que espera el mercado, y se ubicará en 3% recién en 2020. Esta trayectoria supone una ligera depreciación del peso en los próximos meses, y que el mayor crecimiento cerrará las holguras de capacidad durante 2019.

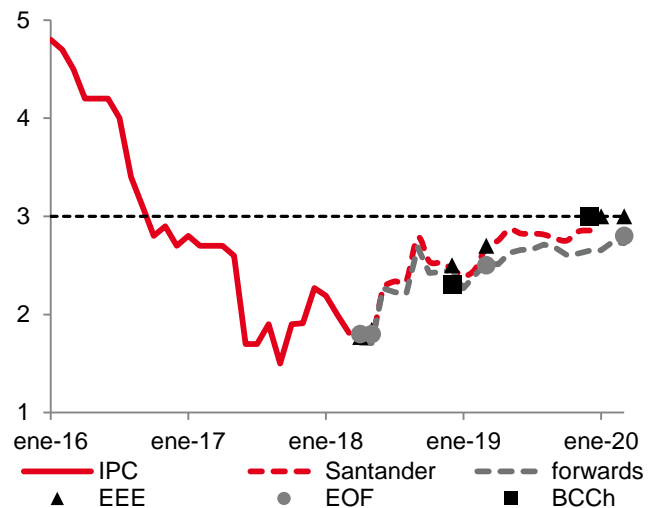
Dado lo anterior, nuestra proyección tiene un riesgo a la baja. El más importante está asociado a la dinámica del dólar a nivel internacional. En caso de debilitarse aun más, implicaría una nueva ronda de apreciación del peso lo que volvería a generar presiones a la baja en los precios. Eso, sumado a la evolución que vienen exhibiendo los salarios, podría llevar a la inflación a cerrar por debajo de 2% este año.

**Gráfico 35: Índice de remuneraciones y servicio doméstico (var. % a/a)**



Fuente: INE y Santander

**Gráfico 36: Proyección de inflación (var. anual, %)**



Fuente: Bloomberg, BCCh, INE y Santander

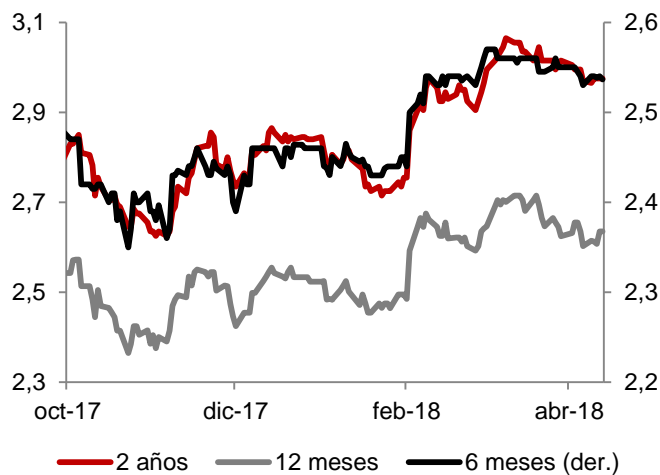
## Política monetaria se mantendrá en niveles actuales hasta comienzos del próximo año

Hasta comienzos de año, los bajos registros inflacionarios y algunas sorpresas negativas por el lado de la actividad habían llevado al mercado a internalizar la posibilidad de recortes en la Tasa de Política Monetaria (TPM). La sorpresiva variación de 0,5% del IPC de enero y la consolidación del repunte de

la economía, hicieron que rápidamente las tasas de mercado descontaran dicha posibilidad. Así, entre enero y febrero, las tasas swap a seis meses y a un año subieron más de 10 pb ubicándose en niveles coherente solo con movimientos al alza en la TPM.

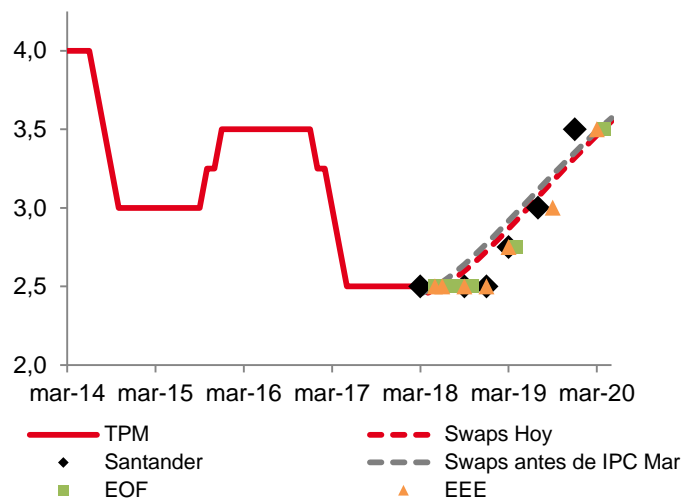
Si bien hasta la última RPM el Banco Central consideró como opción un recorte en la tasa —y un par de Consejeros estimaron que era una alternativa plausible— estimamos que la probabilidad que ello ocurra es muy baja. La recuperación de la economía y los rezagos con que opera la política monetaria, hacen que un mayor estímulo tenga el riesgo de llegar tarde y que deba ser retirado rápidamente. Varios Consejeros han señalado cierta aversión a una política monetaria muy activa, por los riesgos reputacionales de reversiones rápidas en la orientación de ésta y por la volatilidad que ello podría introducir en las tasas de mercado.

**Gráfico 37: Tasas swap (%)**



Fuente: Bloomberg y Santander

**Gráfico 38: Tasa de Política Monetaria (%)**



Fuente: BCCh, Bloomberg y Santander

Dado que la inflación se ubicará por varios meses en la parte baja del rango de tolerancia del Banco Central, estimamos que el Consejo optará por buscar imprimir un mayor impulso, comunicando la mantención de su tasa de política por un periodo prolongado en los niveles actuales. Ya en el último IPoM, el Consejo había señalado que mantendría el impulso monetario hasta que las condiciones macroeconómicas consolidaran la convergencia de la inflación al 3%. Además, el IPoM fue preciso en señalar que el proceso de alzas contemplado en el escenario base era coherente con las encuestas, que marcan la primera alza el primer trimestre de 2019, y no así con los precios de los activos —la curva *swap* tiene implícita un alza en la reunión de septiembre.

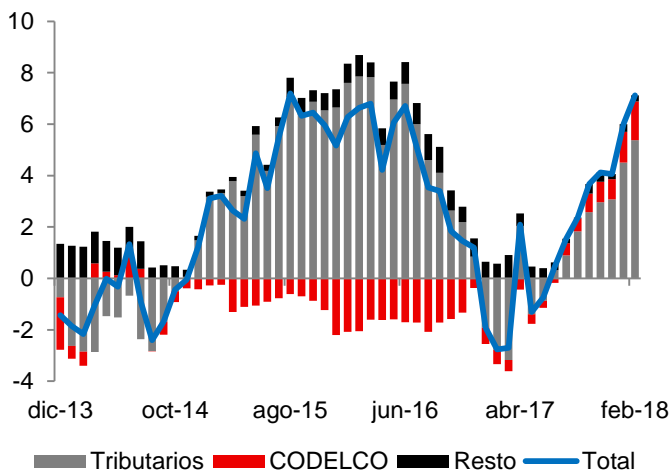
Concordamos en que, de darse el escenario para la inflación contenido en el IPoM, la TPM permanecerá en su nivel actual hasta el primer trimestre del próximo año, para continuar con incrementos graduales que llevarían la TPM a su nivel neutral (entre 4% y 4,5% según el BCCh) en 2020. En esta línea, las tasas *swap*—a un año y más—se han ido corrigiendo a la baja en las últimas semanas y comienzan a reflejar una normalización muy pausada del impulso monetario.

## El déficit fiscal se estabiliza y la deuda pública todavía es baja

Después de haber cerrado 2017 algo por sobre lo que se proyectaba, el déficit fiscal ha retrocedido en los dos primeros meses del año. Continuando con la tendencia observada en los últimos meses, los ingresos tuvieron una importante expansión en febrero (8% a/a), liderados la recaudación asociada a la minería. El gasto total ha tendido a reducir su ritmo de crecimiento (0,4% a/a en febrero) explicado por un importante freno en la inversión pública: el gasto de capital disminuyó 29,2% a/a, mientras el gasto corriente creció 4,5% a/a. De esta manera, el déficit fiscal en el año móvil terminado en febrero llegó a 2,5% del PIB, por debajo del 2,8% con el que cerró el año pasado.

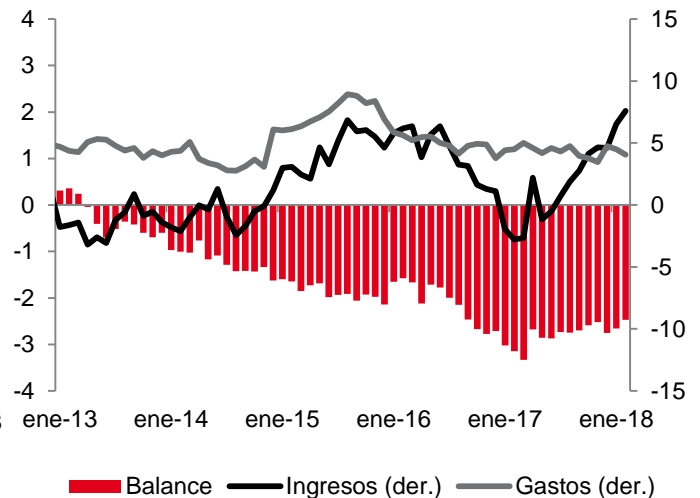
Esperamos que la tendencia al alza de los ingresos se mantenga en los próximos meses, tanto por la contribución que continuará haciendo la minería, como por la recaudación adicional del sector no minero. Esta última estará impulsada por el mayor dinamismo de la economía y los resultados de la operación renta, que debiesen reflejar una normalización de la base tributaria del impuesto de primera categoría y el alza en la tasa de impuesto, que llega a 27% para las firmas bajo el régimen semi-integrado.

**Gráfico 39: Ingresos del gobierno central total últimos doce meses (variación anual, %)**



Fuente: Dipres y Santander

**Gráfico 40: Ingresos, gastos y balance del gobierno central (variación anual y % del PIB)**



Fuente: Dipres y Santander

Por su parte, la deuda pública bruta alcanzó 23,6% a fines de 2017, algo menos que nuestra estimación. Este es el mayor nivel de deuda en los últimos 24 años (en 1993 llegó a 28,3%). De mantenerse una trayectoria de reducciones en el déficit público, estimamos que la deuda se comenzará a estabilizar en niveles algo por sobre 25% del PIB en los próximos años.

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS

### Sector externo

	2017	2018	2019
Cobre promedio (US\$/lb)	2,8	3,05	3,0
Petróleo WTI promedio (US\$/bbl)	51,0	59,0	55,0
Producto externo relevante (var. anual, %)	3,6	3,8	3,6
Términos de intercambio (var. anual, %)	9,0	2,4	-2,4

### Economía doméstica

	2017	2018	2019
PIB (var. anual, %)	1,5	3,5	3,3
Demanda interna (var. anual, %)	3,1	4,2	3,5
Inflación cierre año (%)	2,3	2,5	2,9
Inflación promedio año (%)	2,2	2,0	2,7
Desempleo promedio (%)	6,7	6,6	6,5
TPM cierre año (%)	2,5	2,5	3,3
Dólar cierre año (\$/US\$)	615,0	615,0	625,0
Dólar promedio año (\$/US\$)	650,0	603,0	620,0
Cuenta Corriente (PIB, %)	-1,2	-1,5	-1,8

Fuente: BCCh, INE y Santander

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS

### PIB por gasto (var. anual, %)

	2016	2017	2018	2019	1T 18	2T 18	3T 18	4T 18
Demanda Interna	1,3	3,1	4,2	3,7	4,0	4,4	4,4	3,8
Consumo Total	2,9	2,7	3,2	3,3	3,0	3,3	3,3	3,3
Consumo Privado	2,2	2,4	3,2	3,3	3,0	3,2	3,2	3,2
Bienes durables	4,8	10,5	9,1	8,1	8,0	10,0	9,2	9,1
Bienes no durables	1,8	2,3	2,5	2,9	2,4	2,5	2,6	2,6
Servicios	2,1	1,1	2,6	3,2	2,6	2,6	2,6	2,6
Consumo Gobierno	6,3	4,0	3,5	3,6	3,2	3,5	3,5	3,7
FBKF	-0,7	-1,1	4,7	4,6	2,5	5,1	5,5	5,4
Construcción y otras obras	-0,7	-4,6	4,3	4,5	1,3	4,9	5,5	5,0
Maquinaria y equipo	-0,8	5,1	5,4	4,8	4,7	5,2	5,5	6,0
Exportaciones	-0,1	-0,9	4,5	2,2	7,2	5,3	2,5	3,1
Importaciones	0,2	4,7	7,1	4,9	7,8	7,6	7,2	6,0
Var. de existencias (% del PIB)	-0,7	1,2	0,7	0,3	1,2	0,8	0,6	0,0
PIB	1,3	1,5	3,5	3,3	4,0	3,8	3,1	3,0
PIB Minero	-2,8	-2,0	5,0	2,8	18,0	8,0	-4,0	-2,0
PIB No Minero	1,6	1,8	3,2	3,3	3,0	3,6	3,3	2,9

Fuente: BCCh y Santander

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS

### PIB por sectores (var. anual, %)

	2016	2017	2018	2019
Agropecuario y silvícola	3,7	-2,5	2,3	3,0
Pesca	-12,3	20,7	-0,2	3,9
Minería	-2,8	-2,0	5,0	2,8
Industria manufacturera	-2,4	1,6	1,8	1,7
Electricidad, gas y agua	2,0	3,2	3,3	3,1
Construcción	2,8	-2,5	3,4	5,3
Comercio	2,5	3,6	4,3	4,4
Restaurantes y hoteles	0,3	1,2	2,3	3,4
Transporte	3,3	2,4	3,1	3,8
Comunicaciones	2,6	3,9	4,0	4,2
Servicios financieros	3,9	3,7	3,9	3,9
Servicios empresariales	-2,6	-1,9	1,8	2,7
Servicios de vivienda	3,0	2,9	3,5	3,7
Servicios personales	4,9	3,2	3,5	3,6
Administración pública	3,1	1,9	2,2	2,3
PIB	1,30	1,50	3,50	3,30

Fuente: BCCh y Santander







## Estudios

### DIVISIÓN FINANCIERA

**CLAUDIO SOTO / Economista Jefe**

 *claudio.soto.gamboa@santander.cl*

**MIGUEL SANTANA / Economista**

 *Miguelpatricio.santana@santander.cl*


**GABRIEL CESTAU / Economista**

 *gabriel.cestau@santander.cl*

**ÁLVARO GONZÁLEZ / Economista**

 *alvaro.gonzalez@santander.cl*

**FABIÁN SEPÚLVEDA / Economista**

 *fabian.sepulveda@santander.cl*

### CONTACTO



(56 2) 2320 1021

Accede a nuestros informes en:



<http://saladecomunicacion.santander.cl/estudios>

Este informe ha sido preparado sólo con el objetivo de brindar información a los clientes de Banco Santander Chile. No es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguna de las acciones o valores que en él se mencionan, cuyos valores de cotización son esencialmente variables, por lo que no es posible garantizar que la rentabilidad presente o pasada se mantenga o produzca en el futuro. Esta información y aquella en la que está basada, han sido obtenidas de fuentes que hasta donde podemos estimar nos parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles. Sin embargo, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe no serán necesariamente actualizadas y pueden ser modificadas sin previo aviso. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, requerirá de un análisis propio del cliente y será de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.

## GLOSARIO

**Abenomics:** se denomina así al conjunto de medidas de reestructuración económica que está llevando adelante el Gobierno de Japón cuyo primer ministro se apellida Abe.

**América Latina:** Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

**ANAC:** Asociación Nacional Automotriz de Chile.

**a/a:** es la variación con respecto al mismo período del año anterior.

**Balanza comercial:** resultado neto de las transacciones de bienes registradas en la balanza de pagos (Exportaciones FOB - Importaciones FOB).

**Balanza de pagos:** estado que registra las transacciones entre residentes y no residentes durante un período determinado.

**Bienes durables:** se definen como aquellos productos (o servicios) que una vez adquiridos pueden ser utilizados un gran número de veces a lo largo del tiempo. Son aquellos bienes reutilizables y que, aunque pueden acabar gastándose, no se consumen rápidamente como los bienes no duraderos.

**Bienes intermedios:** son bienes que agotan su proceso productivo, pudiendo ser o no adquiridos por otros agentes económicos que lo utilicen como una mercancía de consumo o una mercancía de inversión, es decir, ser utilizado durante varios períodos contables.

**Bienes no durables:** son definidos como bienes que son consumidos inmediatamente con un uso o un tiempo de vida menor a 3 años.

**Bloomberg:** es una compañía norteamericana que ofrece software financiero, datos y noticias.

**Bovespa:** el Índice Bovespa es un índice bursátil compuesto de unas 50 compañías que cotizan en la Bolsa de Sao Paulo. El índice está compuesto por los títulos de las empresas que suponen el 80% del volumen negociado en los últimos 12 meses y que fueron negociados por lo menos el 80% de los días de cotización. Es revisado trimestralmente, para mantener el grado de representación de todas las acciones negociadas en el mercado.

**Colocaciones:** operaciones realizadas por las instituciones financieras, destinadas al otorgamiento de un préstamo a personas naturales o jurídicas. Cada operación tiene asociado un monto, moneda, tasa de interés y plazo.

**Construcción:** es el proceso de armado de una estructura, cuyo tamaño puede variar desde una casa hasta un rascacielos o infraestructuras como un túnel o una carretera. Para ser considerado propiamente como tal, se debe disponer, antes de concretarse de un proyecto predeterminado y que se seguirá según unas determinadas directrices.

**Consumo gobierno:** es el gasto realizado por el Estado en sus diferentes instituciones en el ejercicio de sus actividades corrientes. En el cálculo se excluyen las compras de tierra y edificios para viviendas, que se contemplan como una forma de inversión (en bienes inmuebles).

**Consumo privado:** es el gasto realizado por las unidades familiares, las empresas privadas y las instituciones privadas sin ánimo de lucro residentes en un país. En el

cálculo se excluyen las compras de tierra y edificios para viviendas, que se contemplan como una forma de inversión (en bienes inmuebles).

**Credit Default Swap (CDS):** es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (CDS spread) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

**Cuenta Corriente:** es un apartado dentro de la balanza de pagos y recoge las operaciones reales (comercio de bienes y servicios) y rentas que se producen entre los residentes de un país y el resto del mundo en un período de tiempo dado.

**Déficit fiscal:** es el balance negativo entre los ingresos del gobierno y sus egresos.

**Demanda interna:** es la suma de consumo privado y de gobierno, inversión.

**Descalce cambiario:** diferencia entre pasivos y activos en moneda extranjera, menos posición neta en derivados (diferencia entre compra y venta de contratos derivados). Otro indicador que es la diferencia entre la deuda externa y la posición neta en derivados, escalado por exportaciones menos importaciones.

**Dow Jones:** se denomina índice bursátil Dow Jones al índice cuyo nombre real es Promedio Industrial Dow Jones (DJIA) que refleja el comportamiento del precio de la acción de las 30 compañías industriales más importantes y representativas de Estados Unidos.

**DXY:** es un índice que mide el valor del dólar estadounidense con relación a una canasta de monedas extranjeras.

**Economías avanzadas:** Alemania, Australia, Canadá, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido.

**Economías emergentes:** Brasil, China, India, México, Rusia, Turquía.

**Encuesta de Expectativas Económicas:** encuesta realizada por el Banco Central con periodicidad mensual cuyo objetivo es monitorear la evolución de las expectativas de mercado respecto de las principales variables macroeconómicas, de modo de complementar la información disponible para el diseño de la política monetaria. A estos efectos se utilizan las estimaciones de diversas instituciones y profesionales independientes.

**Encuesta de Operadores Financieros:** encuesta realizada por el Banco Central con periodicidad quincenal cuyo objetivo es monitorear la evolución de las expectativas de mercado respecto de las principales variables financieras, de modo de complementar la información disponible para el diseño de la política monetaria. A estos efectos se utilizan las estimaciones de diversas instituciones y profesionales independientes.

**Eurozona:** es el conjunto de Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda oficial (19 Estados), formando así una unión monetaria. Los 19 Estados son: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal.

**Exportaciones:** Es cualquier bien o servicio enviado fuera del territorio nacional. La exportación es el tráfico legítimo de bienes y/o servicios desde un territorio aduanero hacia otro territorio aduanero.

**Fed:** es un modo de referirse a la autoridad monetaria de los EE.UU. que es llamada Reserva Federal.

**FOMC:** *Federal Open Market Committe* es la Reunión de Política Monetaria de la Fed.

**Fondo Monetario Internacional (FMI):** es una institución internacional que en la actualidad reúne a 188 países, y cuyo papel, según sus estatutos, es: «fomentar la cooperación monetaria internacional; facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional; fomentar la estabilidad cambiaria; contribuir a establecer un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes entre los países miembros y eliminar las restricciones cambiarias que dificulten la expansión del comercio mundial.

**Formación bruta de capital fijo:** mide el valor de las adquisiciones de activos fijos nuevos o existentes menos las cesiones de activos fijos realizados por el sector empresarial, los gobiernos y los hogares (con exclusión de sus empresas no constituidas en sociedad).

**GSCI:** es un índice de *commodities* que contiene tantos productos como sea posible, con algunas reglas excluyendo ciertos productos básicos para mantener la liquidez en los mercados de futuros subyacentes. El índice se compone actualmente de 24 productos básicos de todos los sectores de las materias primas - productos energéticos, metales industriales, productos agrícolas, productos animales y metales preciosos.

**Imacec:** el Índice Mensual de Actividad Económica (Imacec) es una estimación que resume la actividad de los distintos sectores económicos en un determinado mes, a precios del año anterior encadenados, de acuerdo a la nueva metodología en base a la compilación de referencia 2008. Su variación interanual constituye una aproximación de la evolución mensual del Producto Interno Bruto (PIB).

**Imacec desestacionalizado:** es el Imacec, excluyendo el efecto estacional y calendario. El cálculo se realiza según el modelo X - 12 Arima.

**Imacec de tendencia cíclica:** corresponde a la serie desestacionalizada sin el componente irregular.

**Importaciones:** son el transporte legítimo de bienes y servicios del extranjero los cuales son adquiridos por un país para distribuirlos en el interior de este.

**Inflación:** es el aumento generalizado y sostenido de los precios de los bienes y servicios existentes en el mercado durante un período de tiempo. Se calcula mediante variaciones de una Canasta de consumo familiar básico.

**Ingreso nacional bruto disponible:** este indicador equivale al Producto Interno Bruto más los ingresos primarios netos recibibles o pagables del/al resto del mundo más las transferencias corrientes netas del/al resto del mundo. El Ingreso Nacional Disponible puede ser destinado al consumo o al ahorro.

**Inventario:** es una relación detallada, ordenada y valorada de los elementos que componen el patrimonio de una empresa.

**Inversión extranjera directa:** inversión que le confiere control o un grado significativo de influencia sobre la

gestión de una empresa que es residente de otra economía.

**Inversión extranjera de cartera:** posiciones transfronterizas que implican títulos de deuda o de participación en el capital emitidos por residentes, distintos de los incluidos en la inversión directa o los activos de reserva comprende.

**IPC:** el índice de precios al consumidor mide la variación de precios de una canasta fija de bienes y servicios de un hogar urbano.

**IPCSAE:** IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos permaneciendo 72% de la canasta total.

**IPCX:** IPC excluyendo alimentos perecibles y combustibles.

**IPCX1:** IPCX excluyendo efectos de tarifas reguladas e impuestos específicos.

**IPP:** el índice de precios al productor se define como el precio de los bienes y servicios que empresas venden a otras empresas. Este precio se compone de un promedio ponderado de un conjunto de bienes y servicios en los mercados de mayoristas.

**IPSA:** el Índice de Precio Selectivo de Acciones es el principal índice bursátil de Chile; es elaborado por la Bolsa de Comercio de Santiago. Corresponde a un indicador de rentabilidad de las 40 acciones con mayor presencia bursátil, siendo dicha lista revisada anualmente. En su cálculo el índice considera todas las variaciones de capital de cada acción incluida en el índice, ponderada por el peso relativo de cada una de ellas, siendo dicho peso calculado a partir de una fórmula que considera, tanto la capitalización bursátil, como el número de transacciones y el *free float*.

**IREM:** Índice de Remuneraciones. Corresponde a un promedio de la remuneración por hora pagada, ponderado por el número de horas ordinarias de trabajo.

**IREMX:** IREM excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

**IVCM:** el Índice de Ventas de Comercio al por Menor tiene por objetivo estimar en el corto plazo la evolución de la actividad económica del comercio minorista, a través de las ventas de las empresas que se clasifican en esta actividad y operan dentro del territorio nacional.

**Liquidez:** *test ácido* o razón entre activos corrientes menos existencias y pasivos corrientes.

**Maquinaria y equipo:** bienes que se utilizan para elaborar y ensamblar otros bienes; para prestar un servicio de carácter productivo y que no se consume en un sólo ciclo de producción.

**Masa salarial:** es el producto del número de ocupados y el Índice de remuneraciones real.

**m/m:** es la variación con respecto al mes anterior.

**Nairu:** es un acrónimo derivado de la expresión inglesa *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* (Tasa de desempleo no aceleradora de la inflación), también denominada como tasa natural de desempleo. En términos de producción, la NAIRU se corresponde con la producción potencial, que es el máximo nivel que el Producto Interior Bruto puede mantener de forma sostenida en el tiempo.

**Petróleo Brent:** el Brent es un tipo de petróleo que se extrae principalmente del Mar del Norte. Marca la referencia en los mercados europeos.

**Petróleo de esquisto:** o *shale oil*, es un petróleo no convencional producido a partir de esquistos bituminosos mediante pirolisis, hidrogenación, o disolución térmica. Estos procesos convierten a la materia orgánica contenida dentro de la roca (querógeno) en petróleo sintético y gas.

**Petróleo WTI:** el petróleo WTI (*West Texas Intermediate o Texas Light Sweet*) es un tipo de petróleo que se extrae en Texas (EE.UU.). El precio del petróleo WTI es utilizado como referencia en el mercado norteamericano.

**PIB resto:** corresponde a los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

**PIB RRNN:** recursos naturales. Corresponde a los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

**PMI:** el *Purchasing Managers Index* es un indicador mensual sobre el estado de la economía, que se basa en cinco otros indicadores: nuevas órdenes de producto, nivel de los inventarios, producción, entrega de insumos y las condiciones de empleo. Existen tres tipos de PMI, está el de manufacturas y servicios, que son sectoriales. El tercer es el *composite* o compuesto el cual es de carácter más general.

**Políticas monetarias no convencionales:** conocidas también como QE por sus siglas en inglés. Es un programa de compras de instrumentos de deuda por parte de la autoridad monetaria para inyectar mayor liquidez al mercado.

**Producto Interno Bruto:** es el valor monetario de la producción de bienes y servicios de demanda final de un país (o una región) durante un período determinado de tiempo (normalmente un año).

**Riesgo de crédito:** es la posibilidad de que un deudor bancario o contraparte no pueda cumplir sus obligaciones contractuales, ya sea, de intereses o capital.

**Riesgo de liquidez:** es el riesgo de que una contraparte (o participante en el sistema de pagos) no pueda cumplir con sus obligaciones al momento de su vencimiento, aunque podría hacerlo en el futuro. Por lo tanto, el riesgo de liquidez no necesariamente implica que la contraparte sea insolvente.

**Riesgo de mercado:** Es la pérdida potencial en el valor de las posiciones netas de una entidad financiera, por los movimientos adversos en los precios de mercado.

**Riesgo de moneda:** exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en el valor de las monedas extranjeras, en que están expresados los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance

**Riesgo de tasas de interés:** exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en las tasas de interés y que afectan el valor de los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance.

**QE:** *Quantitative easing*. Es un programa de compras de instrumentos de deuda por parte de la autoridad monetaria para inyectar mayor liquidez al mercado.

**Selic:** es el nombre de tasa de política monetaria del Banco Central de Brasil.

**Servicios:** son un conjunto de actividades que buscan responder a las necesidades de un cliente; se define un marco en donde las actividades se desarrollarán con la idea de fijar una expectativa en el resultado de éstas. Es el equivalente no material de un bien. Un servicio se diferencia de un bien (físico o intangible) en que el primero se consume y se desgasta de manera.

**Shadow banking:** en español es la banca en la sombra o sistema bancario en la sombra y se refiere al conjunto de entidades financieras, infraestructura y prácticas que sustentan operaciones financieras que ocurren fuera del alcance de las entidades de regulación nacionales.

Incluye entidades como *hedge funds*, fondos del mercado de capitales, casas de empeño y vehículos de inversión estructurados (SIV por sus siglas en inglés).

**Spread soberanos:** diferencial entre la tasa de interés de un bono del tesoro estadounidense y la tasa de interés instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de un país en moneda local o extranjera.

**Swap:** contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras. Uno de los contratos de swap más comunes es el de tasa de interés, en el cual se intercambian flujos definidos a una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, por flujos definidos a una tasa variable.

**S&P 500:** el índice Standard & Poor's 500 se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que poseen acciones que cotizan en las bolsas NYSE o NASDAQ.

**TCR:** tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

**Términos de Intercambio** o Relación real de intercambio: En inglés es conocido como *terms of trade*, (ToT) es un término utilizado en economía y comercio internacional, para medir la evolución relativa de los precios de las exportaciones y de las importaciones de un país t/t: es la variación con respecto al trimestre anterior.

**Valor agregado bruto:** valor bruto de la producción de los productores de mercado y de no mercado en valores a precios de productor, menos los valores a precio de comprador del consumo intermedio. Es equivalente a la suma de remuneraciones, impuestos indirectos netos de subvenciones, asignación para el consumo de capital fijo y excedente de operación de los establecimientos productores.

**Volatility Index (VIX):** calculado por el *Chicago Board of Trade*, es el índice más utilizado para medir la volatilidad general de los mercados a nivel internacional. Mide la volatilidad implícita que se está negociando en las opciones sobre el índice S&P 500.

**Yield:** rendimiento de los instrumentos de deuda financiera.



## ABREVIACIONES

<b>Achef:</b> Asociación Chilena de Empresas de <i>Factoring</i> .	<b>IEF:</b> Informe de Estabilidad Financiera.
<b>AFP:</b> Administradoras de Fondos de Pensiones.	<b>Imacec:</b> Indicador Mensual de Actividad Económica.
<b>ANAC:</b> Asociación Nacional Automotriz de Chile.	<b>IMCE:</b> Indicador mensual de confianza empresarial.
<b>BCE:</b> Banco Central Europeo.	<b>INE:</b> Instituto Nacional de Estadísticas.
<b>BCS:</b> Bolsa de Comercio de Santiago.	<b>IPC:</b> Índice de precios al consumidor.
<b>BCP:</b> Bonos del BCCh en pesos.	<b>IPCB:</b> Índice de precios al consumidor de bienes.
<b>BCU:</b> Bonos de BCCh reajustables en UF.	<b>IPCNT:</b> Índice de precios al consumidor de no transables.
<b>BIS:</b> <i>Bank for International Settlements</i> .	<b>IPCS:</b> Índice de precios al consumidor de servicios.
<b>BML:</b> Bolsa de Metales de Londres.	<b>IPCT:</b> Índice de precios al consumidor de transables.
<b>CDS:</b> <i>Credit Default Swap</i> .	<b>IPCSAE:</b> Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía.
<b>CMF:</b> Comisión para el Mercado Financiero.	<b>IPEC:</b> Índice de confianza de consumidores.
<b>DCV:</b> Depósito Central de Valores.	<b>IPoM:</b> Informe de Política Monetaria.
<b>DPF:</b> Depósito a plazo fijo.	<b>IPSA:</b> Índice de Precios Selectivo de Acciones.
<b>DECPR:</b> Deuda Externa de Corto Plazo Residual.	<b>LGB:</b> Ley General de Bancos.
<b>DXY:</b> Dólar internacional.	<b>MSCI:</b> Morgan Stanley Capital International.
<b>ECB:</b> Encuesta de crédito bancario.	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto.
<b>EEE:</b> Encuesta de expectativas económicas.	<b>PIIN:</b> Posición de Inversión Internacional Neta.
<b>EE.UU.:</b> Estados Unidos de Norteamérica.	<b>RPM:</b> Reunión de Política Monetaria.
<b>EMBI:</b> <i>Emerging Market Bond Index</i> .	<b>SBIF:</b> Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
<b>Enami:</b> Empresa Nacional de Minería.	<b>SIC:</b> Sistema Integrado Central.
<b>EOF:</b> Encuesta de operadores financieros.	<b>SII:</b> Servicio de Impuestos Internos.
<b>FFR:</b> <i>Federal Fund Rate</i> (Tasa de política de la Reserva Federal de Estados Unidos).	<b>SING:</b> Sistema Integrado Norte Grande.
<b>FMI:</b> Fondo Monetario Internacional.	<b>SP:</b> Superintendencia de Pensiones.
<b>FSI:</b> <i>Financial Soundness Indicators</i> .	<b>SuSeSo:</b> Superintendencia de Seguridad Social.
<b>FP:</b> Fondos de Pensiones.	<b>SVS:</b> Superintendencia de Valores y Seguros.
<b>FRP:</b> Fondo de Reserva de Pensiones.	<b>TMC:</b> Tasa Máxima Convencional.
<b>IAC:</b> Índice de actividad del comercio.	<b>TPM:</b> Tasa de política monetaria.
<b>IACM:</b> Índice de actividad del comercio minorista.	<b>VIX:</b> <i>Volatility Index</i> .
<b>ICI:</b> Índice de Cuota Impaga.	
<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa.	