



# Evolución del escenario macroeconómico nacional e internacional

Sebastián Claro  
Consejero



## Principales desarrollos de los últimos meses

---

- Internacional:
  - Continúa la recuperación en Estados Unidos mientras otros países desarrollados muestran dificultades. La normalización del crecimiento en China continúa su curso, mientras economías emergentes se corrigen a la baja.
  - Ha habido episodios de inestabilidad financiera, los que posiblemente volverán.
  - Los precios de los *commodities* han bajado de manera importante.
- Domésticos:
  - Desaceleración de la actividad continúa de la mano con un importante ajuste de la inversión.
  - La depreciación cambiaria ha impactado la inflación.
  - Perspectivas de una recuperación gradual hacia 2015.

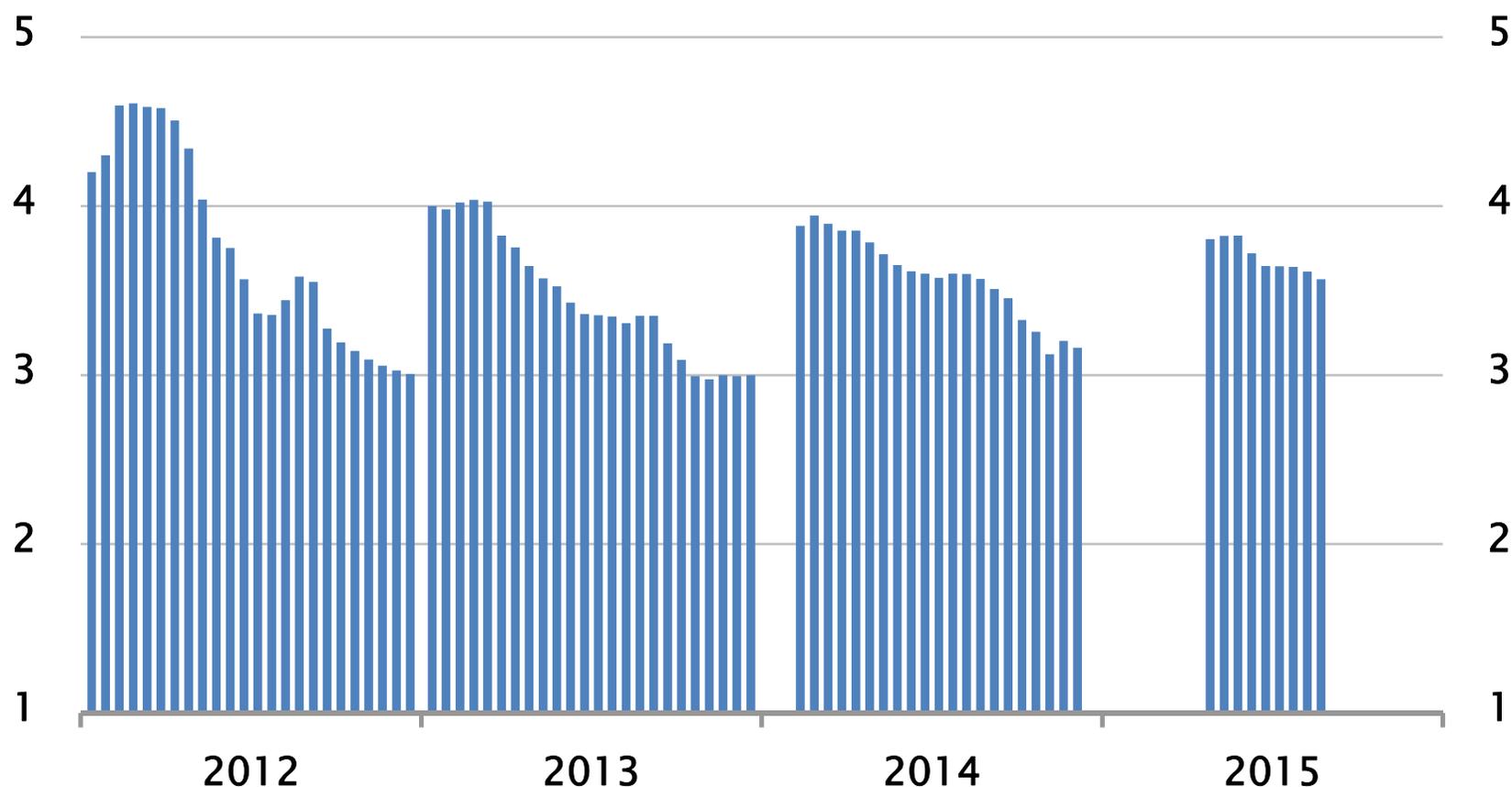


# Escenario internacional



Las proyecciones de crecimiento mundial se han corregido a la baja persistentemente desde 2012, reflejando la difícil recuperación en DMs y la debilidad en EMs.

Proyección de crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)

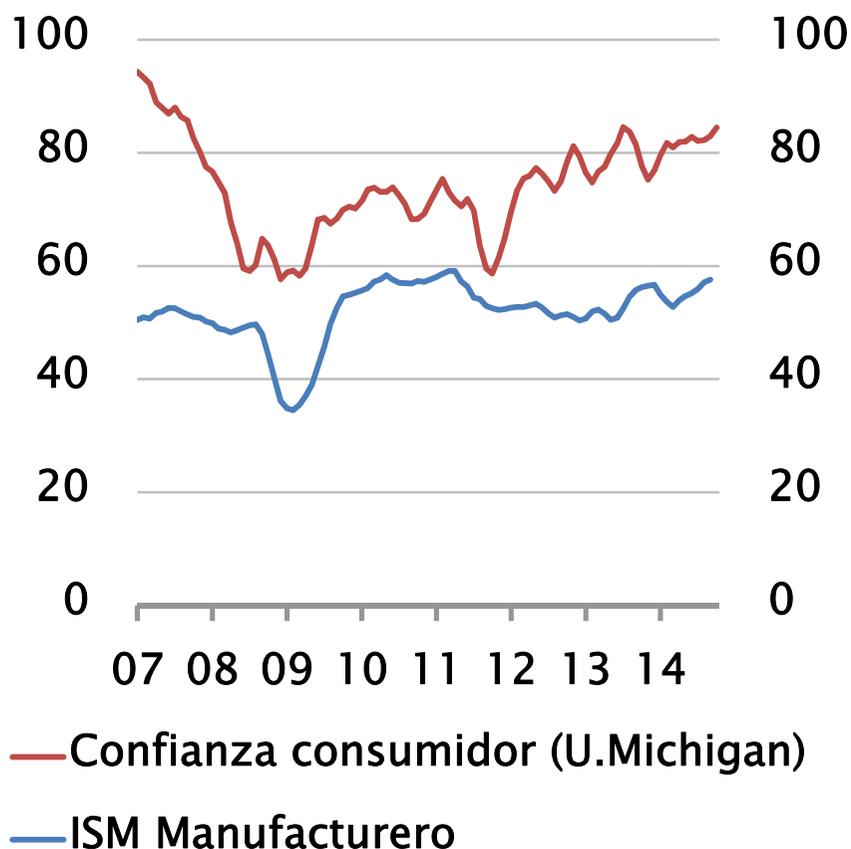


(\*) Cada barra corresponde a la proyección de Consensus Forecasts para el año en cuestión, partiendo desde enero del año anterior. Fuentes: Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

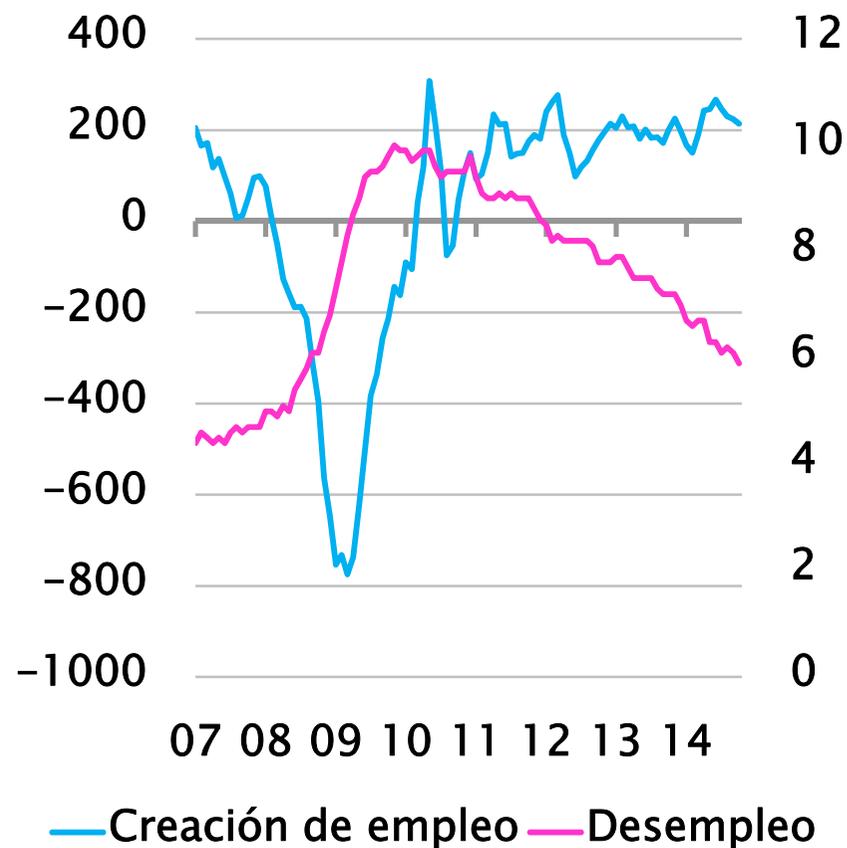


## En Estados Unidos la recuperación se ve más sólida

EE.UU.: Expectativas  
(índice de difusión)



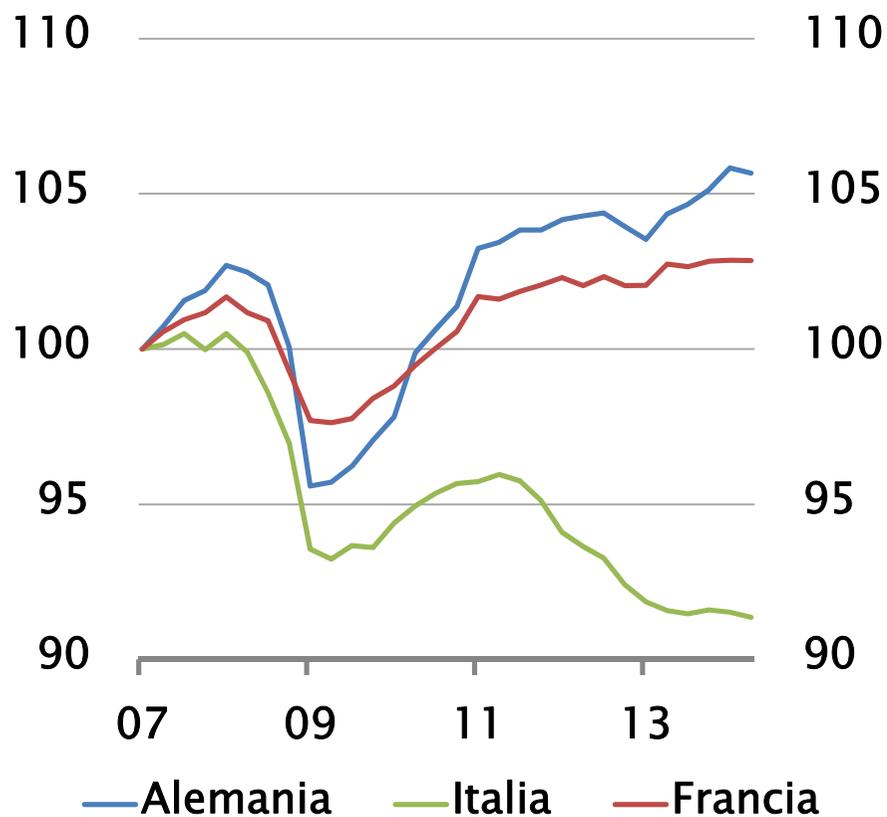
EE.UU.: mercado laboral  
(miles de personas; porcentaje)



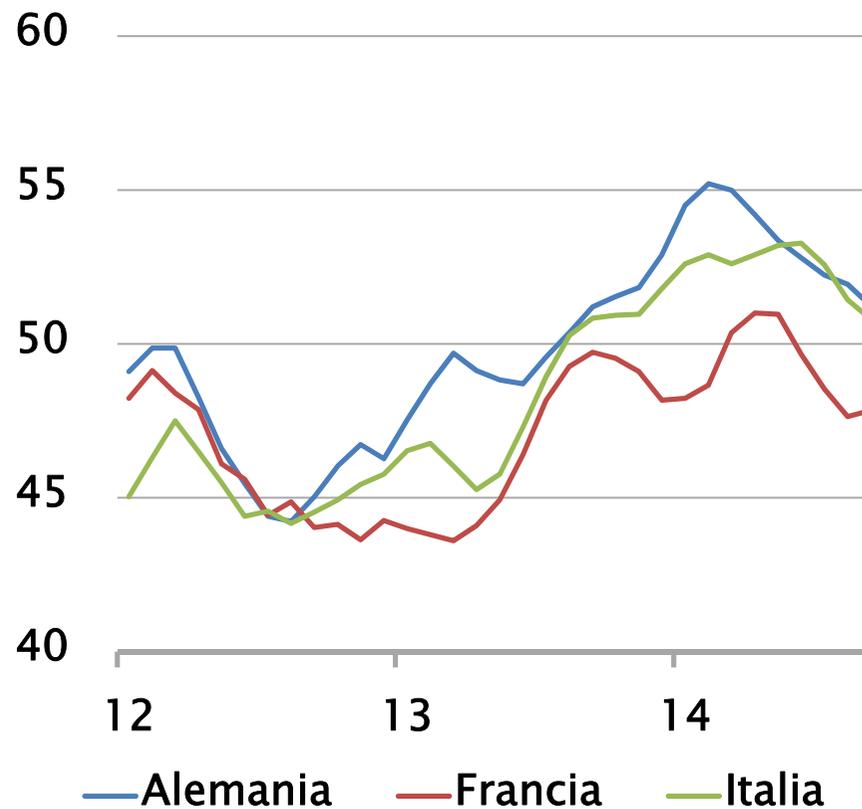


Mientras que en otros países desarrollados persiste y se acentúa la debilidad.

Producto interno bruto  
(índice 1t07=100)



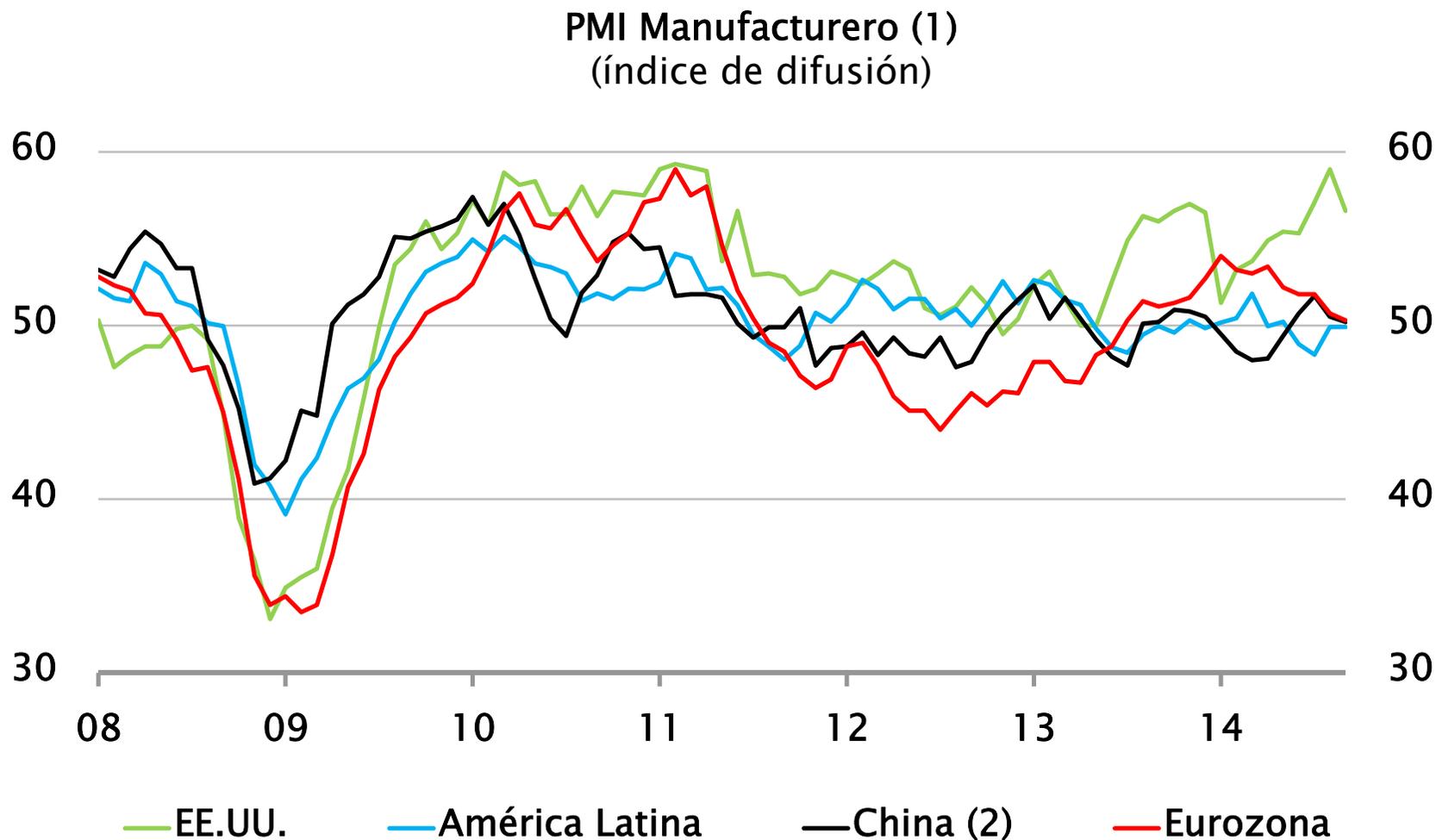
PMI manufacturero  
(índice de difusión, pivote = 50)







Resalta la dicotomía entre los datos positivos de EE.UU. y la debilidad en Europa, Japón y las economías emergentes.



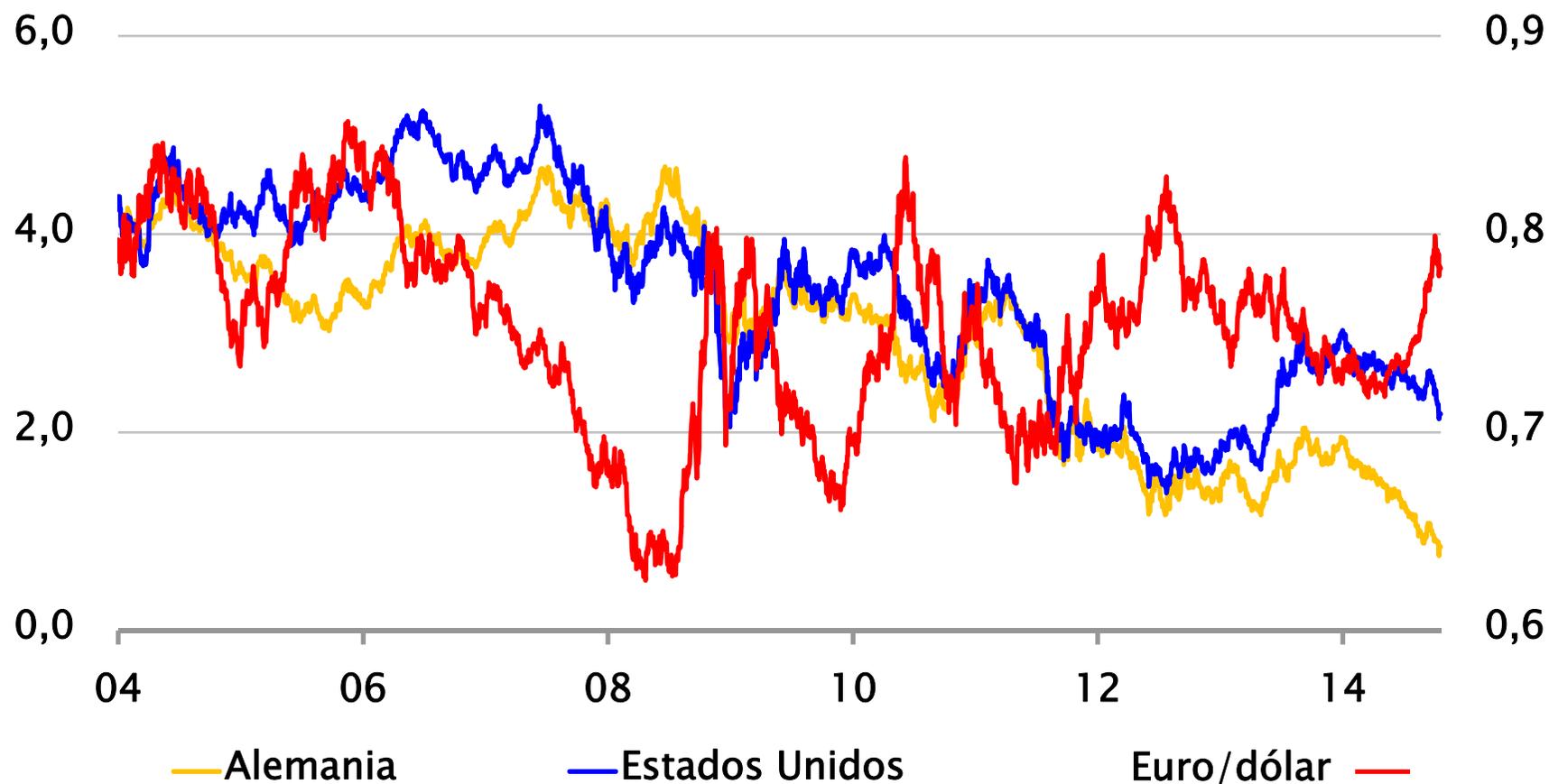
(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Índice estimado por HSBC.

Fuente: Bloomberg.



La recuperación en Estados Unidos debiera ampliar la brecha de tasas con Europa, con la consiguiente apreciación del USD.

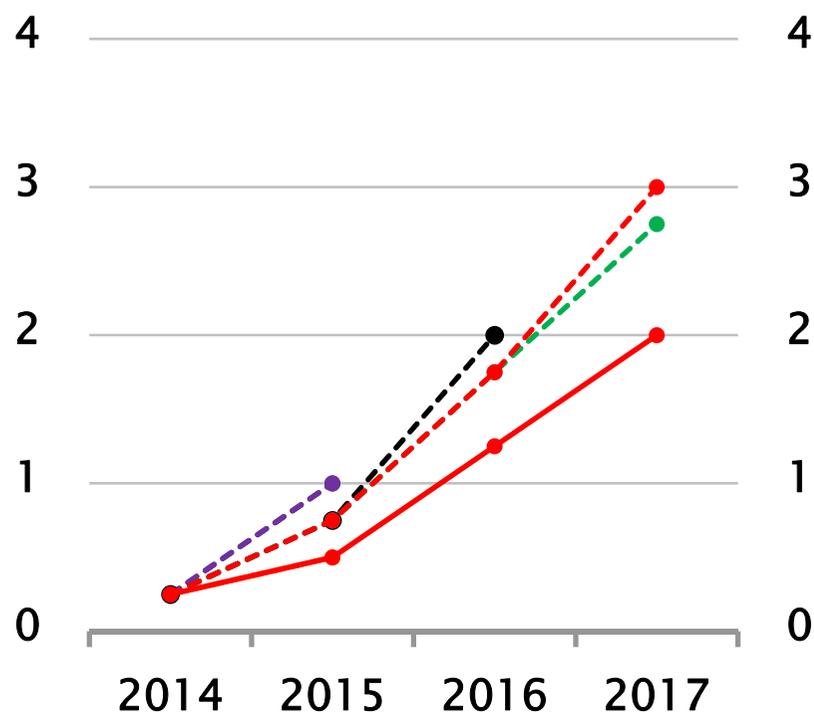
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo y paridad euro/dólar  
(porcentaje; euros por dólar)





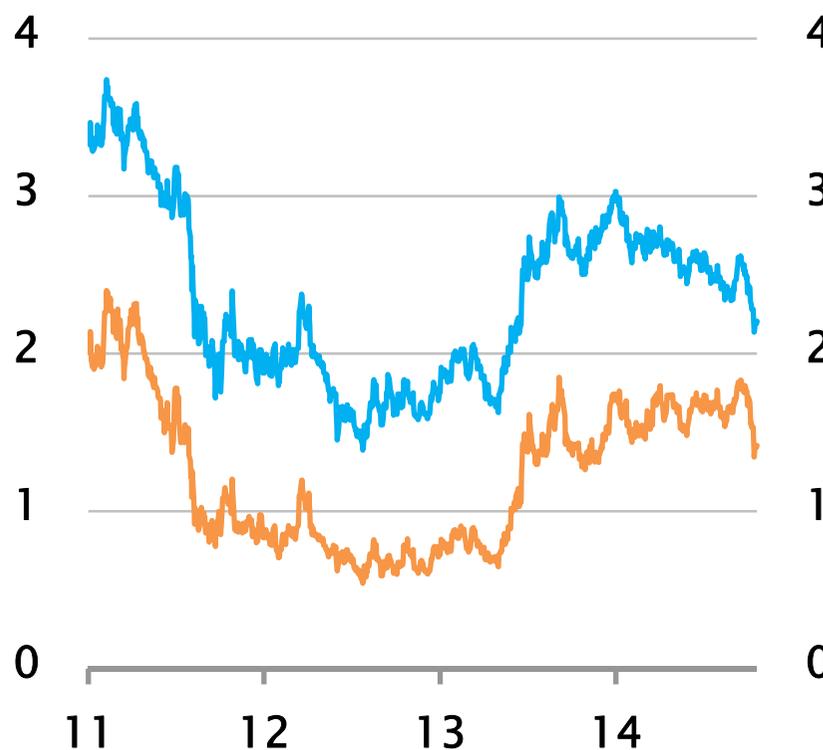
En este contexto, el mercado ha ido anticipando una salida más lenta de la FED, lo que ha presionado a la baja a las tasas largas.

Expectativas para la tasa Fed fund (\*)  
(porcentaje)



— Sep.13    - - Sep.14    — Spot  
- - Jun.14

Tasas largas en EE.UU.  
(porcentaje)



— 5 años    — 10 años

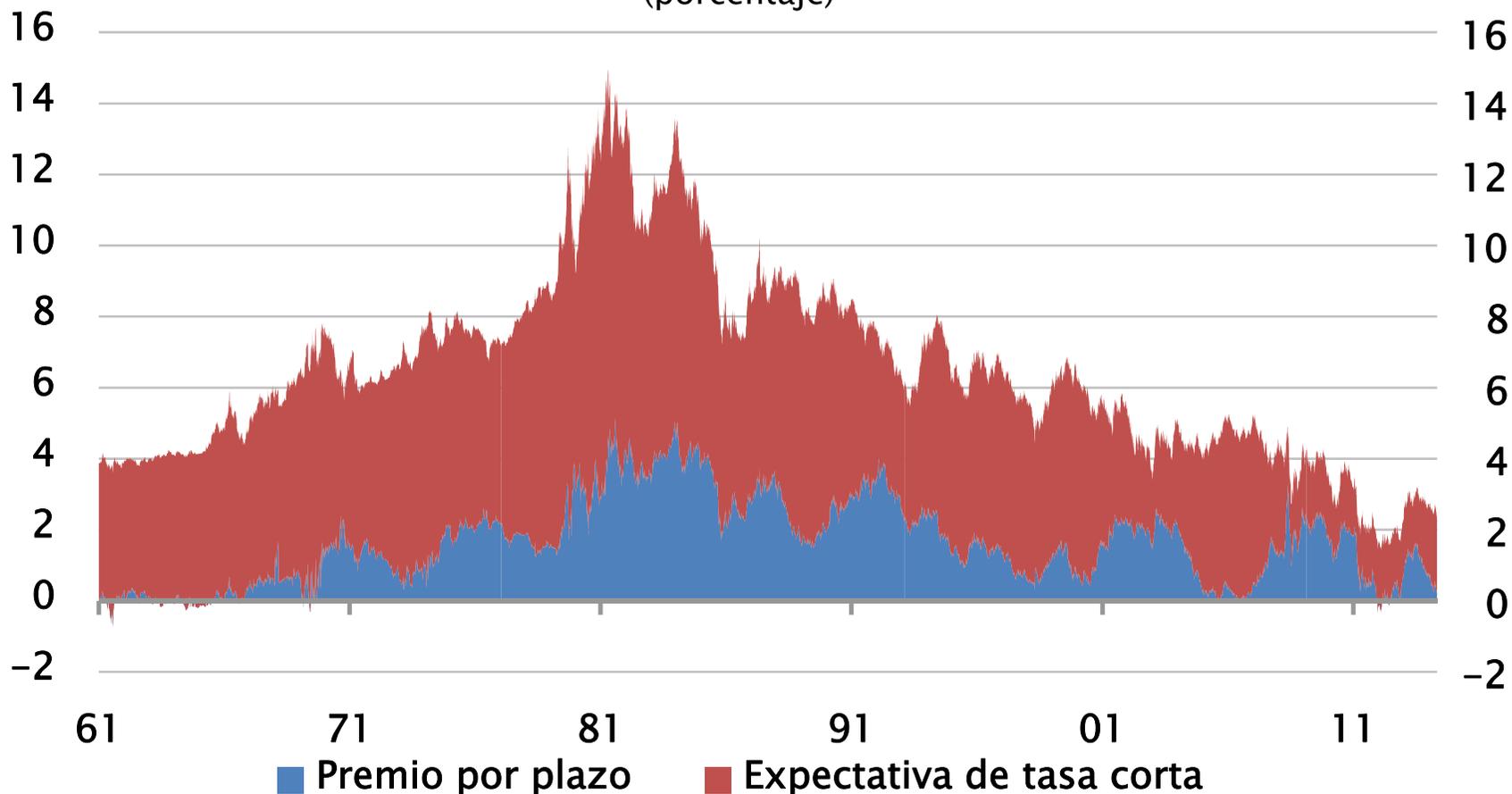
(\*) Considera futuros de tasas.

Fuente: Bloomberg.



Desde una perspectiva histórica, la caída de las tasas largas en EE.UU. se relaciona con las expectativas respecto de la política monetaria y con menores premios por plazo.

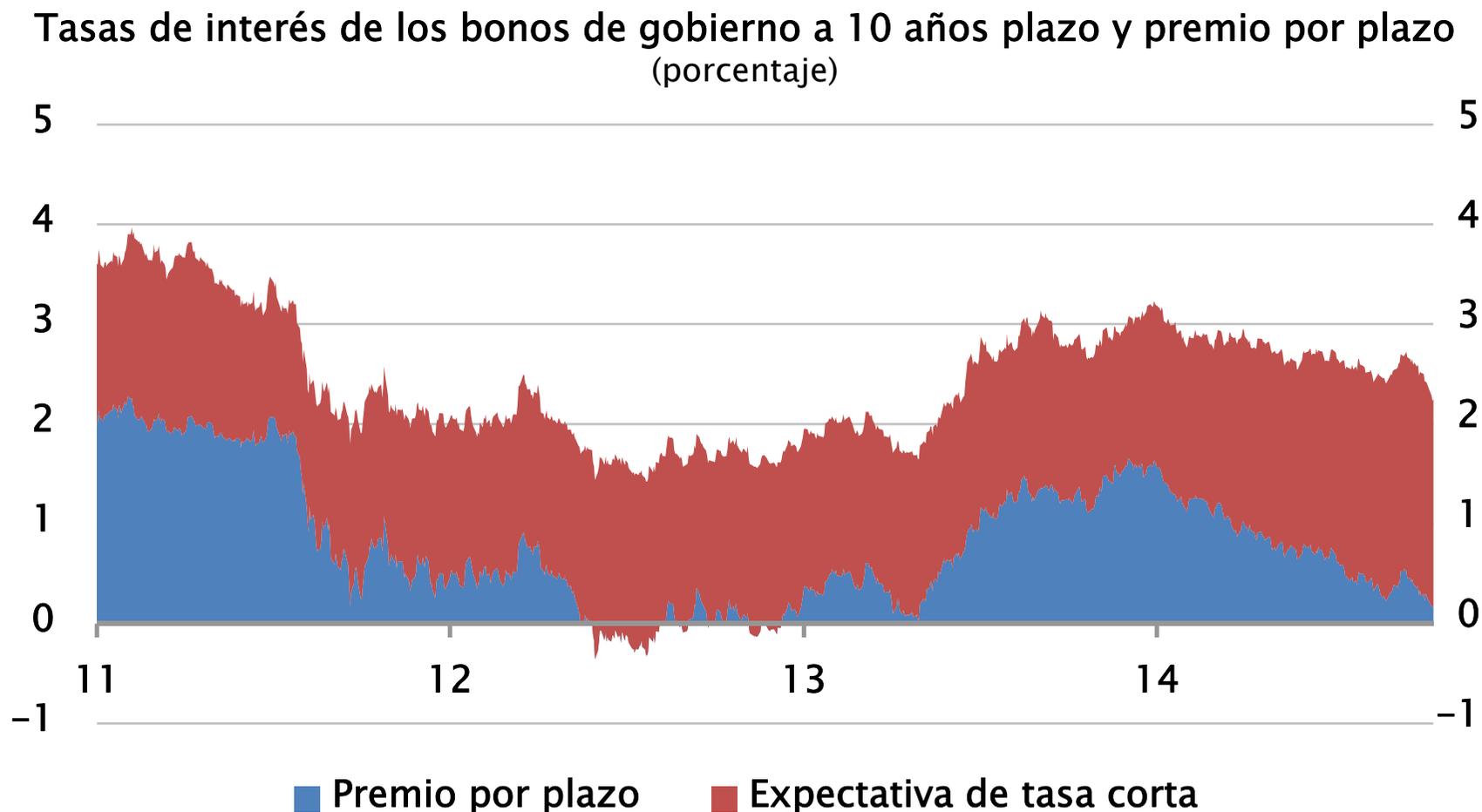
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo y premio por plazo (porcentaje)



Fuente: Tobias Adrian, Richard K. Crump, and Emanuel Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions," *Journal of Financial Economics* 110(1): 110-38 .



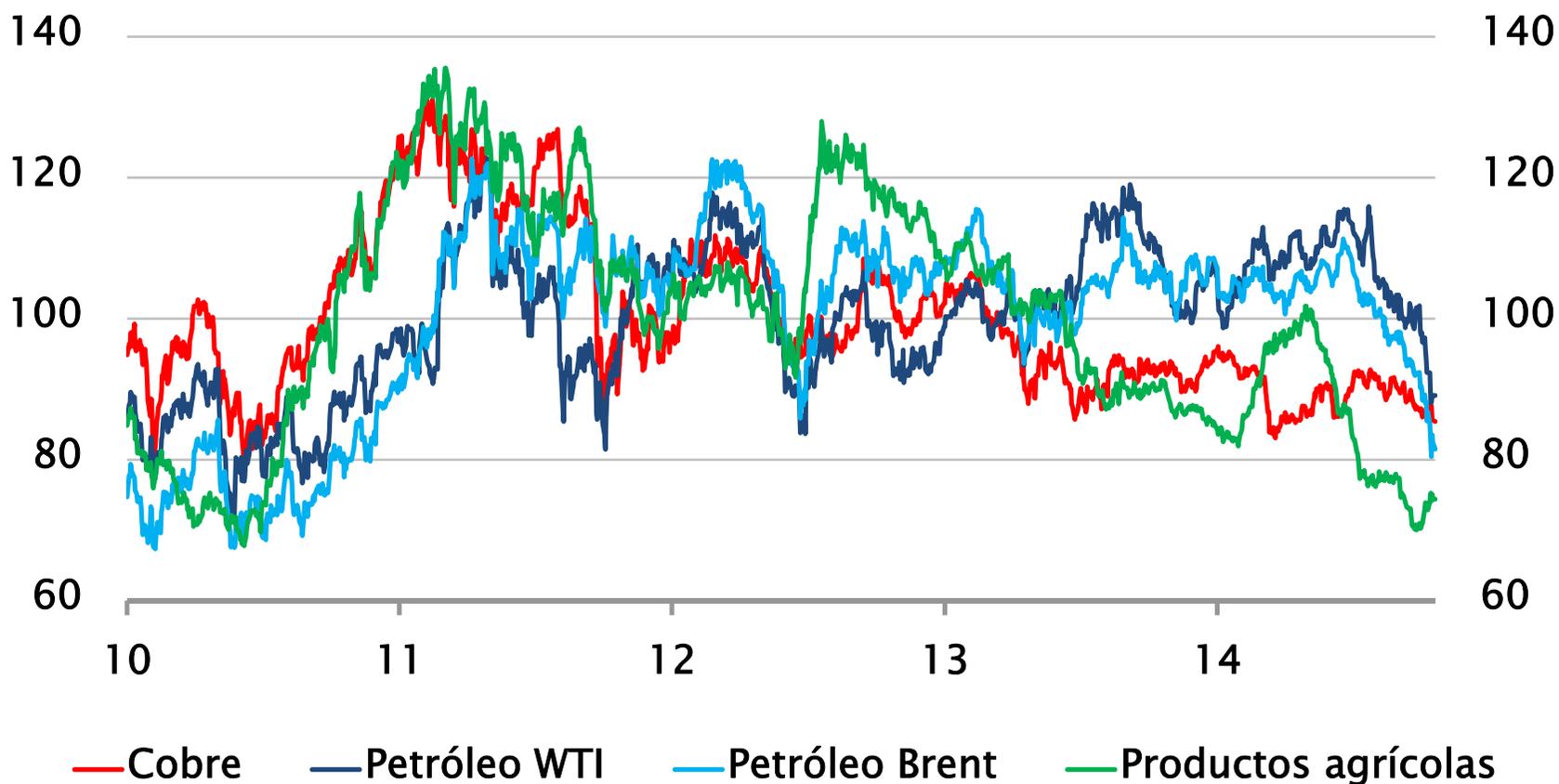
En el último tiempo, las fluctuaciones en los premios por plazo anticipan un escenario de volatilidad en las tasas externas durante el proceso de normalización monetaria.





## Los precios de las materias primas – especialmente el petróleo – se han ajustado en los últimos meses.

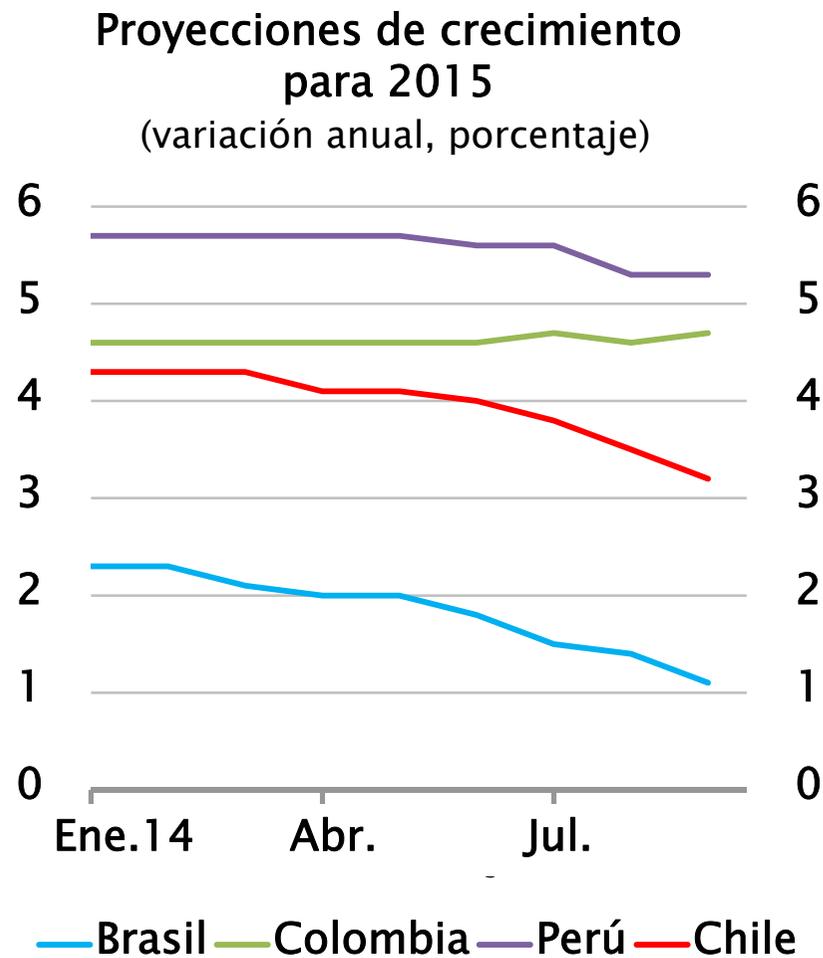
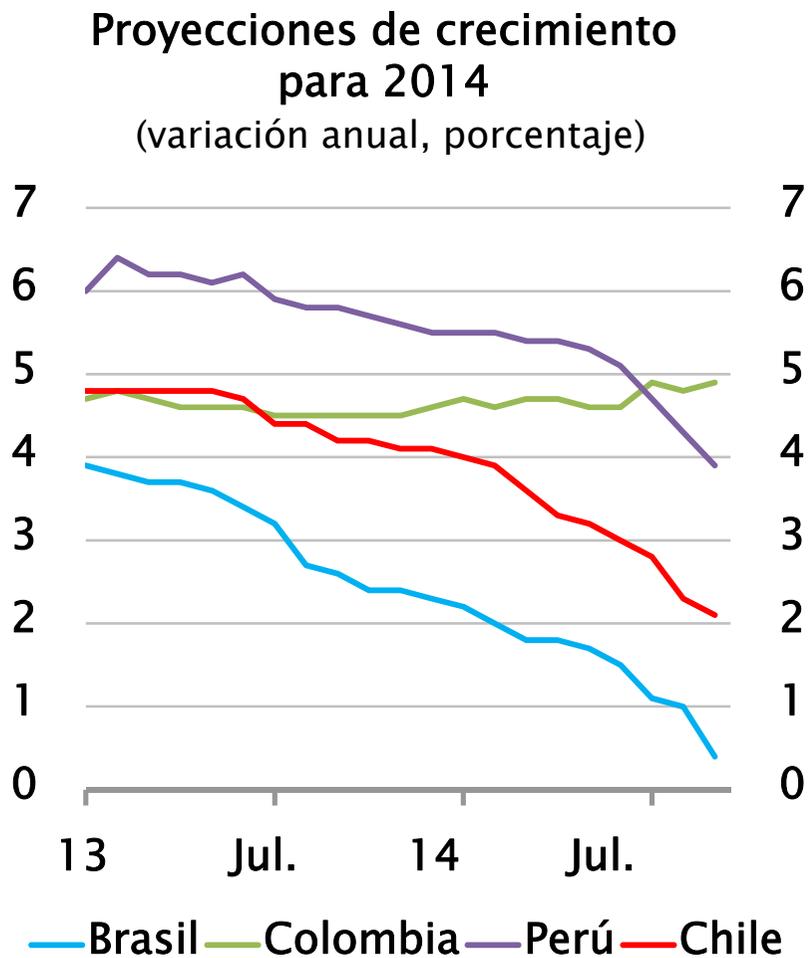
Precio de las materias primas (\*)  
(índice 2010-2014=100)



(\*) Productos agrícolas corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.



# Países latinoamericanos han corregido a la baja sus perspectivas de crecimiento, aunque se observa más heterogeneidad hacia 2015.

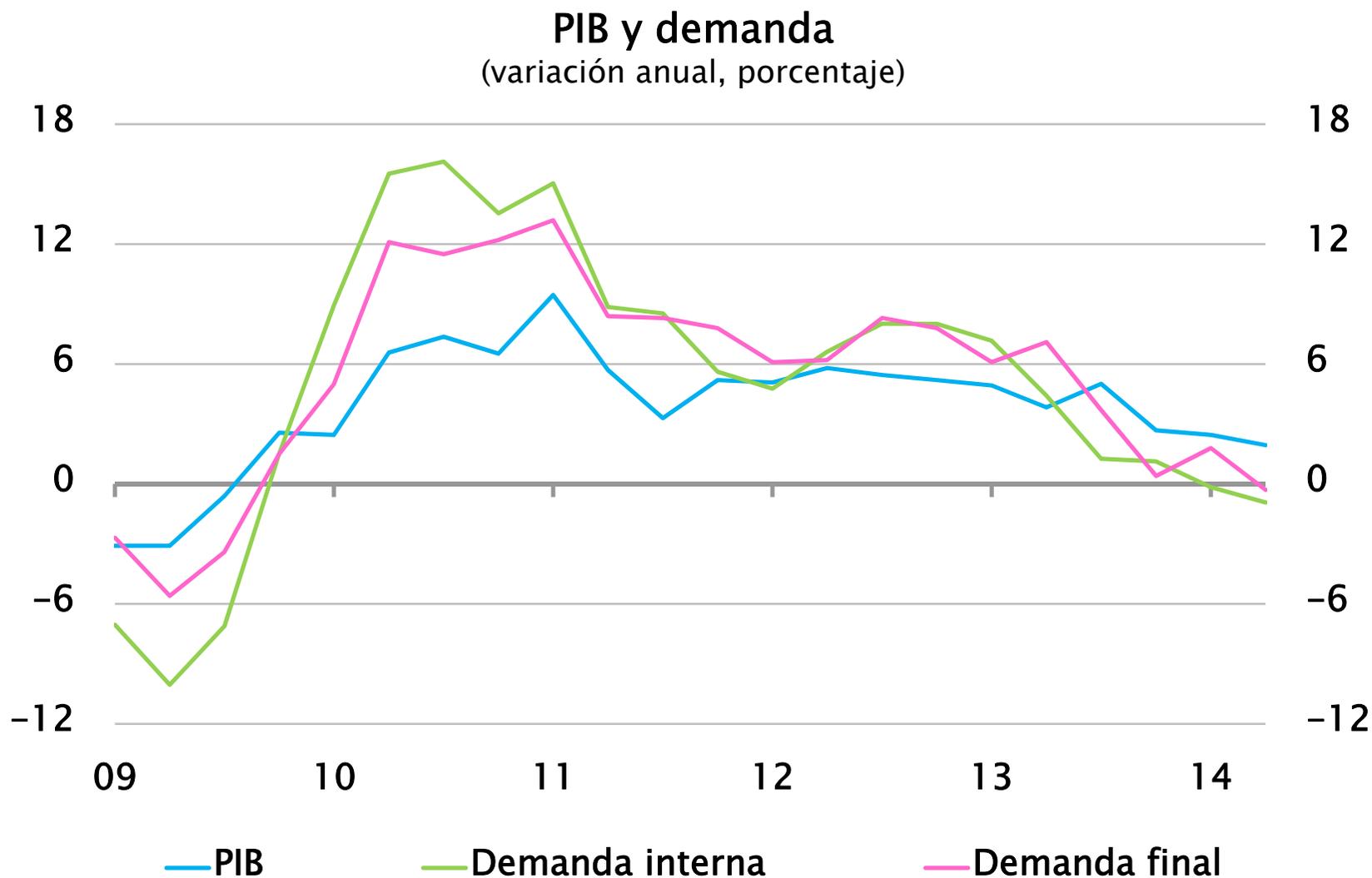




# Escenario interno



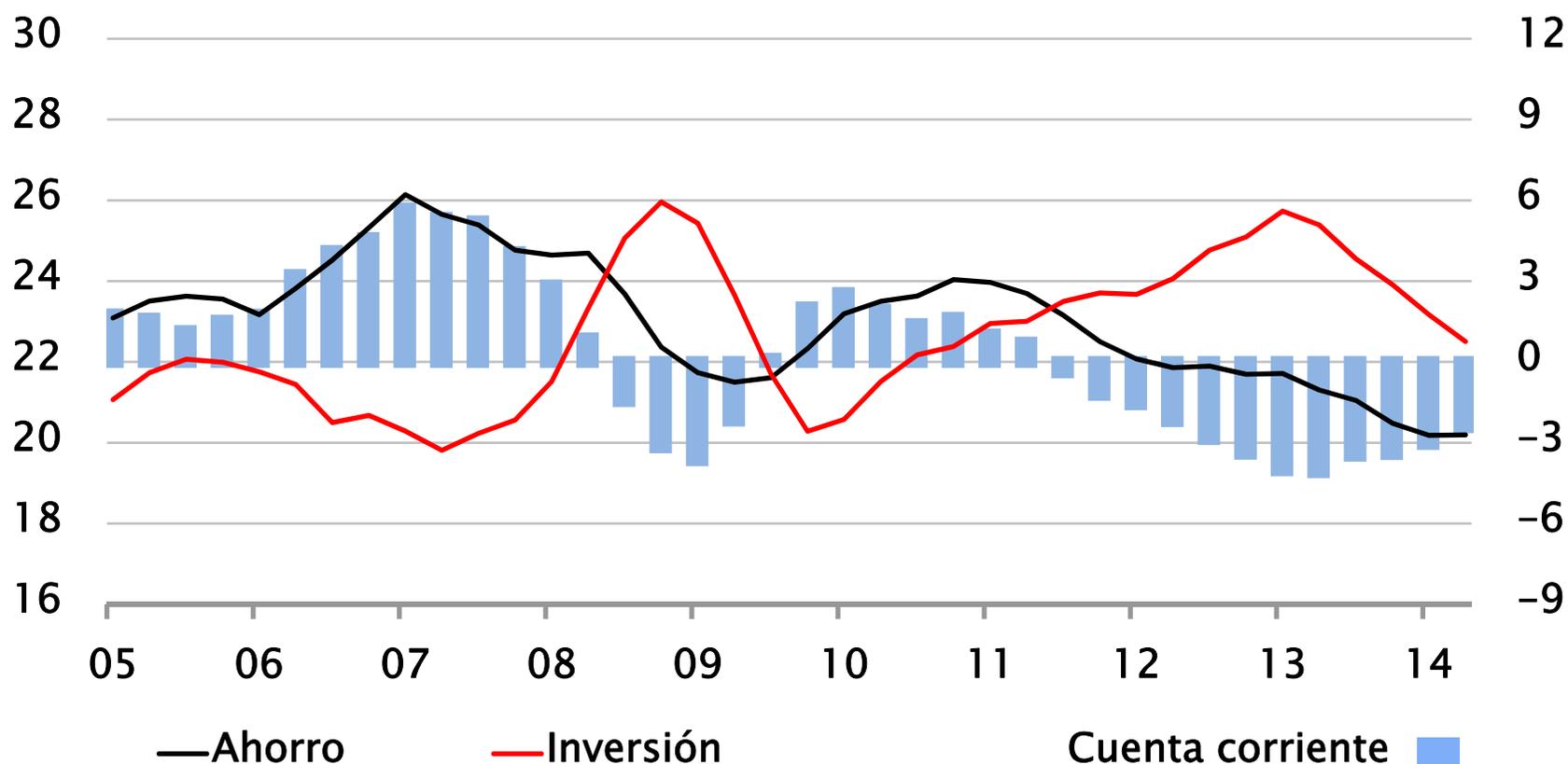
En el segundo trimestre, el PIB creció 1,9% y la demanda interna cayó 0,9%. Resalta que el bajo desempeño del gasto se extendió a todos sus componentes.





La evolución del gasto interno se ha traducido en una reducción importante del déficit de la cuenta corriente, que al cierre del segundo trimestre se situó en 2,4% del PIB.

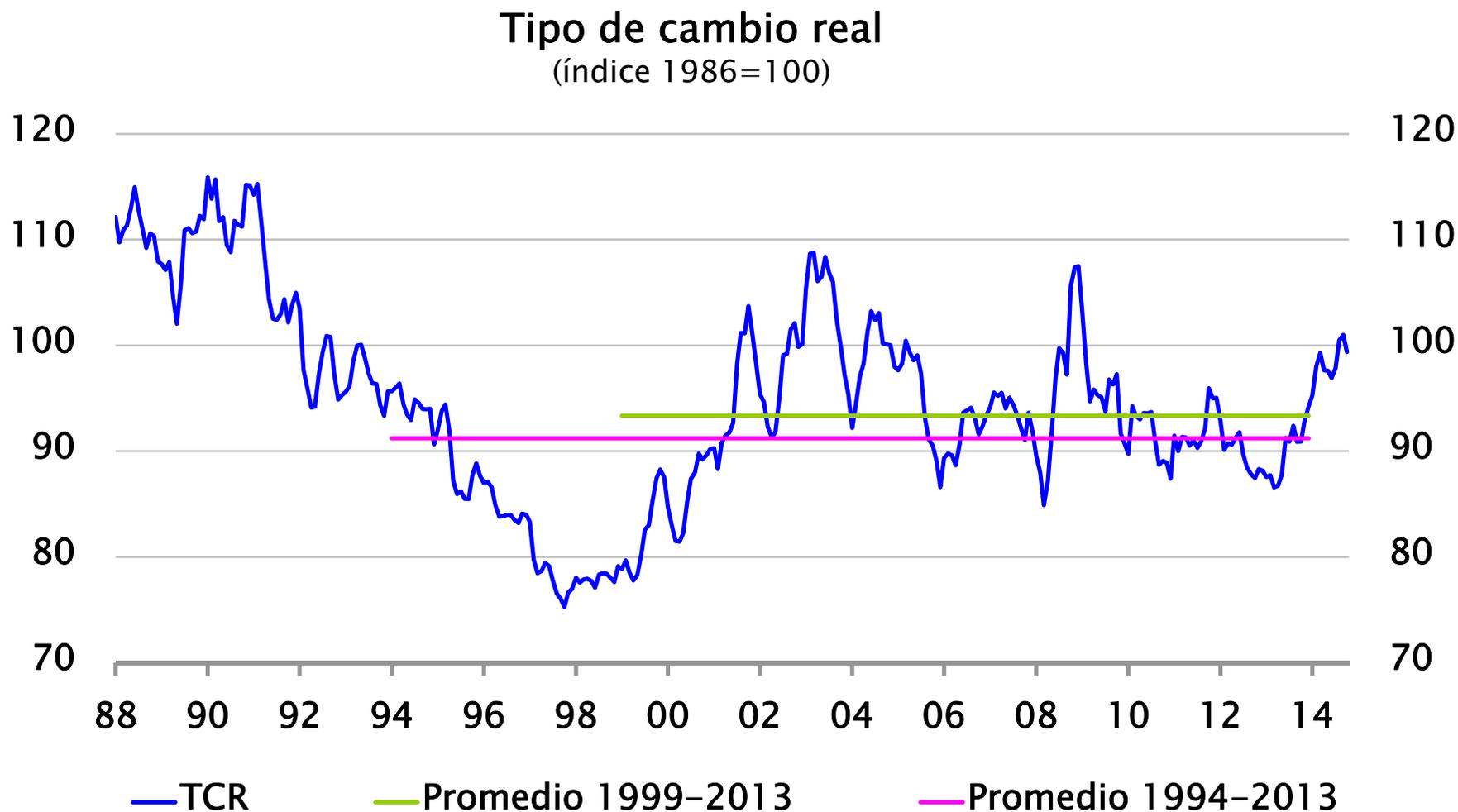
Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) Acumulado en un año móvil.  
Fuente: Banco Central de Chile.



El ajuste de cuenta corriente ha sido acompañado de una importante depreciación del TCR.



(\*) Cifra de octubre 2014 incluye información hasta el 14 del mes.

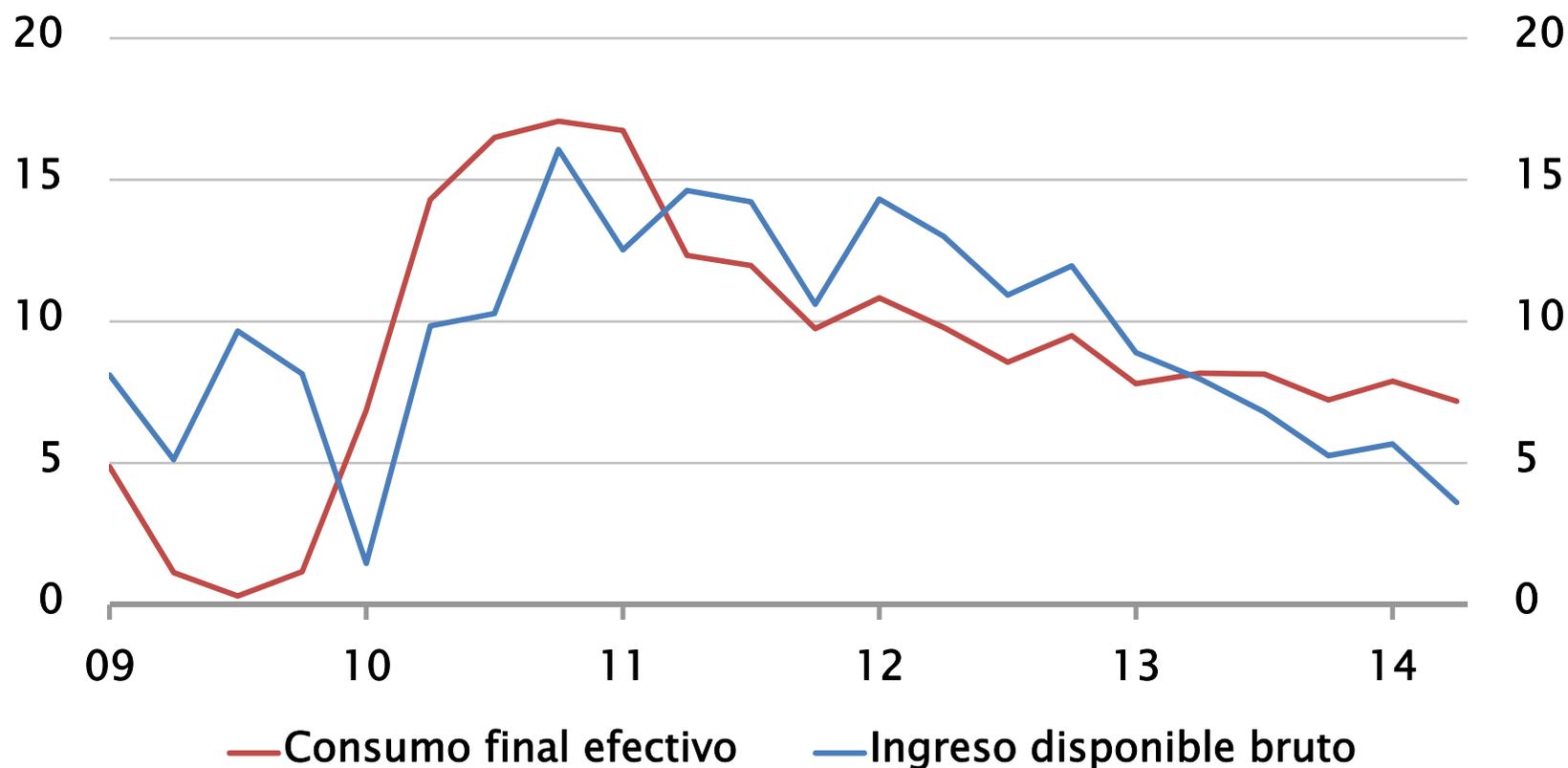
Fuente: Banco Central de Chile.



Con todo, el comportamiento del consumo ha estado en línea con la evolución del ingreso disponible. En los últimos meses se observa una ajuste mayor del consumo.

### Consumo e ingreso de hogares

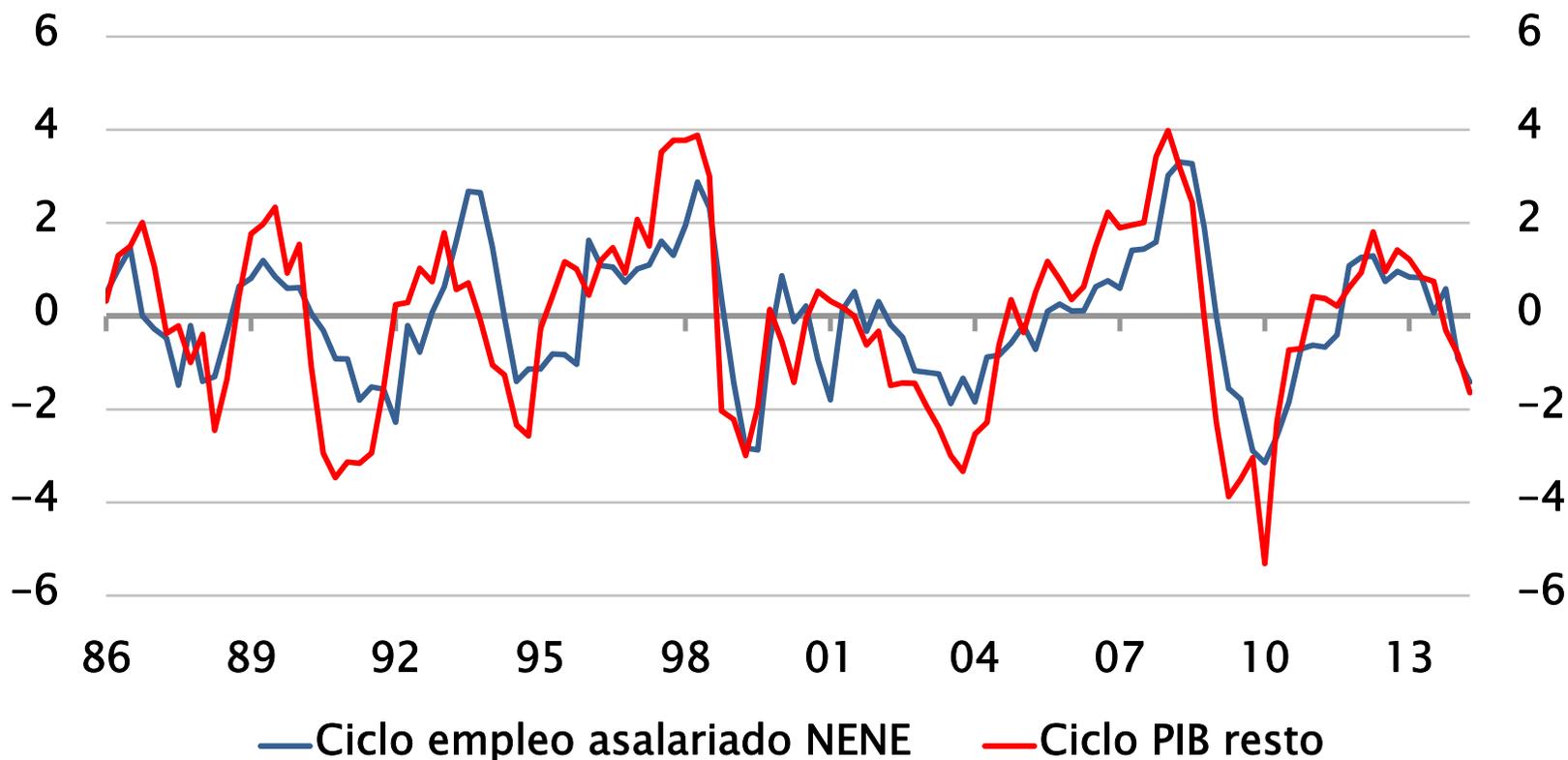
(variación anual, porcentaje)





El ciclo del empleo asalariado se encuentra en línea con el deterioro de la actividad observado últimamente.

Ciclo PIB resto y empleo asalariado (\*)  
(desviaciones respecto de la tendencia)

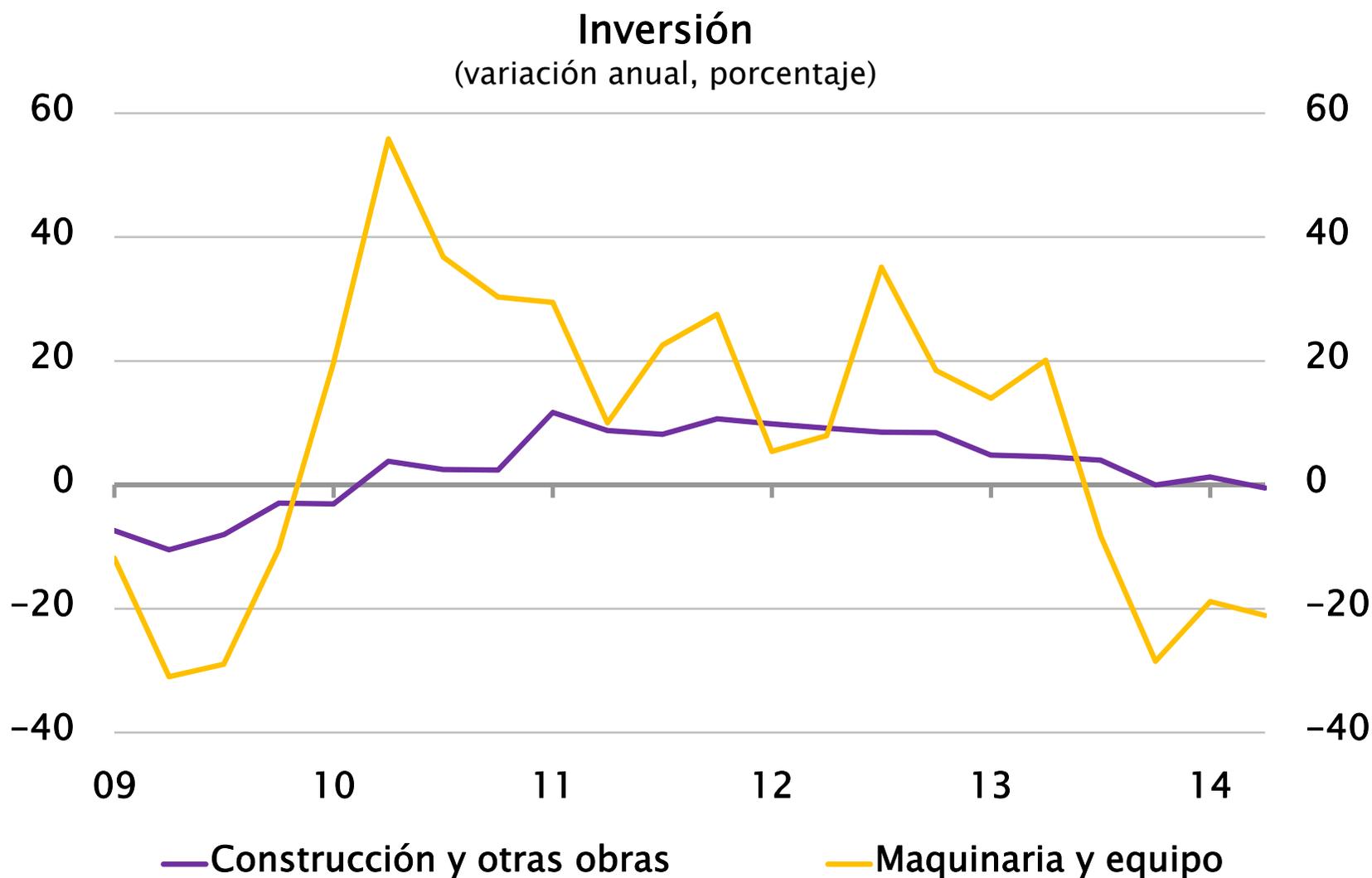


(\*) Tendencia calculada usando filtro HP.

Fuente: Banco Central de Chile.



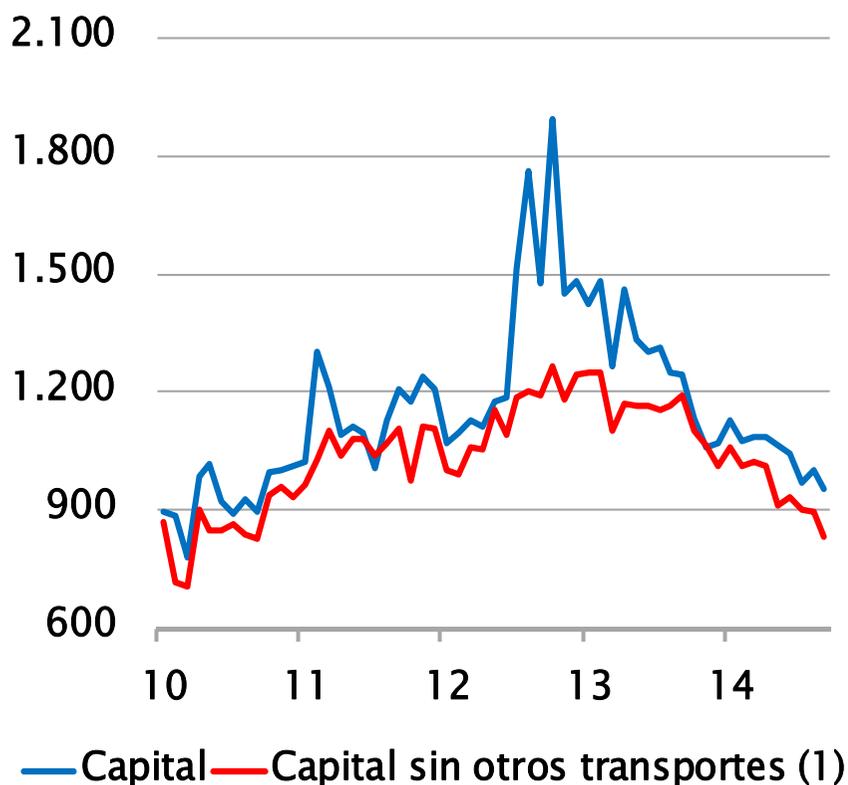
La inversión, especialmente en su componente maquinaria y equipos, ha tenido una contracción más intensa.



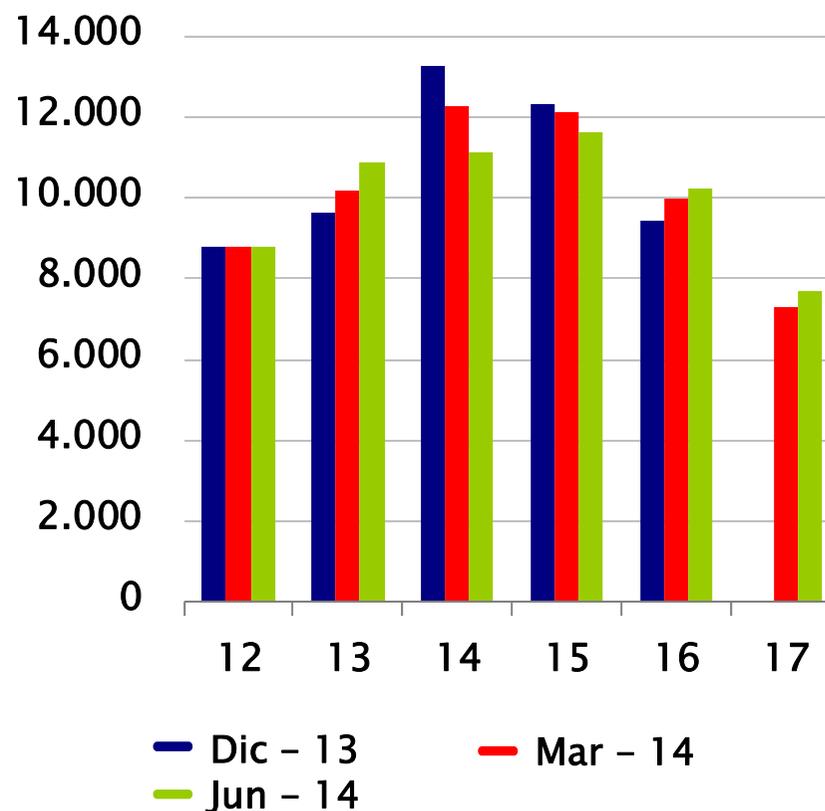


# Los datos de importaciones de bienes de capital continúan mostrando un ajuste, y el catastro de construcción y obras se ha corregido a la baja.

### Importaciones de bienes de capital (serie desestacionalizada nominal)



### Inversión: CBC construcción y obras (millones de US\$)



(1) Excluye transporte no convencionales: aviones, barcos, helicópteros, etc.

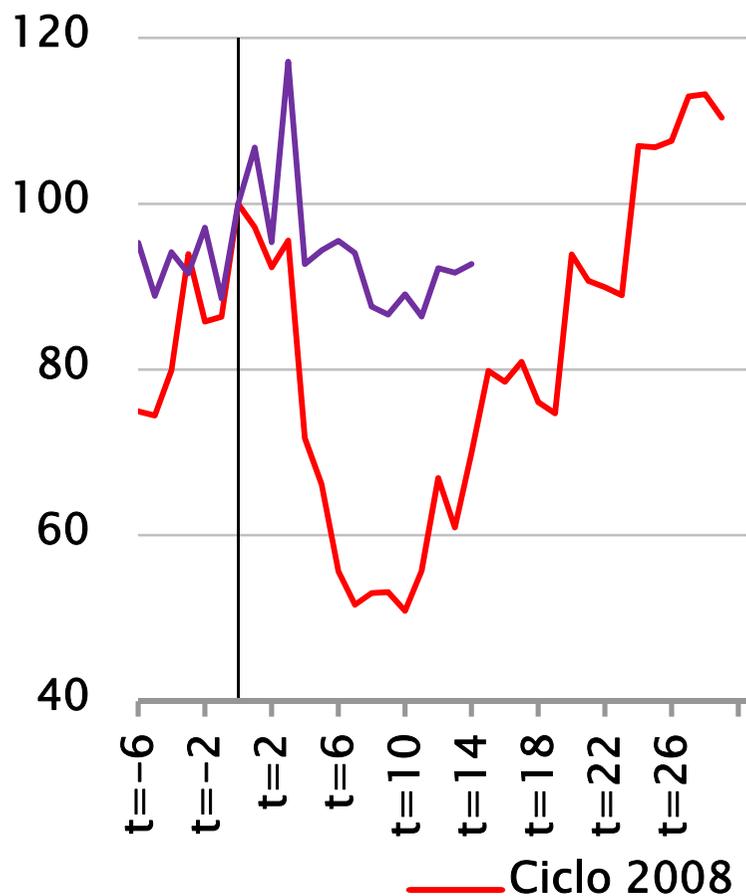
Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.



El fuerte ajuste de la inversión y la desaceleración más acotada del consumo se observa con claridad cuando nos comparamos con la trayectoria observada el 2008-09.

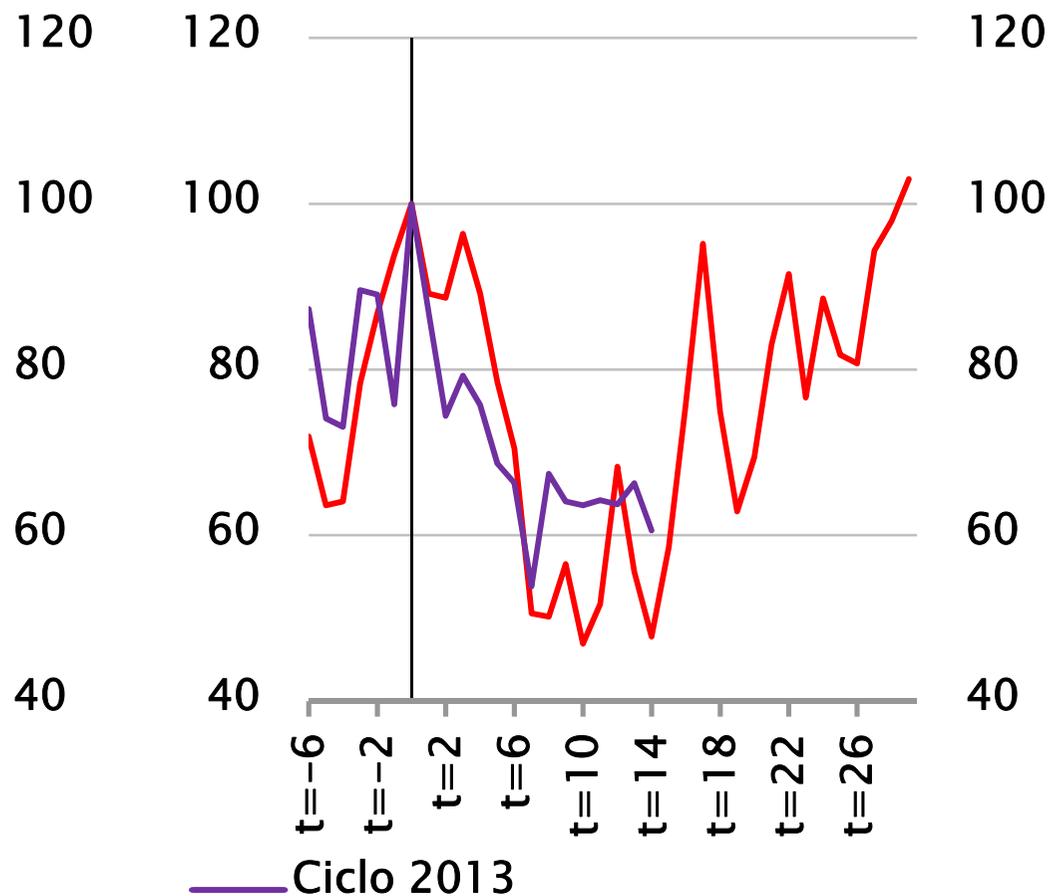
Importaciones de bienes de consumo nominal

(índice, julio 2008 y 2013=100)



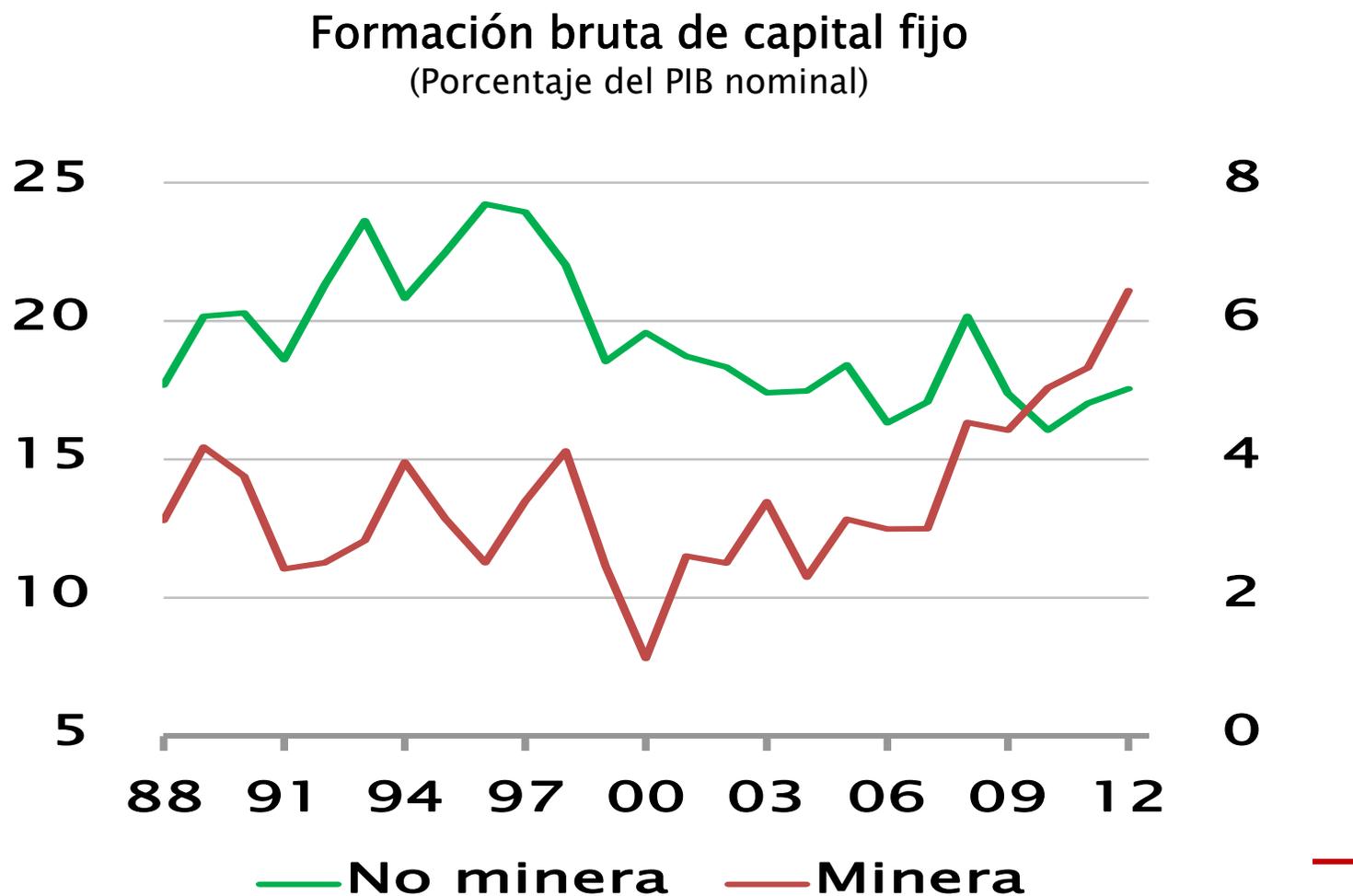
Importaciones de bienes de capital nominal

(índice, julio 2008 y 2013=100)





Los antecedentes muestran que una parte relevante de la caída en inversión está asociada con una reversión de inversión en minería.

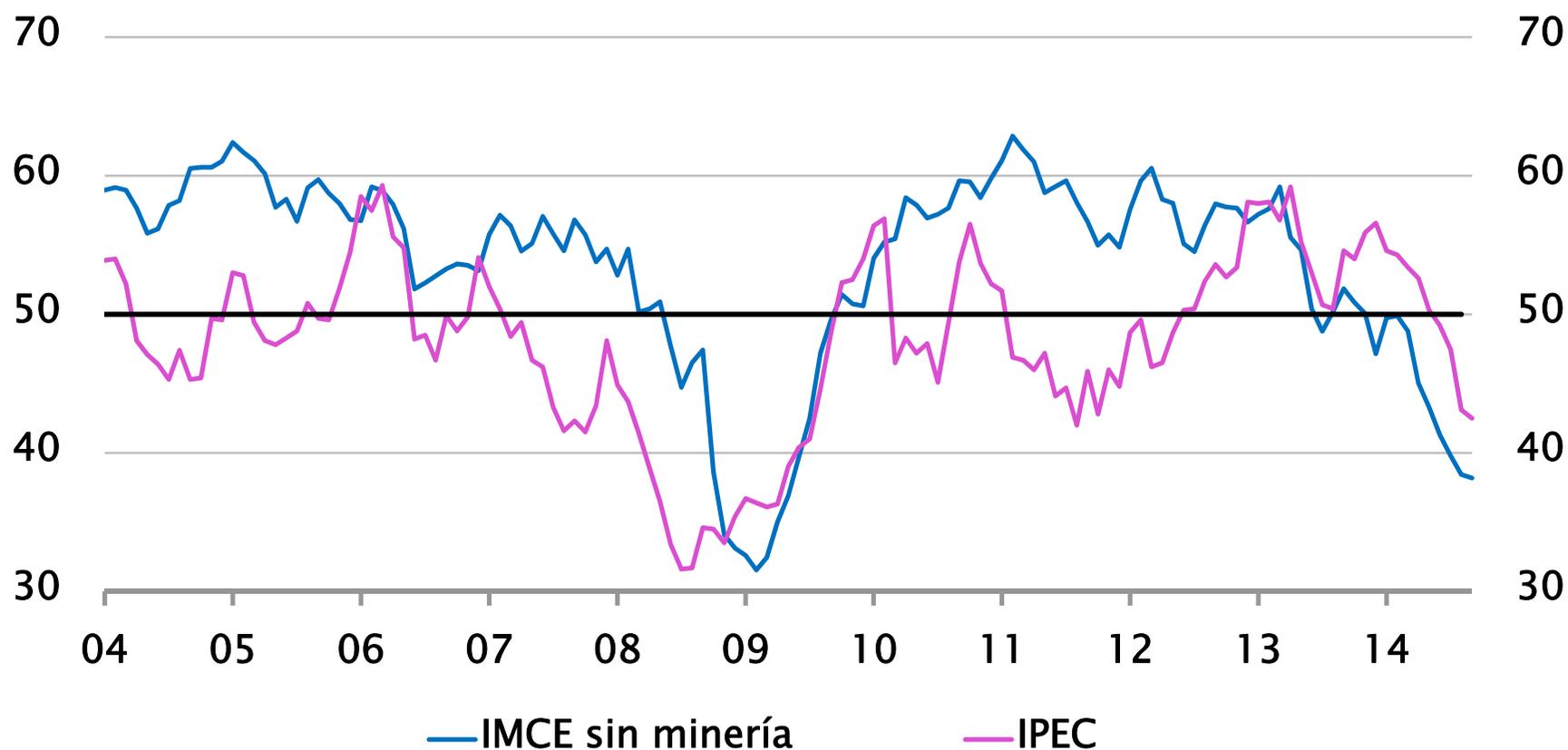


Fuente: Banco Central de Chile.



A ello se agregan un continuo deterioro de las expectativas empresariales y de los consumidores.

Expectativas de las empresas y consumidores  
(serie original)

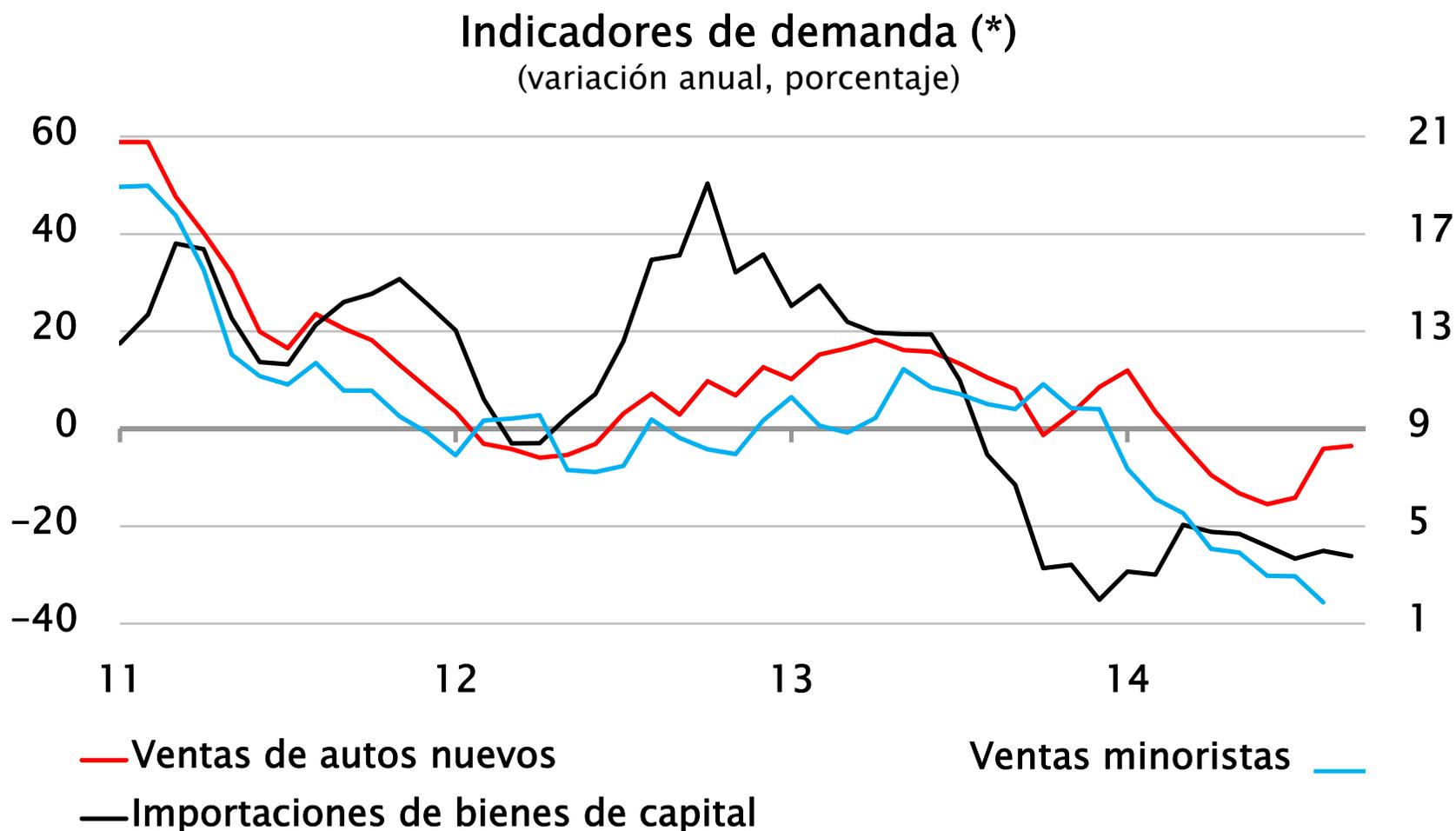


(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



Indicadores parciales del tercer trimestre, muestran que el desempeño de la inversión y consumo se mantienen débil.

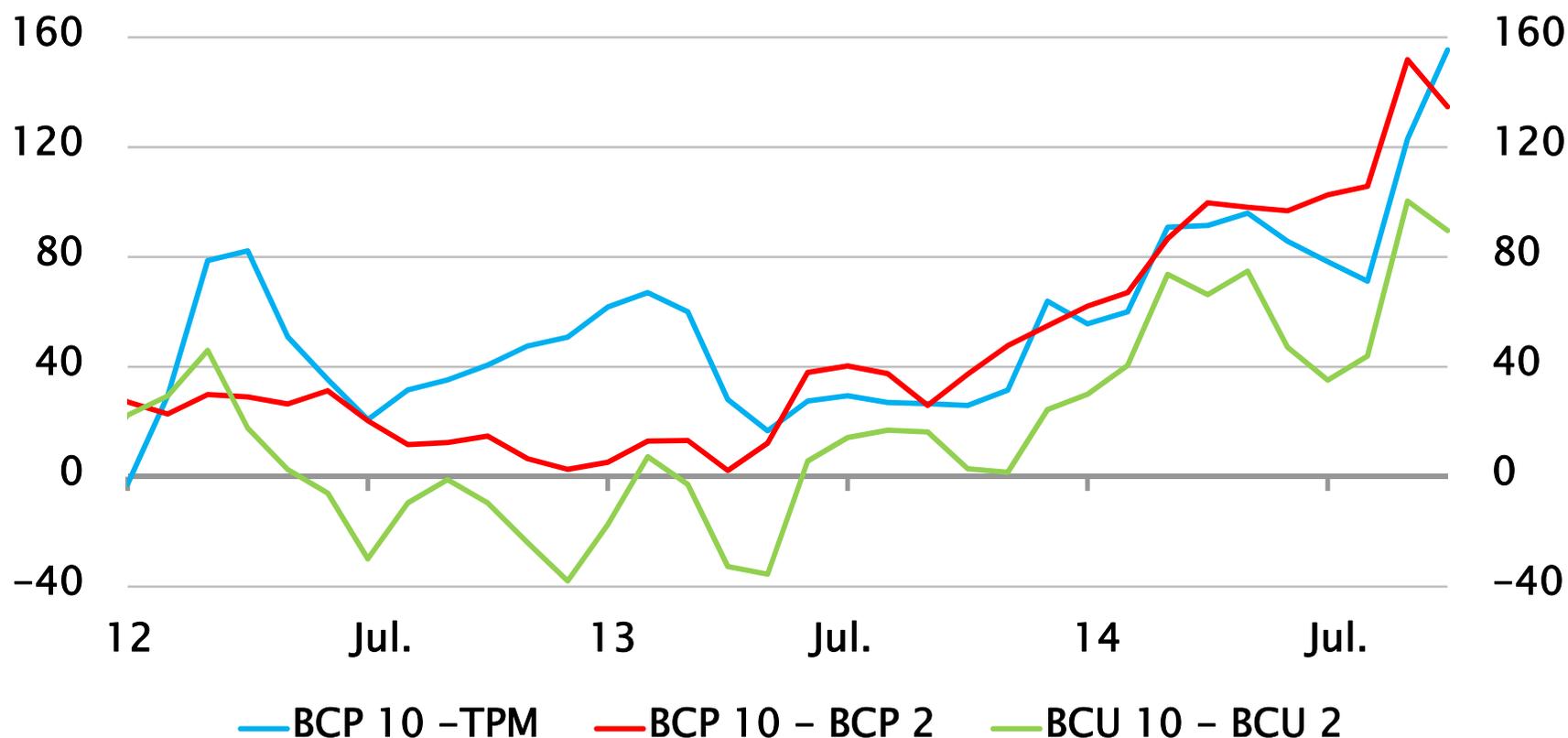


(\*) Promedio móvil trimestral.



La política monetaria ha acompañado este proceso de desaceleración, con bajas importantes en la TPM. Esto se ha traducido en un importante estímulo monetario.

Diferencial de tasas  
(puntos base)



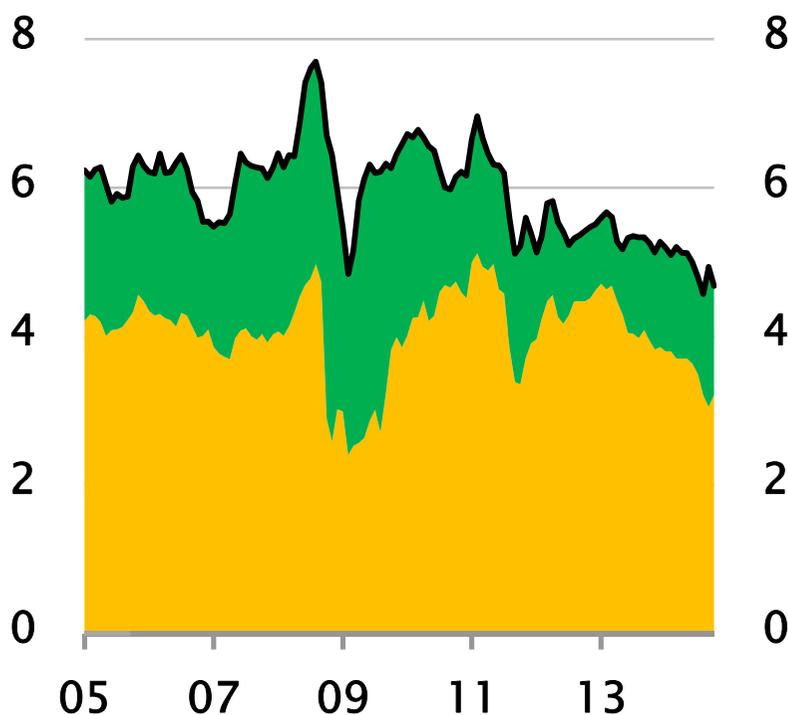
(\*) Datos de octubre incluye datos hasta el 17 del mes.  
Fuente: Banco Central de Chile.



Las tasas largas están en niveles históricamente bajos, debido a las política monetaria expansiva y a caídas en las primas por plazo.

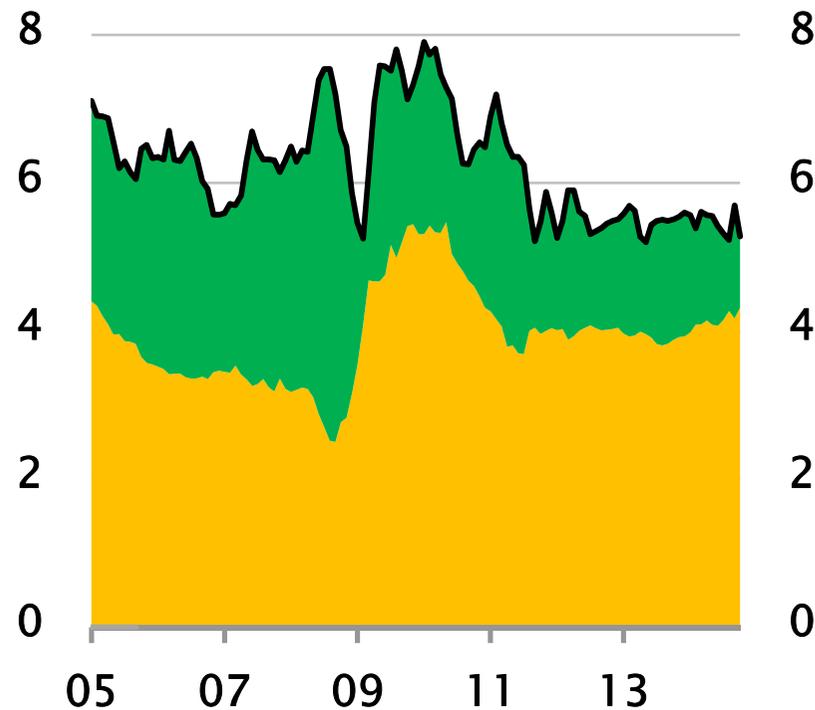
Descomposición tasa 10y (\*)

(datos mensuales, porcentaje)



Descomposición tasa 5y5 (\*)

(variación anual, porcentaje)



■ Premios    ■ Expectativa tasa corta    — Observada

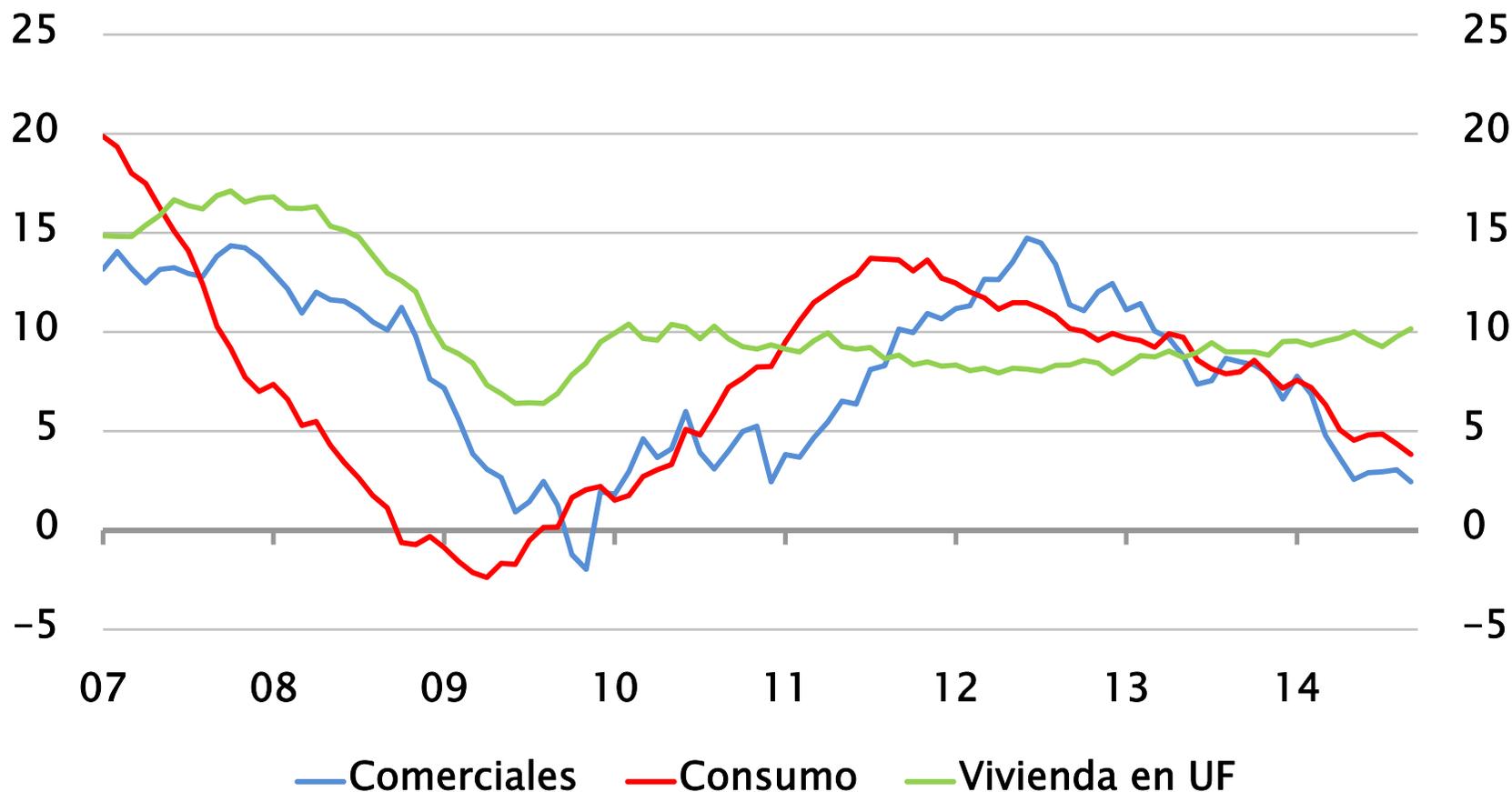
(\*) Dato de octubre corresponde a la tasa *spot* al 15 de octubre del 2014.



Las colocaciones comerciales y de consumo se han desacelerado en línea con el ciclo, mientras las hipotecarias han mantenido su dinamismo.

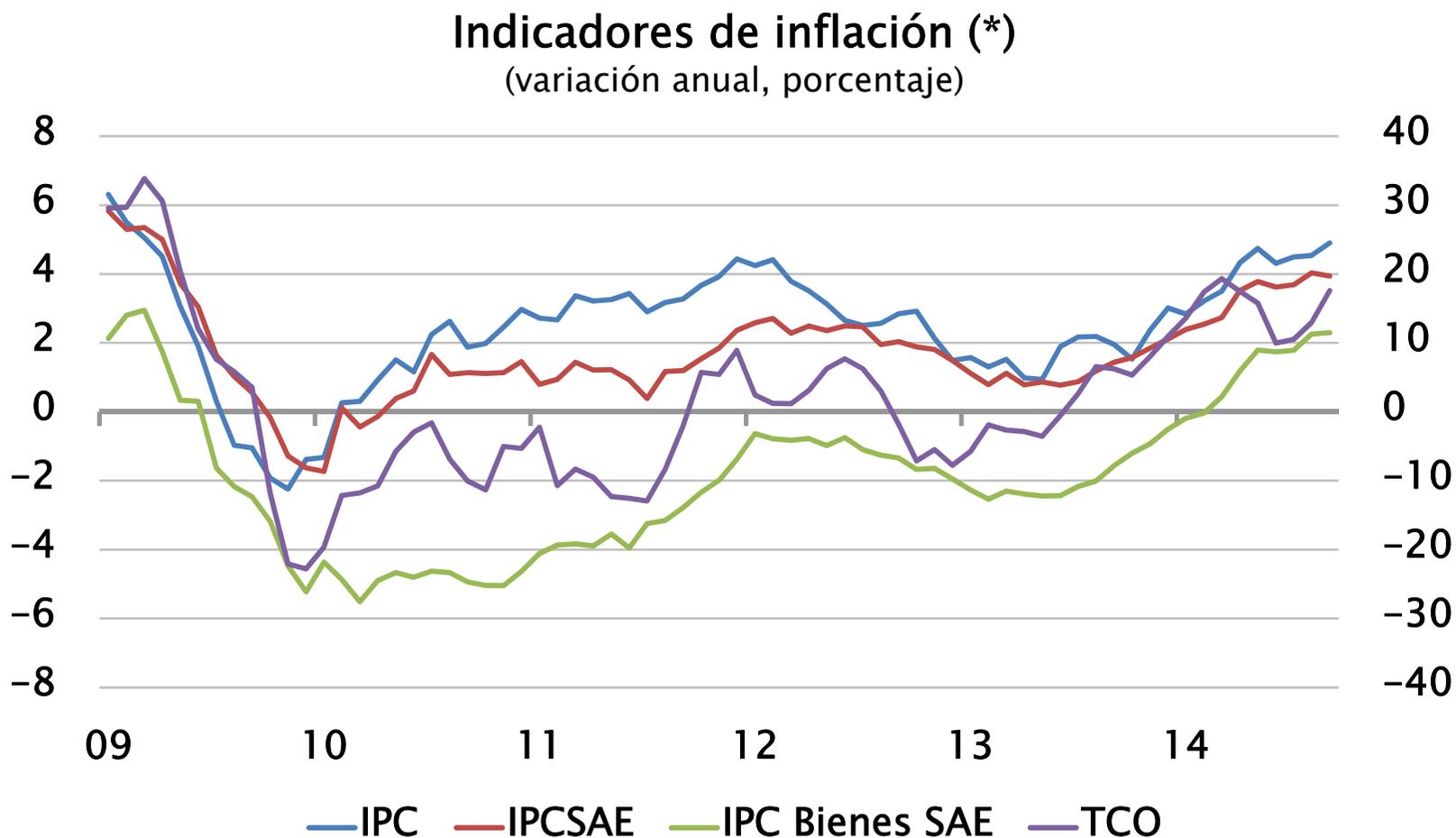
### Colocaciones reales por tipo de crédito

(variación anual, porcentaje)





La inflación anual del IPC ha continuado sobre el 4% por varios meses.



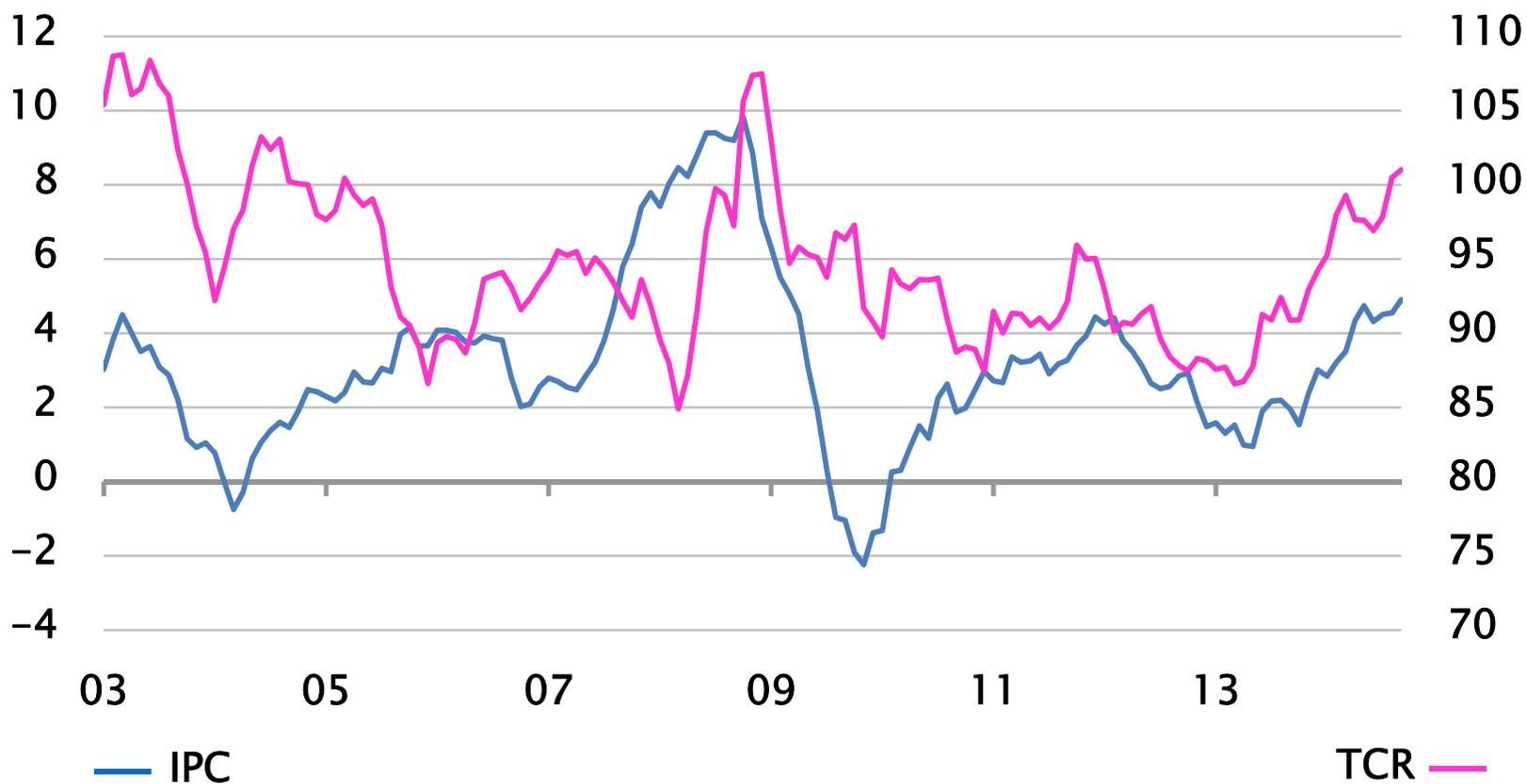
(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Esto refleja principalmente el impacto de la depreciación del peso.

**IPC y tipo de cambio real**  
(variación anual, porcentaje; índice 1986=100)





## Principales mensajes

---

- La situación externa continúa débil, aunque para el 2015 se espera un crecimiento mayor que para el 2014. No son descartables eventos de volatilidad financiera.
- La economía chilena ha tenido un ajuste de gasto interno importante, especialmente de inversión. A la fuerte caída en la inversión en minería se suma un ajuste relevante en la inversión no minera. No se visualizan hasta ahora elementos que muestren una estabilización en el ajuste de la inversión.
- La política monetaria expansiva y la menor demanda interna han depreciado fuertemente el tipo de cambio. Un TCR depreciado y tasas de interés bajas facilitan la recuperación del dinamismo hacia adelante.
- El ajuste cambiario ha tenido un impacto relevante sobre la inflación, pero los fundamentos sugieren una caída hacia 3% hacia mediados del próximo año.



# Evolución del escenario macroeconómico nacional e internacional

Sebastián Claro  
Consejero