

Informe Económico y Financiero

Noviembre 2018

Zahler & Co.

Informe Económico y Financiero

Se mantiene volatilidad en los mercados financieros

Fuerte caída en el precio del petróleo

Reserva Federal seguirá con aumentos graduales de su TPM

“Guerra comercial” entre EE.UU. y China: a la espera del G-20

Europa: “ruido” de déficit fiscal de Italia, Brexit y Alemania

Latinoamérica: incógnitas en Brasil y México

Chile: Fuerte caída en expectativas de inflación

Índice

1. Contexto	3
2. Resumen de Proyecciones	7
3. Chile, proyecciones de PIB y Gasto	8
4. Tablas Datos Mundiales	9
5. Economía Internacional	11
6. Economía Nacional	18
7. Glosario	24

Cierre de este Informe: 23 de noviembre de 2018

Contexto

- **El sabor del resultado de las elecciones de mitad de período en EE.UU. es de dulce y de agraz.** Las últimas cifras (queda pendiente Mississippi) arrojan que los demócratas quedaron con mayoría en la Cámara Baja (232 vs 198), en tanto que los republicanos ampliaron su mayoría en el Senado (52 vs 47). Lo dulce del resultado es que **habrá mayores contrapesos para las reformas que quisiera llevar adelante el Presidente Trump.** Lo agraz, la popularidad que goza Trump, en especial en el EE.UU. “profundo”, denota el **descontento de la población estadounidense con relación a la globalización y sus consecuencias y, por tanto, pone en peligro el rol de EE.UU. como contrapeso a potencias como China o Rusia.**
- **La “guerra comercial” entre China y EE.UU. está en modo de “espera”.** A fines de mes se reúnen en la **cumbre del G-20** en Buenos Aires el Presidente Trump y el Presidente Xi Jinping. Declaraciones previas de autoridades de ambos países --optimistas por parte de EE.UU., más cautas de parte de China--, **mantienen la incertidumbre en relación a los posibles resultados.** A lo anterior se suma que en la **reciente reunión de la APEC, por primera vez no se logra un acuerdo para publicar un comunicado conjunto entre los países miembros.** En todo caso, **si se alcanzara un acuerdo entre ambas potencias en la reunión del G-20, cabría esperar alzas en las bolsas y en el precio de las materias primas.** Por el contrario, si los resultados de la reunión son negativos, la volatilidad financiera aumentaría, lo que se traduciría en caídas de las bolsas y en el precio de las materias primas.
- La debilidad de la demanda mundial y aumentos en la oferta (principalmente del norte de Irak, de Irán y del *shale oil*), junto a la inacción de la OPEP y a mayores inventarios, impactan al precio del petróleo. **En las últimas 7 semanas el precio del petróleo ha caído 26%**, al pasar de un máximo de US\$76,4 el barril a US\$50,8, al cierre de este Informe. Estimaciones de la Fed de Nueva York indican que dicha evolución responde principalmente a un debilitamiento de la demanda esperada. En todo caso, cabe señalar que desde una perspectiva histórica, el principal factor detrás del descenso del precio del petróleo desde 2014 ha sido el aumento en la producción de crudo.
- **En EE.UU., la divergencia entre el sector inmobiliario y el resto de la economía se acentúa.** El Presidente de la Fed señaló que la economía de EE.UU. se encuentra creciendo fuertemente, cuestión que es respaldada por las últimas estadísticas sectoriales. No obstante, **Powell alertó que existen riesgos para el crecimiento económico en 2019 provenientes de la desaceleración mundial.** Por otra parte, **el sector inmobiliario continúa mostrando signos de debilidad, cuestión que ha sido la tónica durante 2018.** Coherente con lo anterior es el debilitamiento en la demanda de crédito que arrojó la última encuesta de crédito de la Fed. Por último, se observó un alza de la inflación, medida por el IPC, para el mes de octubre, la cual se explica en parte por el componente energético. Lo declarado por Powell junto con el hecho de que el mercado inmobiliario es más sensible a las expectativas que otros mercados, y que alza reciente de la inflación tiene componentes transitorios (choque de oferta), nos llevan a proyectar **sólo dos aumentos de la TPM en EE.UU en 2019, finalizando el próximo año en 3%.**

- **En China, se acentúa el dilema entre crecimiento y estabilidad del tipo de cambio.** El continuo debilitamiento de la economía ha llevado a las autoridades a tomar una serie de medidas para reactivarla: rebaja de impuestos, disminución del encaje bancario, rebaja de tasas de interés y plan de garantía estatal para la emisión de bonos corporativos. Dichas medidas han contribuido, junto a una fuerte salida de capitales, a la debilitación del yuan, el cual ha rozado la barrera “psicológica” de los CNY 7 por USD. Al mismo tiempo, **el Banco Central de China ha perdido un 2% de sus reservas internacionales en los últimos dos meses**, lo que indica que ha habido intervenciones de la autoridad para evitar un alza aún mayor del tipo de cambio. En una economía abierta sin restricciones a los flujos de capitales, el precio relativo que se ajusta para amortiguar los efectos de los choques externos sobre la economía es la depreciación de su moneda. Alcanzar al mismo tiempo con éxito un tipo de cambio estable y una política monetaria expansiva, como la que está llevando a cabo China, sólo es posible si imponen restricciones a los flujos de capitales.
- **El panorama económico de la Eurozona (ZE) se nubla.** La Comisión Europea (CE), en su último Informe de proyecciones económicas, **redujo las proyecciones** de crecimiento del PIB para el bloque desde **2,3% a 2,1% en 2018, y desde 2,0% a 1,9% en 2019**. A su vez, durante el mes surgieron las primeras señales de **desaceleración de la economía alemana**, la principal economía del bloque monetario, mientras que en Francia el programa económico de Macron ha sido recibido con protestas. Por su parte, **el gobierno italiano mantuvo su presupuesto para 2019 – que supone un déficit fiscal de 2,4% del PIB en 2019— desafiando a la CE**. En este escenario, la CE puede aplicar sanciones a Italia: exigir un depósito sin intereses de un monto entre 0,2% y 0,5% del PIB, el cual podría transformarse en una multa en caso persistir por dos años el déficit excesivo.
- **En UK, el acuerdo con Bruselas en torno al Brexit corre el riesgo de ser rechazado por el Congreso inglés y Europeo.** Luego de conocido el acuerdo, cuatro ministros del gabinete de la Primera Ministra May, entre ellos el encargado del Brexit, renunciaron. Paralelamente, la amenaza del voto de censura está cerca de hacerse realidad. A su vez, España señaló que no votará a favor del acuerdo (por no hacerse cargo del tema de Gibraltar). **En este escenario, la posibilidad de un Brexit “suave” se aleja.**
- **En Brasil, se acabó la incertidumbre política, y se mantiene la incertidumbre económica.** Jair Bolsonaro (PSL) ganó la segunda vuelta presidencial y asumirá como Presidente el 1 de enero de 2019. **Los nombres de las autoridades económicas, Ministro de Hacienda y Presidente del BC, han dado tranquilidad a los mercados** ya que ambos en su carrera profesional han apoyado el libre mercado como modelo económico de desarrollo. No obstante, **el nombrado Canciller, quién se declara admirador de Trump y cree en el proteccionismo**, podría entrar en pugna con respecto a las políticas que quisieran llevar a cabo las autoridades del área económica. Asimismo, Bolsonaro no cuenta con mayoría en el Congreso. Reiteramos lo dicho en nuestro Informe pasado, que en este contexto **es difícil que se puedan llevar a cabo con éxito las reformas estructurales que el país necesita para salir del estancamiento, en particular, en los planos previsional y fiscal.**
- **En México, se complican las perspectivas económicas.** Si bien las conversaciones en torno a lograr un acuerdo de modificación del NAFTA han avanzado, **el MXN se ha devaluado**, lo que en un contexto en que la inflación supera la meta del BC, llevó al Banco de México a **subir**

La TPM en noviembre a 8%. La caída en el precio del petróleo, la desaceleración esperada en la economía de EE.UU, junto al hecho de que la Fed continuará aumentando la TPM en 2019, en un contexto en que la pronta asunción como Presidente de Lopez Obrador ha puesto “nerviosos” a los mercados, lleva a **cuestionar la capacidad de mejorar la situación fiscal. Proyectamos que el crecimiento del PIB de México sea inferior a 2% el próximo año.**

- **El panorama político y económico en Argentina se deteriora. La agencia clasificadora S&P rebajó la nota crediticia de la deuda soberana** en un escalón, dejándola en B, con *outlook* estable. En su fundamentación, la agencia señala que la **caída en el PIB y la caída en la aprobación del Presidente Macri** –las últimas encuestas lo dan por perdedor en las próximas elecciones presidenciales-- **elevan los riesgos para la implementación de los planes económicos. Si la economía Argentina no logra recuperar su crecimiento y disminuir la inflación**, es poco probable que cumpla con las metas fiscales acordadas con el FMI, y por tanto, **peligra el desembolso del resto de los recursos contemplados en el acuerdo con la multilateral.**
- **En Chile, las Cuentas Nacionales del tercer trimestre confirman la desaceleración de la economía. El PIB de 3T18 año creció 2,8% a/a**, en tanto que la cifra desestacionalizada muestra **un crecimiento de 0,3% t/t, por debajo de lo experimentado en 1T18 y 2T18.** A nivel del gasto, **el consumo privado muestra un bajo dinamismo y las exportaciones de bienes y servicios pasaron de crecer a tasas en torno al 7,0% a/a, a sólo 1,7% a/a** –posiblemente el primer síntoma de los efectos de la guerra comercial sobre Chile. **La formación bruta de capital fijo**, en particular la inversión en maquinarias y equipos, **mostró un alto dinamismo**, alcanzando un **crecimiento de 7,1% a/a**, tasa similar a la observada en 2T18. Cabe señalar que la última encuesta de la CBC indica una reactivación de los proyectos de inversión para el próximo quinquenio. A nivel sectorial, destaca la variación negativa de la minería de 2,7% a/a. **A futuro, el PIB seguirá desacelerándose para converger a su nivel de tendencia hacia 2023, siempre y cuando las condiciones externas no se tornen más negativas de lo que ya está internalizado en el panorama económico mundial proyectado por el FMI en octubre último.**
- **Los equilibrios externos se mantienen, aunque hay menores holguras.** Las cifras de Balanza de Pagos de 3T18 confirman que el déficit en cuenta corriente sigue expandiéndose a tasas crecientes, acumulando en los últimos 12 meses **un déficit de 2,2% del PIB.** Lo anterior se explica principalmente por el aumento en el déficit de la balanza de bienes y servicios no financieros. **No obstante, la IED acumula en el mismo período un 2,6% del PIB. A septiembre, la deuda externa se mantenía en torno al 60% del PIB estimado para el año y la deuda externa de corto plazo residual representó un 150% de las reservas internacionales del BC** (esta razón baja al 92% si se consideran los ahorros de los Fondos Soberanos).
- **El mercado financiero se mantiene robusto, aunque no exento de riesgos.** En su último Informe de Estabilidad Financiera (IEF), el BC destaca que si bien los usuarios y oferentes de crédito están en **condiciones de acomodar escenarios de stress financieros, existen riesgos que hay que monitorear.** El primero de ellos, que haya **un ajuste abrupto de las condiciones financieras** que disminuyan la liquidez mundial y local. El segundo, es el **alto nivel de endeudamiento de las empresas no financieras**, aunque existen razones para

pensar que la composición de dicho endeudamiento no representan un riesgo para la economía. El tercero se refiere a **las menores holguras de capital de la banca**, aunque éstas deberían recuperarse en los años venideros dados la aprobación de la nueva Ley General de Bancos y de los nuevos requisitos de capital. Por último, la posible incubación de **excesos de endeudamiento de las familias** debido a la expansión de la banca informal (*shadow banking*) “en la sombra y la falta de información de deuda consolidada.

- En términos más coyunturales, destaca la **fuerte caída en las expectativas de inflación a/a del mercado**, en base a la diferencia entre las tasas de interés de instrumentos financieros del BC en UF y en CLP. En efecto, **en el último mes la inflación anual implícita con base en el diferencial de tasas del BCP y BCU a 10 años pasó de más de 3,0% a 2,8% al cierre de este Informe.**
- **En horizonte para las principales reformas económicas y sociales, no se ve despejado.** A partir de diciembre, luego de haberse tramitado y aprobado la Ley de Presupuestos de 2019, se podrá continuar con la discusión de la reforma tributaria y dar inicio a la discusión de la reforma previsional. En el primer caso, **no se descarta aún que la Oposición rechace la idea de legislar.** En el segundo caso, diversos congresistas y políticos de la Oposición han reiteradamente declarado que ven con buenos ojos la **separación del proyecto, de forma de discutir las mejoras al pilar solidario de forma rápida y tener más tiempo para discutir los temas relacionados al modelo previsional chileno.** A este clima confrontacional se agrega que, debido a los eventos acaecidos en la Araucanía –la muerte de un comunero mapuche producida en el marco de un operativo policial–, **el proyecto estrella del gobierno para disminuirla conflictividad en la zona de la Araucanía quedó en entredicho.**

Resumen de Proyecciones

	2017	2018	2019	2020	Spot 23-nov	dic-18
Precio del cobre (US\$cent./lb.)	280	296	280	280	282	280
Precio del petróleo (US\$/bbl.)	51	66	60	62	51	58
PIB mundial (%)	3,7	3,7	3,6↓	- ↓	-	-
PIB China (%)	6,9	6,6	6,3	6,2	-	-
PIB EE.UU. (%)	2,2	2,9	2,4	1,8	-	-
TPM EE.UU. (%)	1,1	2,0↑	2,8	3,4	2,25	2,50↑
TPM Chile (%)	2,7	2,6↑	3,1	3,6	2,75	2,75↑
Inflación Chile (%)	2,2	2,5	3,1	3,0	2,9*	2,9
PIB Chile (%)	1,5	3,9	3,5	3,4	-	3,0
SCC de la Balanza de Pagos (% d	-1,5	-3,3	-2,2	-2,2	-	-
Treasury bond 10Y (%)	2,3	2,9	3,3	3,5	3,0	3,1
BCU 10Y (%)	1,4	1,6	1,7	1,8	1,6	1,6
DXY Index	96,6	93,5	96,0	95,5	97,0	96,3
USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,15	1,13	1,14
JPY/USD	112	110	111	112	113	112
CLP/USD	649	640	667	663	676	668↓
TCR (índice)	92	91	92	92	92	92

* A Octubre 2018

↓ Indica sesgo a la baja. ↑ Indica sesgo al alza.

Chile: Proyecciones de PIB y Gasto

	IV-17	I-18	II-18	III-18	IV-18	2017	2018	2019	2020
PIB	3,3	4,5	5,4	2,8	2,9	1,5	3,9	3,5	3,4
Consumo Privado	3,0	3,8	4,4	3,8	3,5	2,4	3,9	3,6	3,6
Inversión	2,7	3,0	7,0	7,1	5,4	-1,1	5,6	5,5	4,0
Exportaciones	2,5	7,0	7,5	1,7	-0,9	-0,9	3,7	4,3	3,6
Importaciones	5,2	6,0	10,2	8,4	1,6	4,7	6,5	4,7	3,2
Inversión/PIB (%)	23,7	20,1	21,1	22,2	24,3	21,6	22,0	22,4	22,5

	IV-17	I-18	II-18	III-18	IV-18	2017	2018	2019	2020
Balanza Comercial	2.674	3.069	1.602	-6	489	7.922	5.155	2.764	1.768
Exportaciones	19.215	19.474	19.102	17.847	17.854	69.230	74.278	76.073	79.564
Importaciones	16.541	16.406	17.500	17.852	17.364	61.308	69.123	73.308	77.796
Balanza de Servicios	-3.044	-3.475	-4.068	-3.389	-3.615	-12.069	-14.547	-9.872	-8.977
Saldo en Cuenta Corriente	-370	-406	-2.466	-3.395	-3.125	-4.146	-9.392	-7.107	-7.208
SCC a PIB (%)	-0,5	-0,5	-3,2	-4,9	-4,1	-1,5	-3,3	-2,2	-2,2

Precio Cobre (cUS\$/lb)	309	316	312	277	281	280	296	280	280
Precio Petróleo (US\$ por barril)	55	63	68	70	63	51	66	60	62
Vol.Exp. Cobre (% a/a)	9,0	13,6	8,9	0,9	-5,0	-3,2	4,6	4,0	3,0
Vol.Exp.Agr., silv. y pesca (% a/a)	-21,1	21,5	15,1	13,8	7,0	-5,7	14,4	7,0	5,0
Vol.Exp.Industrial (% a/a)	2,3	6,9	8,6	1,5	2,0	0,6	4,7	4,2	4,0

Tablas Datos Mundiales

Crecimiento e Inflación

I. Países Industrializados	% Mundial a PPP 2018	PIB				Inflación (dic, %)			
		2017	2018 p	2019p	2020p	2017	2018 p	2019p	2020p
EEUU	15.2	2.2	2.9	2.4	1.8	2.1	2.5	2.4	2.1
Zona Euro	11.4	2.5	1.9	1.8	1.7	1.5	1.5	1.6	1.8
Alemania	3.2	2.5	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6	1.7	2.1
Francia	2.2	2.3	1.6	1.6	1.6	1.2	1.5	1.6	1.6
Italia	1.8	1.5	0.9	0.7	0.9	1.3	1.1	1.3	1.4
España	1.4	3.0	2.5	2.3	1.9	2.0	1.7	1.6	1.7
Japón	4.2	1.7	1.0	1.0	0.3	0.5	0.9	1.0	1.7
Inglaterra	2.2	1.7	1.3	1.5	1.5	2.7	2.2	2.2	2.0
Corea	1.6	3.1	2.6	2.7	2.8	1.9	1.9	2.0	2.0
Australia	1.0	2.2	3.1	2.8	2.7	2.0	2.2	2.4	2.5
Nueva Zelanda	0.1	3.0	2.8	2.7	3.1	1.9	1.7	2.1	2.0
II. Economías Emergentes									
A. Bric									
Brasil	2.5	1.0	1.3	2.1	2.3	3.4	4.1	4.0	4.2
Rusia	3.1	1.5	1.6	1.5	1.8	3.7	2.8	3.8	4.0
India	7.7	6.7	7.4	7.2	7.7	3.6	5.0	5.0	4.8
China	18.7	6.9	6.6	6.3	6.2	1.6	2.4	3.0	2.7
B. Otros América Latina									
Argentina	0.7	2.9	-2.5	-1.0	2.2	25.7	38.0	25.0	12.3
Colombia	0.6	1.8	2.4	3.3	3.7	4.3	3.5	3.4	3.0
Chile	0.4	1.5	3.9	3.5	3.2	2.2	2.4	3.0	3.0
México	1.9	2.0	2.1	1.9	2.7	6.0	4.4	4.0	3.0
Perú	0.3	2.5	3.9	3.8	4.1	2.8	2.2	2.5	2.0
Venezuela	0.2	-14.0	-15.0	-10.0	-2.0	1088	13865	12875	12875
C. Otros Asia									
Indonesia	2.6	5.1	5.2	4.9	5.2	3.8	3.5	3.4	3.6
Tailandia	1.0	3.9	4.6	3.9	3.7	0.7	1.4	0.7	1.1
Malasia	0.7	5.9	4.7	4.6	4.8	3.8	3.2	2.4	2.3
D. Otros									
Turquía	1.7	7.4	3.3	0.0	2.6	11.1	11.4	10.5	9.0
Polonia	0.9	4.7	4.8	3.9	3.0	2.0	2.5	2.5	2.5
Hungría	0.2	4.0	4.4	3.9	2.6	2.4	2.7	3.3	3.1
Sud África	0.6	1.3	0.5	1.2	1.7	5.3	5.3	5.3	5.5
PAISES INDUSTRIALIZADOS	41	2.3	2.3	2.0	1.7	1.7	1.9	1.9	2.0
ECONOMÍAS EMERGENTES	59	4.7	4.7	4.6	4.9	4.1 *	4.6 *	4.5 *	4.2 *
MUNDO	100	3.7	3.7	3.6	3.7	3.1 *	3.5 *	3.4 *	2.5 *

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Bloomberg.

Tablas Datos Mundiales

Mercados Financieros y Materias Primas

Paridades								
	23-nov	1 Semana atrás	2 Semanas atrás	3 Semanas atrás	Variacion semanal (%)	Variacion Mensual (%)	Var. Acum. 2018 (%)	Variacion Anual (%)
Euro (US\$/euro)	1,13	1,14	1,13	1,14	(0,7)	0,2	(5,6)	(4,4)
JPY (yen/US\$)	113	113	114	113	0,0	(0,1)	0,1	1,5
GBP (US\$/libra)	1,28	1,28	1,30	1,30	(0,2)	0,3	(5,3)	(3,8)
TRY (Lira turca/US\$)	5,29	5,33	5,33	5,33	(0,9)	(5,3)	39,2	34,9
BRL (real/US\$)	3,82	3,74	3,73	3,70	2,3	2,7	15,6	18,7
MXN (peso/US\$)	20,39	20,17	20,14	20,01	1,1	0,2	3,7	9,5
PEN (sol/US\$)	3,38	3,4	3,4	3,4	0,1	0,2	4,4	4,4
ARS (peso/US\$)	37,5	37,5	37,5	37,5	4,3	4,4	101,4	115,5
CLP (peso/US\$)	675,7	676	676	676	0,7	(3,0)	9,8	6,4

Tasas de Interes 10 años								
	23-nov	1 Semana atrás	2 Semanas atrás	3 Semanas atrás	Variacion semanal (pb.)	Variacion Mensual (pb.)	Var. Acum. 2018 (pb.)	Variacion Anual (pb.)
EE.UU.	3,04	3,06	3,18	3,21	(2,4)	(10,5)	63,4	72,0
LIBOR 3M US\$	2,69	2,64	2,62	2,59	4,5	13,1	99,5	122,7
Reino Unido	1,38	1,41	1,49	1,49	(3,1)	(5,6)	19,1	13,2
Alemania	0,34	0,37	0,41	0,43	(2,7)	(4,5)	(8,7)	(0,7)
España	1,63	1,64	1,60	1,57	(0,4)	8,4	6,5	16,9
Italia	3,41	3,49	3,40	3,32	(8,4)	(2,0)	139,1	162,4
Francia	0,72	0,76	0,79	0,78	(4,2)	(2,9)	(6,0)	4,5
Japón	0,09	0,10	0,12	0,12	(0,5)	(2,9)	5,0	7,6
Brasil	9,88	10,12	10,40	10,11	(23,9)	(33,3)	(37,9)	(20,4)
México	9,06	9,00	8,87	8,79	5,4	19,8	141,3	183,4
China	3,42	3,36	3,49	3,55	5,5	(11,9)	(48,5)	(60,3)
Chile	4,39	4,47	4,53	4,53	(8,0)	(14,0)	(13,0)	(21,0)

Materias Primas								
	23-nov	1 Semana atrás	2 Semanas atrás	3 Semanas atrás	Variacion semanal (%)	Variacion Mensual (%)	Var. Acum. 2018 (%)	Variacion Anual (%)
Petroleo WTI (US\$/barril)	50,8	56,5	60,2	63,1	(10,0)	(22,2)	(15,9)	(12,4)
Petroleo Brent (US\$/barri)	58,6	66,3	68,7	72,0	(11,7)	(20,7)	(12,3)	(7,4)
Cobre BML (cUS\$/libra)	281,7	280	276	284	0,5	2,3	(13,2)	(9,9)
Hierro (US\$/Dry MT)	73,1	73,7	74,2	73,4	(0,7)	(2,0)	3,3	11,7
Oro (US\$/t oz.)	1223,4	1223,0	1208,6	1233,3	0,0	0,7	(8,2)	(7,2)

Retornos Accionarios (% Moneda Local)								
	23-nov	1 Semana atrás	2 Semanas atrás	3 Semanas atrás	Variacion semanal (%)	Variacion Mensual (%)	Var. Acum. 2018 (%)	Variacion Anual (%)
EE.UU. (SPX)	2.633	2.736	2.781	2.723	(3,8)	(2,9)	(1,5)	1,4
Reino Unido (UKX)	6.953	7.014	7.105	7.094	(0,9)	(2,5)	(9,6)	(6,3)
Alemania (DAX)	11.193	11.341	11.529	11.519	(1,3)	(2,2)	(13,4)	(14,0)
España (IBEX)	8.917	9.057	9.135	8.993	(1,5)	0,3	(11,2)	(11,1)
Italia (FTSE MIB)	18.715	18.878	19.258	19.390	(0,9)	(1,8)	(14,4)	(16,4)
Francia (CAC40)	4.947	5.025	5.107	5.102	(1,6)	(2,9)	(6,9)	(8,0)
Japón (NKY)	21.647	21.680	22.250	22.244	(0,2)	(1,2)	(4,9)	(3,9)
Brasil (IBOV)	86.094	88.515	85.641	88.419	(2,7)	(1,5)	12,7	15,6
México (MEXBOL)	41.529	42.319	44.264	45.447	(1,9)	(5,5)	(15,9)	(13,7)
China (SHCOMP)	2.579	2.679	2.599	2.676	(3,7)	(0,9)	(22,0)	(23,0)
Chile (IPSA)	5.135	5.191	5.180	5.104	(1,1)	0,6	(7,7)	2,0
VIX Index	21,5	18,1	17,4	19,5	18,6	1,4	94,9	117,8

Fuente: Bloomberg.

Economía Internacional

Actividad económica, inflación y cuentas fiscales

La actividad en EE.UU. continúa con dinamismo, mientras que los sectores inmobiliarios y construcción siguen decepcionando (gráfico 5.1). En octubre, la producción industrial y las ventas al por menor del mismo mes aumentaron m/m 0,1% (sep: +0,2%) y 0,8% (sep: -0,1%), respectivamente; en tanto que el indicador líder arrojó una variación de 0,1% m/m (sep: +0,5%). Por su parte, en octubre el PMI Markit de servicios alcanzó 54,8 pts. (sep: 54,7) y en noviembre el índice de Sentimiento de Consumidores de Michigan alcanzó los 97,5 pts. (oct: 98,3 pts.). En el sector inmobiliario, en noviembre el índice de la NAHB mostró una caída desde 68 a 60 pts, mientras que las ventas de viviendas usadas aumentaron un 1,4% m/m en el mismo período (sep: -3,4%).

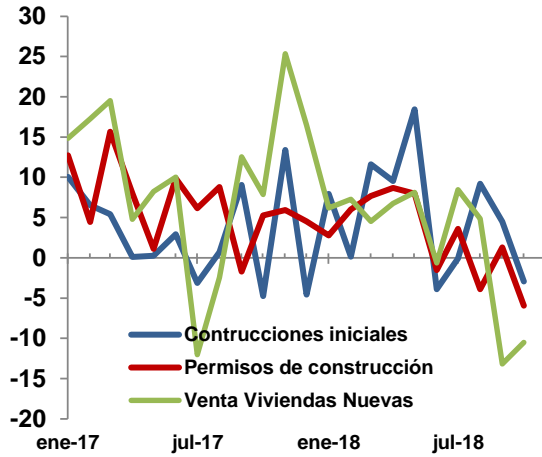
Por otro lado, **la inflación a/a en octubre aumentó a 2,5%** (septiembre: +2,3%), mientras que **su versión subyacente disminuyó a 2,1%** (septiembre: +2,2%). Por su parte, **la tasa de desempleo en octubre se mantuvo en 3,7%**.

Por su parte, **el déficit comercial (de bienes) de EE.UU. continua aumentando.** En **septiembre, alcanzó un acumulado anual de US\$ 854 billones**, cifra similar a la registrada en los años previos a la crisis financiera internacional. En particular, **con respecto a China**, la balanza comercial mensual registró un saldo negativo de US\$34,5 billones, en tanto que **el déficit acumulado se mantuvo en el mismo nivel de los dos meses anteriores, llegando a US\$393 billones** (gráfico 5.2). Estas cifras ponen en duda que la política arancelaria de EE.UU. esté logrando su objetivo de reducir el déficit comercial bilateral con China.

En la ZE, la economía se desacelera. La CE publicó sus proyecciones económicas de otoño, donde **redujo las proyecciones** de crecimiento del PIB para el bloque desde **2,3% a 2,1% en 2018, y desde 2,0% a 1,9% en 2019.** Por su parte, la versión preliminar del PIB 3T18 arrojó una desaceleración del crecimiento a/a a 1,7% (2T18: +2,2%). A nivel sectorial, la producción industrial de septiembre aumentó 0,9% a/a (ago: +1,1%) y las ventas al por menor subieron 0,8% a/a (ago: +2,2%). Destaca la desaceleración en agosto y septiembre de la producción industrial en Alemania, la que creció -0,3% y 0,2% m/m, respectivamente (gráfico 5.3 y 5.4). En relación a Italia, el gobierno mantuvo su presupuesto para 2019, con lo cual se arriesga a la imposición de sanciones por parte de la CE. En materia de **inflación**, el IPC de octubre aumentó 2,2% a/a (septiembre: +2,1%).

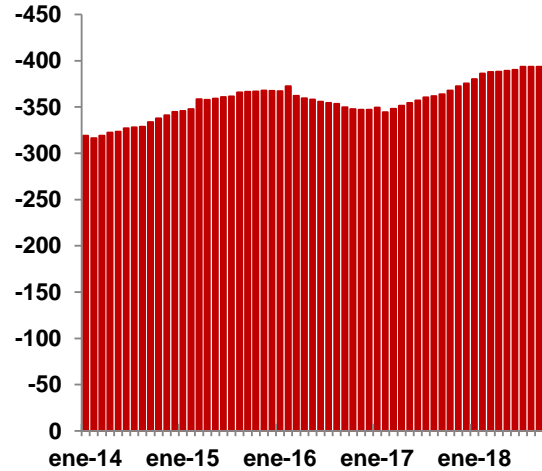
En Japón, el crecimiento de la actividad sigue débil. La versión preliminar del **PIB t/t anualizado en 3T18 fue -1,2% (2T18: +3,0%),** bajo las expectativas del mercado. Por su parte, la inflación en octubre fue de 1,4% a/a (sep: +1,2%).

Gráfico 5.1
EE.UU.: Indicadores sector construcción
(%; a/a, saar)



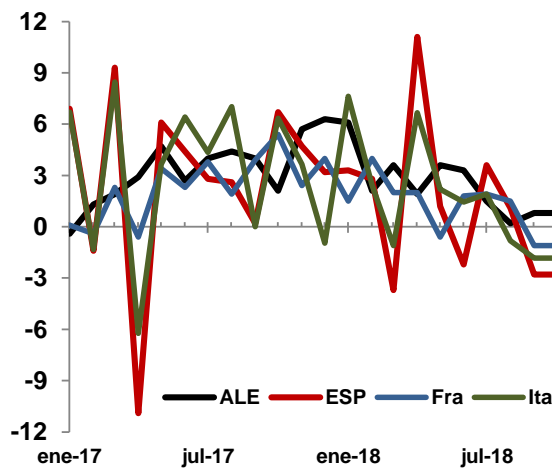
Enero 2014-Octubre 2018
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5.2
EE.UU.: Balanza comercial con China
(Bn.US\$; acumulado anual a septiembre)



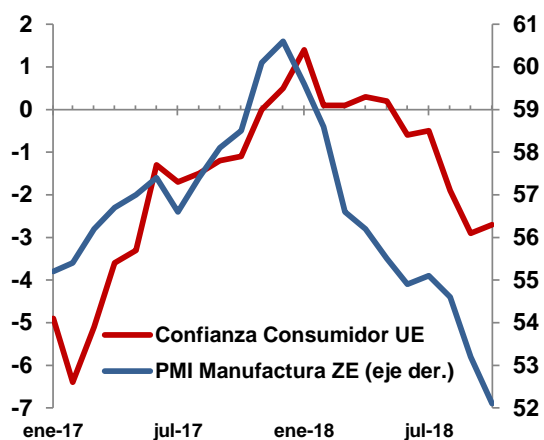
Enero 2014-Septiembre 2018
Fuente: Census Bureau.

Gráfico 5.3
ZE: Producción Industrial, países seleccionados
(%; a/a)



Enero 2017-Septiembre 2018
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5.4
CE: Indicadores de Expectativas y Confianza
(Índice)

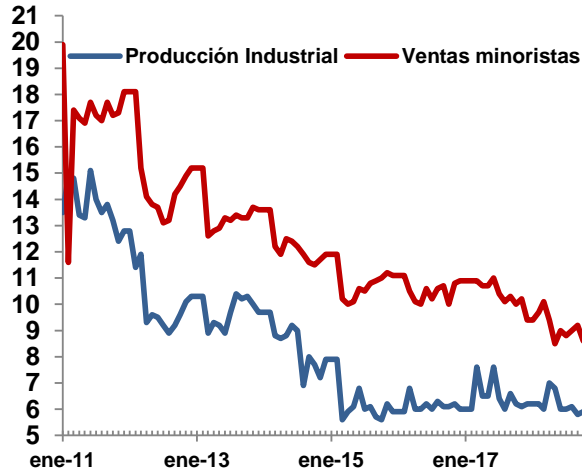


Enero 2017-Octubre 2018
Fuente: Bloomberg.

En China, las señales de desaceleración continúan. En octubre, las ventas al por menor y la producción industrial aumentaron a/a 8,6% (sep:+9,2%) y 5,9% (sep: +5,8%), respectivamente (gráfico 5.5). Por su parte, la inflación en octubre se mantuvo en 2,5% a/a. Se observa que el BC ha perdido un 2% de sus reservas en el último mes (gráfico 5.6).

Gráfico 5.5

China: Producción industrial y ventas al por menor*
(%; a/a)



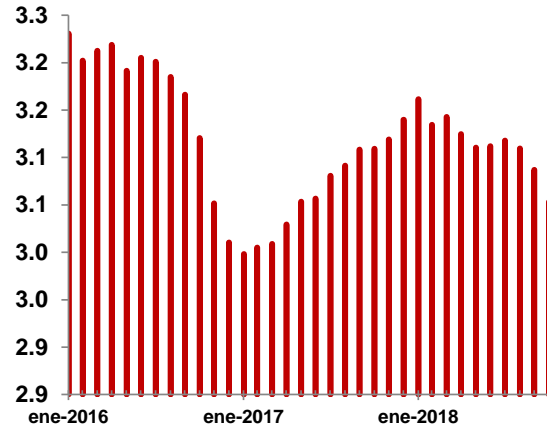
Enero 2011-Octubre 2018

*Las ventas de comercio corresponde a variaciones nominales, en tanto que la producción industrial es una variación real.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5.6

China: Reservas Internacionales, PERIODO
(Trillones de USD)



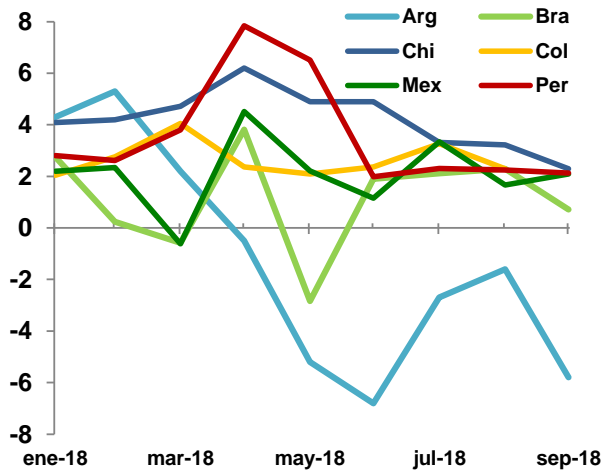
Enero 2016-Octubre 2018

Fuente: Bloomberg.

En Latinoamérica se observan signos de desaceleración económica a/a en 3T18. La actividad económica en septiembre se desaceleró en Argentina, Brasil, Colombia y Perú, registrando tasas de variación de la actividad de -5,6% (ago: -1,6%), 0,7% a/a (ago: +2,3%), 2,3% a/a (ago: +3,3%) y 2,1% a/a (ago: +2,3%), respectivamente (gráfico 5.7). Sólo en México se observó un repunte, donde la actividad creció un 2,1% (ago: 1,7%). A su vez, el PIB del 3T18 en Colombia aumentó 2,7% a/a (2T18: +2,8%) y el Banco de la República de Colombia revisó levemente a la baja sus proyecciones de crecimiento del PIB para 2018 y 2019, a 2,6% y 3,5%, respectivamente.

En el lado inflacionario, en Argentina durante octubre la inflación a/a alcanzó al 45,9% (sep: +40,5%), en Brasil un 4,6% (sep: +4,5%), y en México un 4,9% (sep: +5,0%). Por último, la agencia clasificadora de riesgo **S&P, rebajó la nota crediticia desde B+ a B**, dejándola con un *outlook* estable (gráfico 5.8).

Gráfico 5.7
Latinoamérica: Indicador de Actividad Mensual
 (%; a/a)



Enero 2018-Septiembre 2018
 Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5.8
Latinoamérica: Clasificaciones de Riesgo
 (nota)

	Hoy	Fecha de último cambio	
Argentina	B	12-nov-18	↓
Brasil	BB-	11-ene-18	↓
Chile	A+	12-dic-17	↓
Colombia	BBB-	19-jul-17	↓
México	BBB+	19-ago-13	↑
Perú	BBB+	12-mar-13	↑

Fuente: Bloomberg.

Economía Internacional

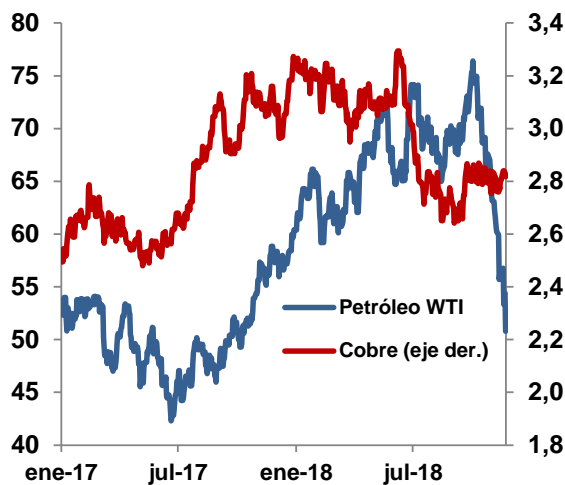
Materias Primas

El precio del petróleo, desde principio de octubre inició una persistente caída que, hasta el cierre de este Informe, era de un 34% con respecto a su máximo a principios de octubre (gráfico 5.9). De acuerdo al modelo de la Reserva Federal de NY, dicha evolución responde principalmente a un debilitamiento de la demanda esperada. En todo caso, cabe señalar que desde una perspectiva histórica, el principal factor detrás del descenso del precio del petróleo desde 2014 ha sido el aumento en la producción de crudo. **Proyectamos un precio del petróleo WTI que promediaría este año US\$66 el barril; y rebajamos la proyección para 2019 a un promedio de US\$60 el barril.**

Por su parte, el precio del cobre se situaba al cierre de este Informe en **US\$281,7 la libra**, cayendo un -9,4% en doce meses (gráfico 5.9). Tanto la desaceleración de la economía China como el fortalecimiento del dólar explican la caída en el precio del metal rojo durante el año. Cabe señalar que la disminución de los inventarios de cobre ha impedido que el precio disminuyera en mayor grado por los factores ya mencionados. **En lo que queda de este año, el precio del cobre se mantendría en los niveles actuales, para promediar US\$2,96 la libra; para 2019 disminuimos la proyección a un precio promedio de US\$2,80.**

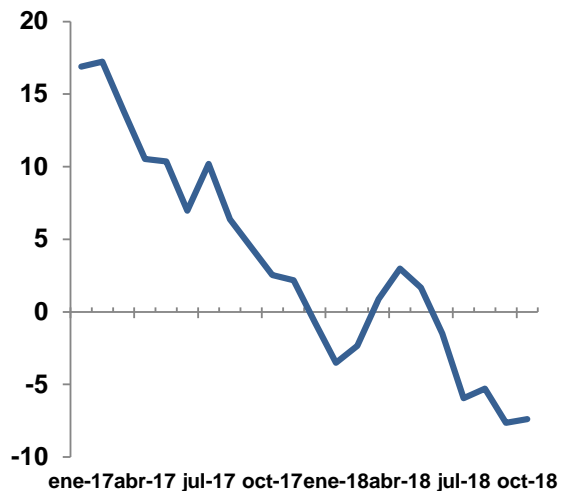
El índice de precios de los alimentos de la FAO disminuyó en octubre en 0,8% m/m y 7,4% a/a, manteniendo la tendencia a la baja que ha mostrado durante 2018 (gráfico 5.10).

Gráfico 5.9
Precio del cobre y petróleo
(US\$ cent./libra; US\$/barril)



Enero 2017– 23/nov/18
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5.10
FAO: Precio de los alimentos
(%; a/a)



Enero 2017– Octubre 2018
Fuente: Bloomberg.

Economía Internacional

Mercados financieros y cambiarios

La volatilidad de los mercados aumentó hacia fines de mes producto de la caída de las bolsas, en particular, del precio de las acciones tecnológicas.

En EE.UU., la Fed mantuvo su TPM en 2,25%, en línea con las expectativas del mercado. Por su parte, los BC de Filipinas, Indonesia, Sudáfrica y México aumentaron sus TPM en 25pb., a 4,75%, 6,0% ,6,75% y 8,0%, respectivamente. En Latinoamérica, en Perú el BCRP mantuvo su TPM en 2,75%.

Las bolsas cayeron durante noviembre en forma transversal: Alemania, China, EE.UU., Francia, Italia, Japón, Brasil, México y Chile (gráfico 5.12). La excepción fue España. **Por su parte, el VIX promedió 19,33 en noviembre, reflejando que el nerviosismo se mantuvo en los mercados internacionales. Al cierre de este Informe se ubicaba en 21,5.**

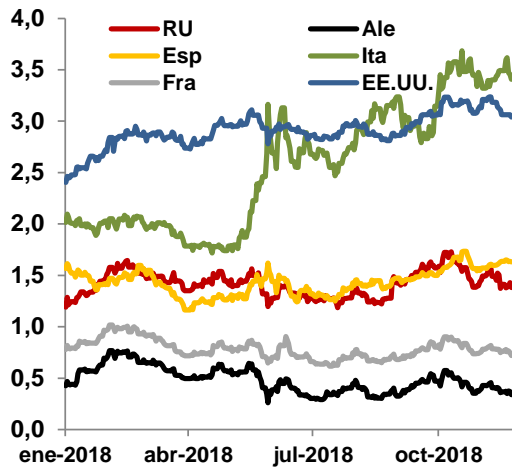
El dólar (DXY) siguió ganando terreno en noviembre, apreciándose, en promedio, un 0,9% m/m, situándose al cierre de este Informe en 96,4. Proyectamos una apreciación del DXY en lo que resta del año, situándose en 96,3 hacia fines de año. Durante 2019 proyectamos un valor promedio de 96.

En noviembre, el euro, la libra y el yen se depreciaron en promedio un 1,0%, 0,6% y 0,4% m/m, respectivamente. En LATAM, destaca la apreciación del peso mexicano de 5,1% m/m y el peso colombiano de 2,8% m/m. El resto de las monedas tuvieron depreciaciones promedio moderadas: BRA 0,0%, PER 1,2%; y el peso argentino se apreció un 3,0% m/m. El peso chileno, en promedio, se mantuvo constante.

Con respecto al mercado de renta fija, la diferencia entre las tasas del Tesoro a 10 años y 2 años se ha mantenido en mínimos históricos, esto es, en torno a 0,2%. Por su parte, el UST-2 y el UST-10 disminuyeron con respecto a fines de octubre en 6 y 10 pb, respectivamente. Al cierre de este informe el rendimiento del UST-10 era de 3,04%. **Proyectamos que el UST-10 finalice este año en 3,14% y alcance a diciembre de 2019 3,42%.**

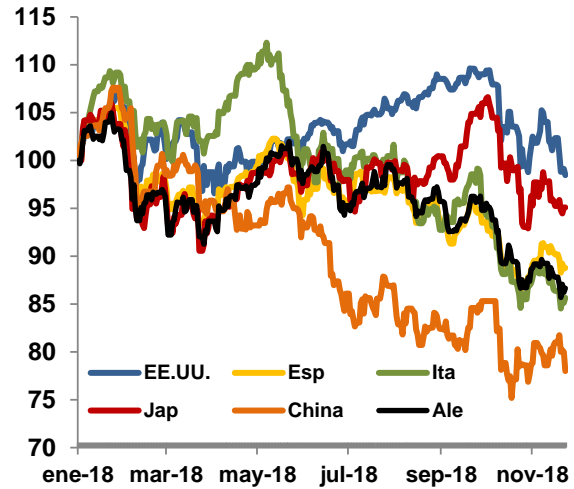
En Europa, los rendimientos de los bonos gubernamentales disminuyeron durante noviembre, luego de haber aumentado en octubre. La excepción fue España, donde la tasa de interés de los bonos a 10 años aumentó en 8 pb. En Reino Unido, Alemania, Francia e Italia, la tasas disminuyeron en 6, 5, 3 y 2 pb, respectivamente (gráfico 5.11).

Gráfico 5.11
ED: tasas de interés del gobierno de largo plazo
 (%; a)



01/ene/18-23/nov/18
 Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5.12
ED y China: evolución de las bolsas
 (en US\$; ene 2018=100)



01/ene/18-23/nov/18
 Fuente: Bloomberg.

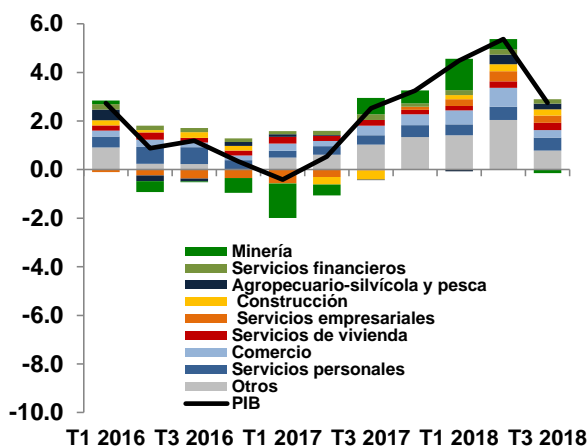
Economía Nacional

Actividad económica

El BC publicó las Cuentas Nacionales del 3T18: el PIB exhibe un crecimiento a/a de 2,8% (2T18: +5,4%). Por el lado del gasto, el PIB en términos anuales se vio impulsado por la demanda interna, la cual creció 4,6% (2T18: +6,1%) gracias a la contribución del consumo total, que creció 3,5% y, sobre todo, por la FBCF, que creció 7,1%. Por sectores, todas las actividades experimentaron aumentos, **exceptuando minería**; destacan servicios personales, comercio, servicios de vivienda y empresariales (gráfico 6.1).

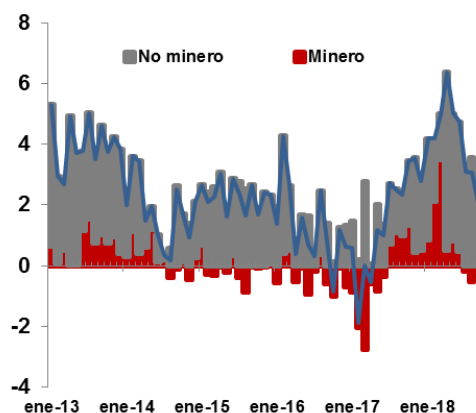
El IMACEC de septiembre aumentó 2,1% a/a (+0,3% m/m sa) (gráfico 6.2). Parte del menor crecimiento se debió que en septiembre hubo tres días hábiles menos que el mismo mes del año anterior. Por sectores, el IMACEC minero cayó 2,0% a/a, mientras que el conjunto de sectores no mineros aumentó 2,5%, favorecido por el desempeño de los de servicios, donde su efecto se vio contrarrestado por la caída de la industria manufacturera. **Para octubre proyectamos una variación del IMACEC de 3,2% a/a, el que será impulsado por el IMACEC no minero.**

Gráfico 6.1
PIB y orígenes por sector
 (%; a/a)



T1 2016-3T2018
 Fuente: BCCh.

Gráfico 6.2
Contribución minería vs no minería al Imacec
 (%; a/a)



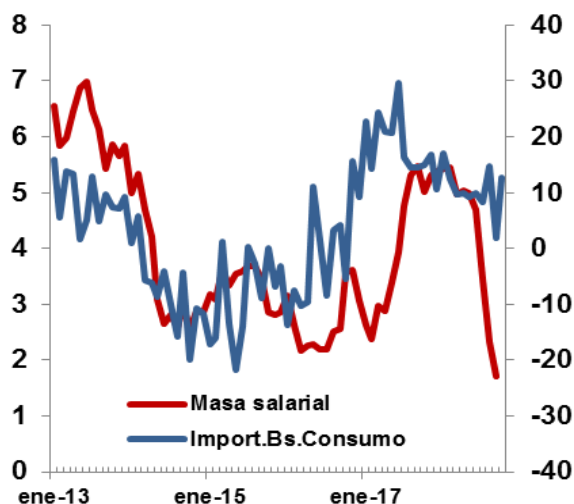
Enero 2013-Septiembre 2018
 Fuente: BCCh.

Con relación al consumo, las cifras macroeconómicas apuntarían a **una ralentización hacia el futuro**. El crecimiento de la **masa salarial (INE) en septiembre fue 1,7% a/a** (gráfico 6.3). Lo anterior se explicaría tanto por **el bajo aumento de los salarios reales**, como por **el bajo crecimiento del empleo**, que no estaría respondiendo a la recuperación de la economía local de acuerdo a los patrones históricos. A su vez, se observó una **recuperación de las importaciones de bienes de consumo en octubre, que crecieron en valor un 12,7% a/a**. Cabe destacar que **existen diferencias en las cifras del mercado laboral, según se consideren fuentes del INE o "datos administrativos"** (AFPs y AFC); estos últimos indicarían un **mercado laboral más dinámico que el que registra el INE**.

Respecto de la inversión, el horizonte se vislumbra más positivo. Las importaciones de bienes de capital crecieron 39,7% a/a en octubre. Entre ene-oct del 2017 y ene-oct 2018, estas han aumentado en US\$ 1.111 millones, donde las mayores contribuciones en este aumento vienen dadas por aparatos electrónicos, computacionales y médicos (37%), vehículos (28%) y maquinaria para la minería y la construcción (24%) (gráfico 6.4).

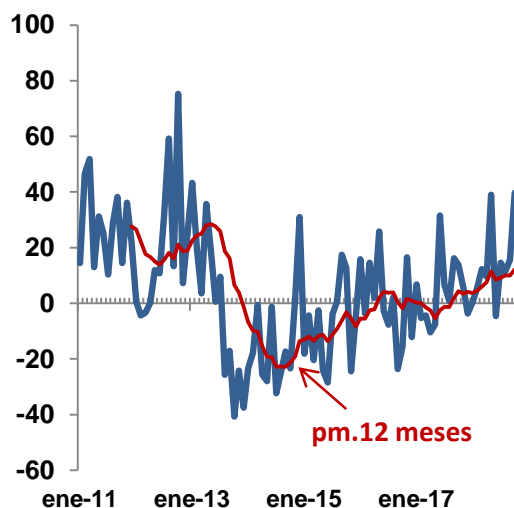
Por otro lado, el valor de las exportaciones en octubre aumentó 7,2% a/a, por debajo de lo que se venía observando desde principios de año. Este bajo dinamismo viene dado principalmente por la baja de las exportaciones mineras. Respecto a estas, la caída se explica principalmente por la disminución del precio del cobre a lo largo del mes.

Gráfico 6.3
Masa salarial e importaciones de bienes de consumo
(%; a/a)



Enero 2013-Octubre 2018
Fuente: BCCh e INE.

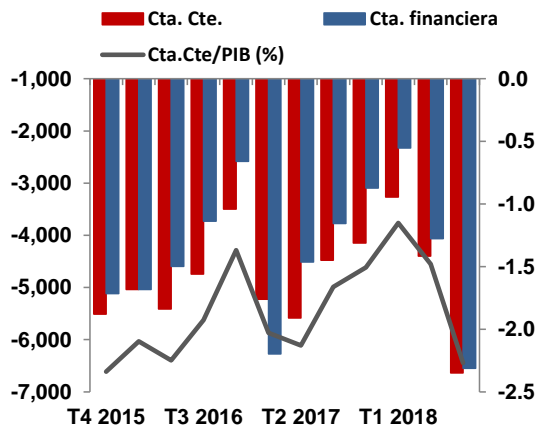
Gráfico 6.4
Importaciones de bienes de capital
(%; a/a)



Enero 2011-Octubre 2018
Fuente: BCCh.

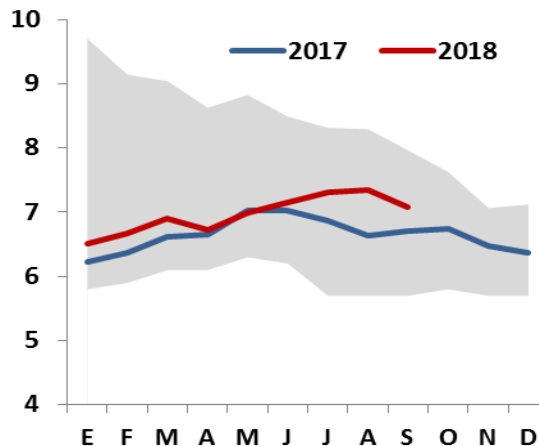
Respecto a la Balanza de Pagos de 3T18, la cuenta corriente cerró con un déficit de US\$3.395 millones, lo cual representa un 4,9% del PIB y un déficit acumulado de 2,3% del PIB en cuatro trimestres (gráfico 6.5). El resultado deficitario de 3T18 se debe en primer lugar a un saldo negativo de la renta, seguido de un déficit en la balanza comercial de bienes y servicios no financieros. Por su lado, la cuenta financiera reflejó un endeudamiento neto con el resto del mundo, lo cual se explica por entradas de capital por US\$5.012 millones.

Gráfico 6.5
Cta. Cte y PIB acumulados en 4 trimestres
(Millones de dólares; %)



1T2015-3T2018
Fuente: BCCh

Gráfico 6.6
Tasa de desempleo por meses*
(%)



*El área sombreada corresponde al rango (mínimo y máximo) de la tasa de desempleo del mes pertinente, entre 2010 y 2017.
Fuente: INE y Zahler&Co.

Mercado laboral

En lo que va corrido del año, el aumento registrado en la tasa de desempleo se debe principalmente a que la fuerza de trabajo está creciendo a un mayor ritmo que la ocupación. En el trimestre móvil terminado en septiembre la tasa de desempleo (INE) fue 7,1%, (ago: 7,3%), con un aumento de 0,4 pp respecto de igual mes del año 2017 (6,7%) (gráfico 6.6). En dicho trimestre, la fuerza de trabajo aumentó 0,9% a/a, en tanto que el empleo lo hizo en 0,5% a/a. En los últimos doce meses se crearon alrededor de 43 mil empleos, incididos principalmente por el aumento de asalariados públicos (+54 mil), seguido por asalariados privados (+49 mil) y los trabajadores por cuenta propia (+3 mil). En contraposición de los aumentos anteriores, destaca la caída de los puestos de trabajo en los empleadores (-35 mil) y en el personal de servicio (-24 mil). Para 2018 y 2019 proyectamos una tasa de desempleo promedio en torno al 7,0%.

Durante septiembre, el Índice de Remuneraciones creció 1,3% a/a en términos reales. Para diciembre del 2018 proyectamos un alza promedio de los salarios reales de 2,1% a/a.

Inflación

En octubre la inflación fue 0,4% m/m y 2,9% a/a (septiembre: 3,1% a/a). En la variación m/m, la baja experimentada por el precio de la energía (-0,2%) y el aumento de los alimentos (+0,7%) incidió fuertemente en la inflación. Respecto a la inflación subyacente, el IPCSAE (excluye alimentos y energía) aumentó 0,3% m/m y 2,1% a/a (gráficos 6.7 y 6.8). Nuestras proyecciones apuntan a que en noviembre la inflación será de 0,2% m/m, contenida principalmente por la baja en el precio de la gasolina.

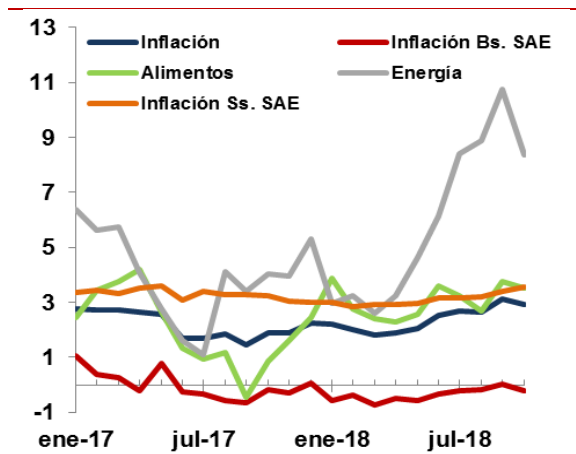
Las expectativas de inflación a doce meses convergen a la meta del BC. En la EEE de noviembre, los encuestados mantuvieron la proyección de la inflación anual a doce meses en

3,0%, en tanto que en la última EOF post RPM, la mediana de las proyecciones de inflación para los próximos doce meses se ubicaría en 3,0%.

De otro lado, destaca la **fuerte caída en las expectativas de inflación anual del mercado**, en base a la diferencia entre las tasas de interés de instrumentos financieros del BC en UF y en CLP. En efecto, **en el último mes la inflación anual implícita con base en el diferencial de tasas del BCP y BCU a 10 años pasó de más de 3,0% a 2,88% al cierre de este Informe.**

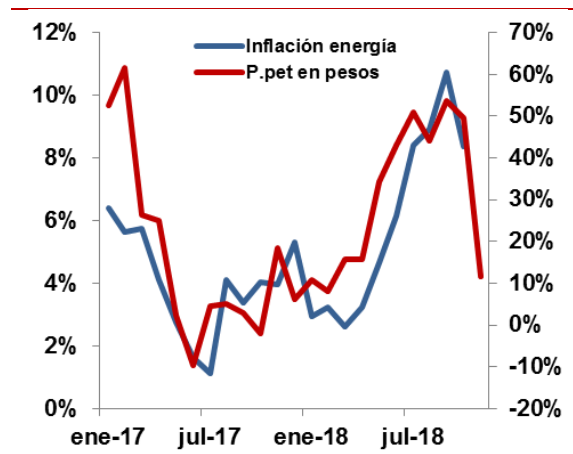
Nuestras proyecciones apuntan a una inflación a/a de 2,9% en diciembre de este año y el próximo.

Gráfico 6.7
Inflación*
(%; a/a, a octubre)



*Bs.SAE: bienes sin alimentos ni energía; Ss.SAE: servicios sin alimentos ni energía.
Enero 2017-Octubre 2018
Fuente: INE.

Gráfico 6.8
Inflación energía y precio petróleo en pesos
(%; a/a)



Enero 2017-Noviembre 2018
Fuente: Bloomberg e INE.

Economía Nacional

Mercados financieros y cambiarios

En la RPM de octubre, el BC decidió aumentar la TPM en 25 puntos base, ubicándola en 2,75%. En su minuta, publicada el 6 de noviembre, la autoridad plantea que el principal argumento para aumentar la TPM es la validez del escenario base del último IPoM, razón por la cual aumentar la tasa generaría mayor gradualidad en la convergencia a su nivel neutral. Además, se apoya la decisión argumentando que la economía llevaba creciendo varios trimestres por sobre el nivel potencial junto con una inflación que se aproxima al 3%. **Proyectamos una TPM de 2,75% para diciembre de este año y de 3,25% para fines de 2019.**

Al cierre de noviembre, las tasas de interés de los bonos de largo plazo del BC en general aumentaron con respecto al cierre de octubre. El BCP-10 se ubicó en 4,39% (-14 pb) al cierre de este informe, mientras que la tasa de interés del BCU-10 fue 1,6% (sin cambios). A su vez, las tasas de interés del BC a 5 años plazo cayeron 4 pb. en pesos (a 4,29 %) y 1 pb. en UF (a 1,33%) (gráfico 6.9). **Proyectamos que la tasa de interés del BCU-10 se ubicará en 1,56% a diciembre de 2018.**

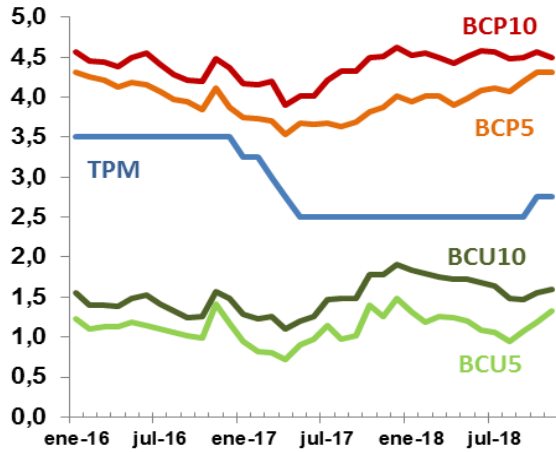
La inflación implícita en los bonos de largo plazo del BC bajó para todos los plazos. A dos años plazo bajó en 28 pb. (2,63%), a 5 años en 3 pb (2,96%) y 14 años en 10 pb. (2,79%).

El Banco Central publicó el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre. Ahí señala que el sistema financiero chileno no muestra cambios importantes y que las condiciones de financiamiento externo lucen menos favorables que en años anteriores. Además, enfatiza que el principal riesgo para la estabilidad financiera se centra en una corrección abrupta de varios precios de activos que podrían elevar el costo de financiamiento externo. Todo esto en un escenario de políticas monetarias normalizadas en varias economías desarrolladas y donde el apetito por riesgo de los inversionistas es elevado.

El TCN subió durante noviembre con respecto a octubre, impulsado por el descenso del precio del cobre. Al cierre de este Informe, el TCN alcanzaba a \$676 por dólar. Según nuestras estimaciones, el CLP actualmente estaría subvaluado en relación a sus fundamentos macroeconómicos de corto plazo (gráfico 6.10). **Para el resto del año, proyectamos que el CLP en diciembre promediaría los \$668 por dólar, y en 2010 proyectamos un promedio de \$ 667.**

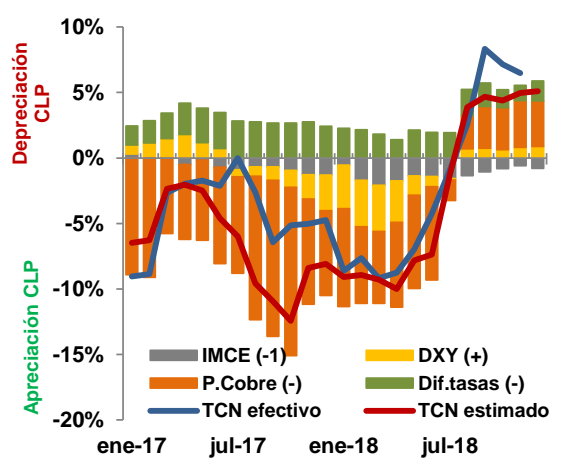
En términos reales, estimamos que el TCR se encontraría en torno a 91,7 al mes de diciembre, nivel que se mantendría en diciembre.

Gráfico 6.9
Tasas de interés libre de riesgo en Chile
 (%)



Enero 2016-Noviembre 2018
 Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6.10
Tipo de cambio nominal*
 (%; a/a)



*Diferencial de tasas corresponde la tasa swap a 6 meses en Chile menos igual tasa en EE.UU.
 Enero 2017-Diciembre 2018
 Fuente: Bloomberg y Zahler & Co.

Glosario

A

ACHS: Asociación Chilena de Seguridad

B

BC: Banco Central de Chile

BCE: Banco Central Europeo

BOJ: Banco Central de Japón

C

CCHC: Cámara Chilena de la Construcción

CE: Comisión Europea

COCHILCO: Comisión Chilena del Cobre

CNC: Cámara Nacional de Comercio

COPOM: Comité de Política Monetaria

E

EEE: Encuesta de Expectativas Económicas

EOF: Encuesta de Operadores Financieros

F

FED: Banco de la Reserva Federal de EE.UU.

FMI: Fondo Monetario Internacional

FOMC: *Federal Open Market Committee*

I

IED: Inversión Extranjera Directa

IMACEC: Indicador Mensual de Actividad Económica

IMACON: Indicador Mensual de Actividad de la Construcción

INE: Instituto Nacional de Estadísticas

IGPA: Índice General de Precio de Acciones

IPP: Índice de Precios al Productor

IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones

ISM: *Institute for Supply Management*

M

Mdb: Millones de barriles al día

MH: Ministerio de Hacienda.

O

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo

P

PCE: *Personal Consumption Expenditure*

PIB: Producto Interno Bruto

PBC: Banco Central de la República de China

PMI: *Purchasing Managers Index*

PPP: *Purchasing Power Parity*

S

S&P: *Standard and Poor's*

SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

SOFOFA: Sociedad de Fomento Fabril

T

TPM: Tasa de Política Monetaria

U

UCH: Universidad de Chile

UE: Unión Europea

UME: Unión Monetaria Europea

m/m: Comparación mensual

t/t: Comparación trimestral

a/a: Comparación anual

1T17: Primer Trimestre de 2017

2T17: Segundo Trimestre de 2017

3T17: Tercer Trimestre de 2017

4T17: Cuarto Trimestre de 2017

1T18: Primer Trimestre de 2018

2T18: Segundo Trimestre de 2018

3T18: Tercer Trimestre de 2018

4T18: Cuarto Trimestre de 2018