



CAPÍTULO 1

# Escenario Macroeconómico

La economía chilena continúa su adaptación a los cambios en el escenario externo. El giro de la economía mundial, iniciado hace un par de años, se caracteriza por dos elementos principales. Primero, por el aparente fin del superciclo de precios de materias primas, en buena parte por la desaceleración de la economía china y la respuesta rezagada de la producción a los altos precios del pasado. Segundo, por condiciones financieras menos favorables derivadas del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos, con efectos sobre el valor de las monedas y distintos activos financieros a nivel global.

Entre 2010 y 2012 Chile creció a tasas por sobre 5%, ayudado por la recuperación mundial después de la crisis de 2008-2009, el marcado estímulo de las políticas macroeconómicas internas con que se enfrentó esta crisis, el esfuerzo de reconstrucción tras el terremoto de 2010 y el fuerte impulso proveniente del boom minero. Sin embargo, a principios de 2013 la actividad comenzó a mostrar signos de menor dinamismo. La economía se expandió 4,3% ese año y sólo 1,9% en 2014. El punto más bajo en este período se registró en el tercer trimestre del año pasado, cuando la economía creció apenas 1%. Desde entonces la actividad se ha dinamizado algo más, pero sin lograr un fortalecimiento sostenido: creció 1,8% en el cuarto trimestre de 2014, 2,5% el primer trimestre de este año y sólo 1,9% en el segundo trimestre de 2015.

Durante este año la actividad se ha visto afectada por un empeoramiento en las condiciones externas –con una significativa caída del comercio mundial de más de 12% en el primer semestre–, fenómenos climáticos adversos registrados en la zona norte del país y un deterioro en la confianza de las empresas y las personas. En este contexto, las perspectivas para el crecimiento del año se han corregido de manera importante a la baja. El Ministerio de Hacienda estima

que este año la economía crecerá 2¼%, comparable al rango de 2%-2,5% presentado por el Banco Central en su IPoM de septiembre.

Entre 2003 y comienzos de 2011, y con una interrupción transitoria durante la crisis financiera global, Chile se benefició de precios del cobre crecientes. La percepción sobre la persistencia de este fenómeno fue cambiando. Inicialmente, se consideró dicho fenómeno como algo estrictamente transitorio, por lo que los ingresos asociados al alza en el precio se ahorraron. Luego, se supuso que era algo duradero, lo que generó un fuerte estímulo a la inversión minera e importantes eslabonamientos hacia otros sectores económicos. Así, por ejemplo, rubros manufactureros que proveen insumos a la minería, sectores de servicios e inmobiliarios vivieron un periodo de fuerte dinamismo. A su vez, la percepción de elevados ingresos de carácter persistente acompañada por condiciones financieras globales laxas estimularon el consumo, mientras que el aumento sistemático del Precio de Referencia del Cobre utilizado en el cálculo del Balance Estructural impulsó el gasto fiscal. Con esto se pasó desde un superávit fiscal de 6,3% del PIB promedio en 2006-2008, a uno de 0,4% del PIB en promedio 2011-2013, aun cuando en este segundo periodo el precio del cobre fue 50 centavos mayor. Todo lo anterior tuvo como correlato un creciente déficit en cuenta corriente hasta fines de 2013, y un persistente fortalecimiento del peso.

El aparente fin del superciclo de las materias primas ha tenido un impacto significativo en la inversión y el crecimiento de la economía chilena. La caída en el precio del cobre ha significado que las inversiones en minería se hayan pospuesto o reformulado, con el consiguiente freno en la inversión agregada, en la demanda por insumos y en la percepción de riqueza. La caída en el precio de las materias primas ha teni-

do un impacto muy significativo en las economías de la región, varias de las cuales son importantes socios comerciales de Chile, lo que ha puesto un freno a algunas de las exportaciones del país.

Asimismo, el inicio del proceso de retiro del estímulo monetario en Estados Unidos (*“tapering”*), anunciado a mediados de 2013 y materializado a comienzos de 2014, ha elevado las tasas de interés de mediano y largo plazo a nivel global, ha disminuido el apetito por riesgo y, en el caso de Chile, adicionó otra fuerza a la debilidad de la moneda. Si bien la depreciación del tipo de cambio es un elemento clave para el ajuste de la economía en el mediano plazo, en el corto plazo ha contribuido a una mayor inflación y ha frenado algunos componentes del consumo y la inversión.

A los factores externos de la desaceleración se suman causas internas<sup>1</sup>. Los elevados precios de la energía desde hace ya varios años han mermado competitividad en una serie de sectores. A eso se agregan las dificultades para la materialización de nuevos proyectos de inversión, principalmente en los sectores energético y minero, y la ralentización de la productividad que se observa desde mediados de la década pasada. La incertidumbre de corto plazo, asociable a algunas de las reformas del gobierno, también podría haber incidido en el clima de negocios. A esto se agregó más recientemente el clima de crispación derivado de escándalos que vinculan a los negocios con el financiamiento irregular de la política, lo que ha mermado la confianza, tanto de empresas como de personas, afectando decisiones de gasto.

En las semanas previas al cierre de este informe las condiciones externas tendieron a empeorar, aunque en lo más reciente parecen haberse estabilizado. Ante datos de menor crecimiento, en junio se produjo una severa corrección en los precios de las acciones en China, lo que llevó a su banco central a devaluar el yuan de manera significativa. A fines de agosto se conocieron datos de exportaciones que nuevamente estuvieron por debajo de lo esperado, lo que generó un desplome de la bolsa de Shanghái y de las plazas bursátiles mundiales. El índice de volatilidad VIX tanto de Estados Unidos como de la Zona Euro superó los 40 puntos base. Las monedas a nivel global se depreciaron con fuerza y los precios de las materias primas se derrumbaron: el cobre llegó a cotizarse en US\$ 2,23/libra y el petróleo Brent en US\$ 45/barril. En el caso de Chile, las noticias del ámbito externo se tradujeron en una fuerte depreciación del peso, que se cotizó por sobre los \$ 700 en agosto, y en una caída de la bolsa en torno a 4%.

Los acontecimientos recientes muestran que los riesgos del escenario mundial son significativos. Con todo, la economía chilena tiene sólidos fundamentos para hacer frente a un escenario externo menos favorable. El país cuenta con una posición de liquidez internacional amplia, las cuentas externas están balanceadas, la política monetaria tiene reconocida credibilidad y la posición financiera del Gobierno es solvente. Además, el sistema financiero es robusto y la banca está bien capitalizada.

Bajo el supuesto de que las condiciones externas mejoran marginalmente, se prevé una expansión de la economía de 2¾% para 2016 y de 3¾% para 2017, alcanzando el crecimiento de tendencia en 2018.

La gradual recuperación prevista para el crecimiento económico del próximo año se basa en varios factores que interactúan entre sí. Primero, la mejora en las con-

---

<sup>1</sup> El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su último artículo IV sobre Chile señala que gran parte de la desaceleración del país se debe a causas externas.

diciones globales, con un crecimiento mundial algo mayor que en 2015, favorecerán a nuestro sector externo. Segundo, la depreciación real del tipo de cambio ha permitido ganar competitividad a una serie de sectores exportadores y sustituidores de importaciones. Esto es fundamental como incentivo para promover la reasignación de recursos necesaria para que la economía crezca bajo condiciones externas distintas a las del pasado, donde la minería, si bien seguirá siendo un sector clave de la economía, no jugará el rol que tuvo hasta hace un par de años. Lo mismo con sectores directamente asociados con la demanda interna y el ingreso disponible.

Este proceso de reasignación no es instantáneo, requerirá de un tiempo de maduración. Además, para que la depreciación real del peso sea sostenida se requerirá una combinación de política macroeconómica adecuada, con la política monetaria jugando un papel de estímulo preponderante, una consolidación fiscal gradual y un esfuerzo de contención de costos. Así, y de no mediar una profundización de las turbulencias externas y un empeoramiento en el crecimiento de nuestros socios comerciales, en los próximos trimestres debiera observarse un mayor dinamismo en los sectores transables conforme el proceso de reasignación vaya materializándose.

Tercero, el Banco Central ha mantenido una tasa de política monetaria baja que se ha traspasado a las tasas de mercado, reduciendo el costo del crédito de corto y largo plazo. Dados sus rezagos habituales, esta política monetaria estimuladora seguirá teniendo un impacto relevante y transversal en las decisiones futuras de inversión y de consumo, aun cuando se materialicen algunas alzas de la tasa de política, tal como se depende de los precios de mercado.

Cuarto, la caída en los precios de los combustibles a nivel global generará ganancias reales de ingresos, que también se reflejarán en un mayor dinamismo

de la demanda. A lo anterior se suma la reducción que han experimentado los precios internos de la energía, tanto por condiciones climáticas más favorables para la generación hídrica como por los exitosos resultados de la implementación de la Agenda de Energía.

Por último, conforme avanza el proceso de reformas y se materializa un diseño adecuado, la incertidumbre debiera atenuarse. Esto también favorecerá la recuperación del crecimiento.

Luego de un año de importante expansión fiscal en 2015, el Gobierno iniciará un gradual proceso de consolidación fiscal. Así, el Presupuesto 2016 contempla una reducción en el déficit estructural de 0,3% del PIB. Dado el crecimiento de los ingresos estructurales para el próximo año de 5,9%, que incluyen recursos adicionales de 0,9% del PIB por la Reforma Tributaria, esto implica una expansión del gasto público de 4,4% respecto del efectivo para este año. Con esto, el impulso fiscal, medido como el cambio en la razón gasto a PIB, será levemente positivo; en tanto que medido como el cambio en el Balance Estructural primario (sin cobre) será marginalmente negativo (Capítulo 2).

Más allá del ajuste al nuevo escenario externo, la economía chilena enfrenta un serio desafío en términos de elevar su crecimiento de mediano y largo plazo. Los resultados del último Comité de Expertos del PIB Tendencial arrojaron una rebaja sustantiva del crecimiento tendencial (Recuadro 2.1). Detrás de esta corrección está la revisión a la baja de las perspectivas para la inversión de este y los próximos años, y una visión menos optimista respecto de la productividad de tendencia de nuestra economía. Este es un tema clave de cara al futuro y, por lo mismo, el Gobierno está realizando importantes esfuerzos en esta materia.

La Agenda de Productividad, Innovación y Crecimiento, lanzada en mayo de 2014, apunta precisamente a

fomentar la productividad, por medio de un impulso decidido a la innovación, mejoras en distintos mercados, mayor financiamiento y apoyo institucional a las empresas en su fase de crecimiento y el fomento a la diversificación productiva. La implementación de esta agenda está avanzada y en términos de impacto sus frutos serán más visibles en los próximos años (Capítulo 4).

Junto con lo anterior, para lograr un crecimiento sostenido de mediano y largo plazo, hay que incrementar el capital humano disponible, posiblemente el mayor cuello de botella para un crecimiento más elevado de la productividad. Para el corto plazo, la capacitación juega un papel fundamental.

El desarrollo del mercado de capitales también será clave para generar ganancias de eficiencia y estimular la inversión. El Ministerio de Hacienda está trabajando muy activamente en el desarrollo de una agenda de perfeccionamiento de los mercados financieros, que debiera cumplir un papel muy importante para estimular la capacidad de crecimiento (Capítulo 3).

### 1.1. ESCENARIO EXTERNO

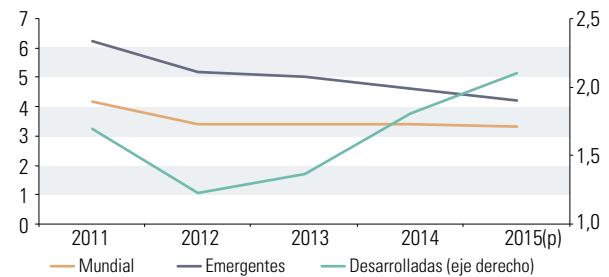
La economía mundial transita por un nuevo ciclo que se caracteriza por una recomposición del crecimiento global con un menor dinamismo de las economías emergentes, caídas generalizadas en los precios de las materias primas, condiciones financieras menos favorables para los países en desarrollo y una incipiente consolidación del repunte en el crecimiento del mundo desarrollado.

La recomposición del crecimiento a nivel global ha significado también una reducción en el ritmo de expansión mundial promedio, después de las elevadas tasas del periodo 2010-2012, en particular, por la sistemática pérdida de dinamismo de China. Si bien en 2014 el crecimiento mundial se mantuvo en 3,4%, el

mundo emergente redujo su ritmo de expansión desde 5,0% en 2013 hasta 4,6% y las economías avanzadas lo incrementaron desde 1,4% en 2013 hasta 1,8%. Para este año se espera que las economías emergentes continúen desacelerándose y crezcan sólo 4,2%, mientras que las economías desarrolladas debieran expandirse 2,1%. Con ello, el crecimiento mundial alcanzaría 3,3% este año (Gráfico 1.1).

#### GRÁFICO 1.1

Crecimiento del PIB  
(Variación anual, porcentaje)

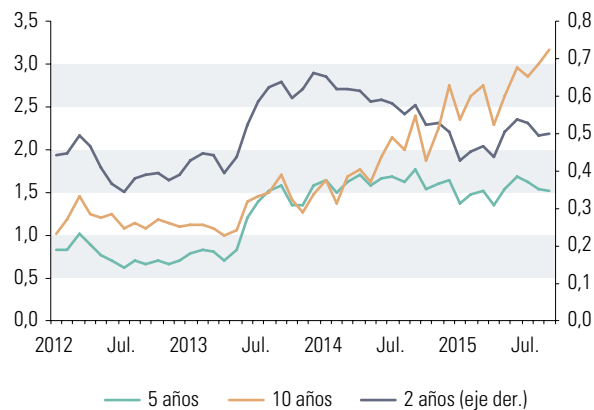


Fuente: FMI

En Estados Unidos el crecimiento alcanzó 2,4% durante 2014, superando las expectativas y ubicándose por sobre el del año previo. A comienzos de este año la economía norteamericana enfrentó un sorpresivo freno en su dinamismo, asociado a factores climáticos. Sin embargo, las expectativas de crecimiento para lo que queda del año se han mantenido favorables. El mercado laboral se ha mostrado robusto y la inflación bajo control. En este escenario, la Reserva Federal (FED) ha comunicado que se acerca el momento de alzas en la tasa de política monetaria, pero que éstas se harían con lentitud y sólo en la medida que se cumplan los objetivos de pleno empleo y de una inflación cercana a 2%. En virtud de lo anterior, las tasas de interés de mediano y largo plazo han aumentado de manera importante en los últimos meses (Gráfico 1.2) y el dólar se ha tendido a apreciar de manera significativa, en torno a 20%

GRÁFICO 1.2

Tasa de Interés de Bonos del Tesoro de EE.UU.  
(Porcentaje)



Fuente: Bloomberg

en términos multilaterales entre comienzos de 2014 y septiembre de 2015. De acuerdo a las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), Estados Unidos crecería en torno a 2,5% en 2015 (*World Economic Outlook* de julio)<sup>2</sup>.

La Zona Euro registró un crecimiento de 0,9% anual en 2014, su primer registro positivo tras dos años consecutivos de caídas. Sin embargo, la recuperación de la región se ha dado a un ritmo más lento de lo que se esperaba y con una gran heterogeneidad. Los altos niveles de endeudamiento público y privado, la fragmentación financiera y la lenta mejora del mercado laboral han limitado la recuperación de la demanda interna en la mayoría de los países. Además, las tensiones en torno a las negociaciones entre el gobierno griego, las autoridades europeas y el FMI han introducido una significativa volatilidad en los mercados financieros de la región, dificultando aún más el

proceso de recuperación. El Banco Central Europeo (BCE) ha buscado contribuir al crecimiento y a evitar riesgos deflacionarios con una serie de estímulos monetarios, dentro de los que se cuenta el programa de compra de bonos o relajo cuantitativo.

En 2015 se han comenzado a evidenciar algunos signos de afianzamiento en la recuperación de esta región. La demanda interna ha mostrado mayor dinamismo, pero la inflación se mantiene excesivamente baja, y los ritmos de avance se mantienen heterogéneos. Mientras que Alemania y España lideran el crecimiento del grupo, Francia e Italia no han logrado que sus economías repunten de manera robusta. Así, de acuerdo con las estimaciones del FMI, se espera que la Zona Euro crezca 1,5% este año, similar a la proyección de 1,4% de *Consensus Forecasts* de septiembre.

En el caso de China, durante 2014 su economía experimentó una importante desaceleración y creció sólo 7,4%, la cifra más baja de las últimas décadas. Este menor crecimiento se produjo en circunstancias que el país se encuentra transitando hacia un modelo de crecimiento más balanceado, con una mayor preponderancia del consumo en desmedro de la inversión y las exportaciones. Una serie de riesgos tales como el alto endeudamiento de hogares y empresas, la posibilidad de una fuerte corrección en el sector inmobiliario y la presencia de instituciones financieras con insuficiente regulación y supervisión prudencial (*shadow banking*), han estado amenazándola en esta fase de ajuste.

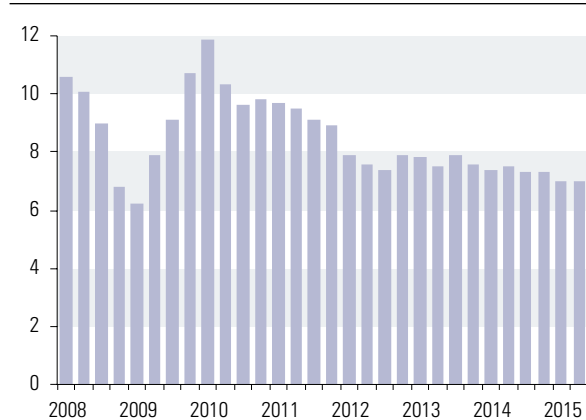
Durante este año, la economía china ha continuado desacelerándose, creciendo 7% en los dos primeros trimestres (Gráfico 1.3). En las últimas semanas se han conocido cifras de actividad decepcionantes, lo que ha producido importantes tensiones financieras, con una reversión abrupta del alza bursátil de fines del año pasado. La autoridad ha adoptado diversas medidas, entre las cuales se incluye una fuerte depre-

<sup>2</sup> Las proyecciones mundiales contenidas en este informe se basan en el último WEO del FMI disponible, correspondiente a julio de 2015. La primera semana de octubre, después de publicado este informe, se darán a conocer las nuevas proyecciones del FMI.

ciación del yuan (Gráfico 1.4), la rebaja de las tasas de interés y recortes en los encajes bancarios. Según las proyecciones tanto del FMI de julio como las de *Consensus Forecasts* de septiembre, el proceso de desaceleración de China continuaría a lo largo del año para cerrar con un crecimiento de 6,8%.

### GRÁFICO 1.3

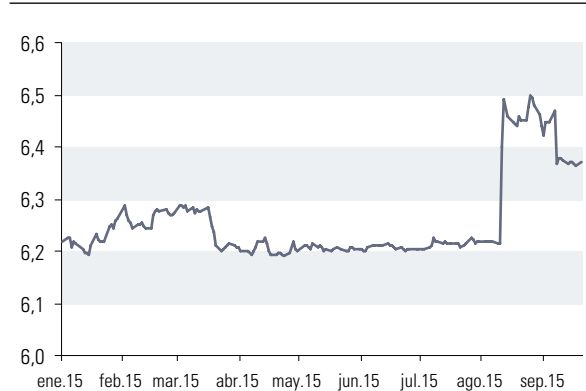
Crecimiento de China  
(Variación real anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg

### GRÁFICO 1.4

Paridad Yuan/Dólar  
(Yuan/dólar)



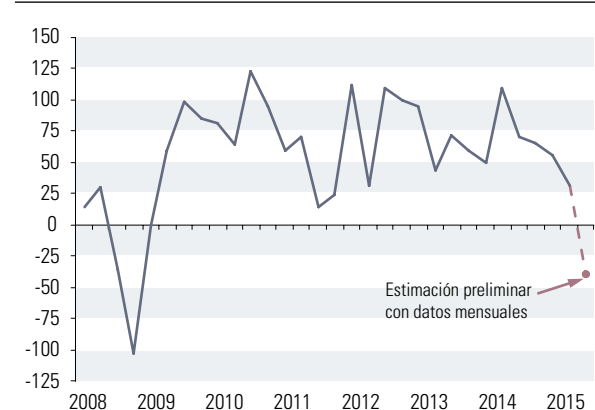
Fuente: Bloomberg

La elevada volatilidad de los mercados financieros derivada de los bajos datos de actividad en China ha generado un aumento en la aversión al riesgo a nivel global, empeorando las condiciones financieras que enfrentan los países emergentes. En los últimos meses, junto con depreciaciones generalizadas en las monedas de estas economías y caídas bursátiles, se ha observado una importante reducción en los flujos de capital hacia ellas (Gráfico 1.5).

El deterioro del crecimiento de China sumado a la apreciación global del dólar, derivada del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos, han significado una sustantiva corrección de los precios de las materias primas. Entre las que más corrigieron a la baja sus precios se encuentran el cobre y el petróleo, que cayeron cerca de 11% y 45%, respectivamente en 2014. Durante el año en curso, las tendencias a la baja se han mantenido. En septiembre de 2015, el precio del cobre se cotizaba en niveles cercanos a US\$ 2,4/libra y se proyecta que

### GRÁFICO 1.5

Flujos de Capital de Cartera (acciones y deuda) de los No-Residentes a Economías Emergentes  
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Institute of International Finance (IIF).

Nota: Datos oficiales de Balanza de Pagos hasta el cuarto trimestre de 2014.

cierre el año con un promedio de US\$ 2,52/libra, muy por debajo de lo que se esperaba a comienzos de año. En tanto, el precio del petróleo Brent alcanzaba valores cercanos a US\$ 46/barril al cierre de este informe y se espera que promedie US\$ 55/barril este año (Gráfico 1.6).

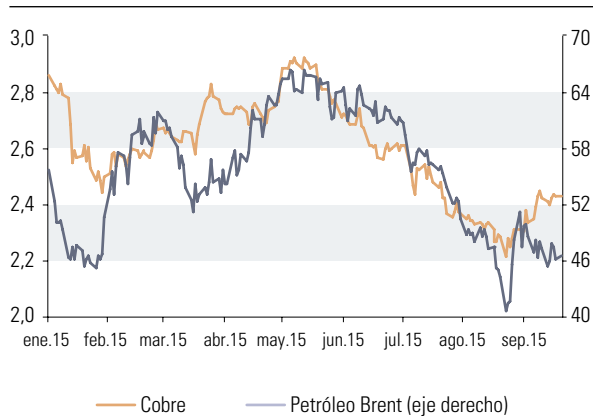
Debido a su alta dependencia de las exportaciones de materias primas, los países de América Latina han visto mermado de manera importante su crecimiento. En algunos casos se han agudizado los desequilibrios macroeconómicos, con ampliaciones en los déficits públicos y de cuenta corriente. Las monedas en la región han tendido a depreciarse de manera generalizada, generando presiones inflacionarias, lo que ha limitado el margen de acción para la política monetaria en varios países. A su vez, la caída en los precios de las materias primas ha incidido en las finanzas públicas, lo que también ha acotado los espacios para efectuar políticas fiscales contracíclicas. Así, la región como un todo creció sólo 1,3% en 2014 y se espera que la desaceleración continúe durante 2015. El FMI proyecta un crecimiento de sólo 0,5% para este año (WEO julio),

mientras que *Consensus Forecasts* de septiembre prevé una contracción de 0,6% (Gráfico 1.7).

En este contexto, la situación de Brasil, el principal socio comercial del país en la región (con más de 35% del total de las exportaciones chilenas a Sudamérica), resulta particularmente preocupante. Desde hace unos trimestres, su economía se encuentra estancada o contrayéndose, afectada por peores condiciones externas y un complejo escenario político, ligado a escándalos de corrupción y problemas del gobierno. Las altas tasas de inflación, un déficit externo persistente y un deterioro significativo de las cuentas fiscales han dejado poco margen a las autoridades y en los últimos trimestres la situación económica ha empeorado. El gobierno ha buscado restablecer los equilibrios macroeconómicos mediante un programa de ajuste fiscal, pero con poco éxito hasta el momento. Ante este escenario, la agencia *Standard and Poor's* recientemente rebajó la clasificación crediticia de Brasil (desde BBB- a BB+), perdiendo con ello el grado de inversión. Esto podría significar que la economía deba enfrentar condiciones crediticias aún más res-

**GRÁFICO 1.6**

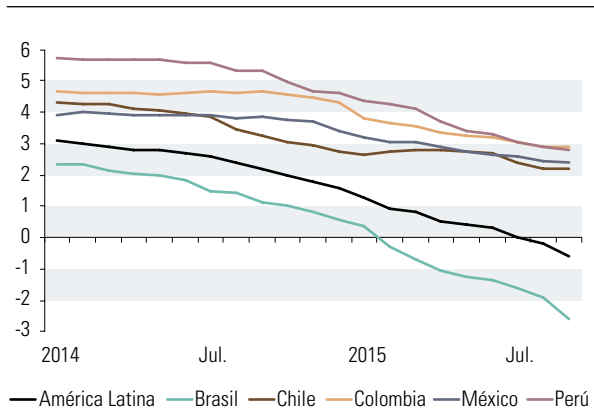
Precio del Cobre y Petróleo  
(US\$/libra, US\$/barril)



Fuente: Bloomberg

**GRÁFICO 1.7**

Expectativas de Crecimiento del PIB para 2015  
(Variación real anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts, septiembre 2015



trictivas. En este contexto *Consensus Forecasts* proyecta que Brasil se contraerá 2,6% en 2015, después de haberse expandido sólo 0,1% en 2014.

En el caso de Perú y Colombia, otros dos importantes socios comerciales en la región, sus economías se han desacelerado de manera sustantiva a lo largo de este año y la caída en los precios de las materias primas ha impactado severamente sus cuentas externas y sus balances fiscales. De acuerdo con *Consensus Forecasts*, para este año se espera que Perú crezca 2,8% y que su déficit en cuenta corriente se eleve hasta 4,6% del PIB. Colombia, por su parte, crecería 2,9% y cerraría con un déficit de cuenta corriente de 5,8%. Los gobiernos de ambos países han reaccionado a esta situación con importantes ajustes fiscales y sus monedas se han depreciado con intensidad, particularmente en el caso de Colombia.

## 1.2. ESCENARIO INTERNO

### 1.2.1. Actividad, Demanda y Mercado Laboral

Al igual que la mayoría de las economías emergentes y de la región, Chile atraviesa una fase de ajuste ante el nuevo escenario económico global. Este ajuste ha significado una importante desaceleración de la economía, que ha sido más pronunciada de lo que se esperaba (Gráfico 1.8).

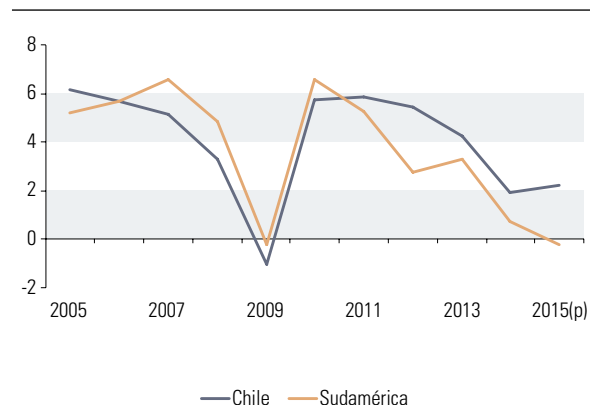
El fin del ciclo de altos precios del cobre ha tenido un fuerte impacto en la inversión del país. Desde mediados de la década pasada hasta 2013, la inversión estuvo liderada por la minería impulsada por elevados precios del cobre. La inversión en este sector pasó de representar 3% de PIB (10% de la inversión total) en 2005 a 8% del PIB (30% de la inversión total) en 2013.

Con la desaceleración de China y la caída en el precio del mineral, sumado a dificultades en la materialización

de proyectos relacionadas con elementos específicos, principalmente elevados costos de la energía y escasez de recursos hídricos, la inversión en el sector minero se ha frenado de manera sustantiva. Así, por ejemplo, en 2014 la inversión en minería se contrajo en más de 10% y para 2015 también se espera una caída (Gráfico 1.9).

**GRÁFICO 1.8**

Crecimiento de Chile y Sudamérica  
(Variación real anual, porcentaje)

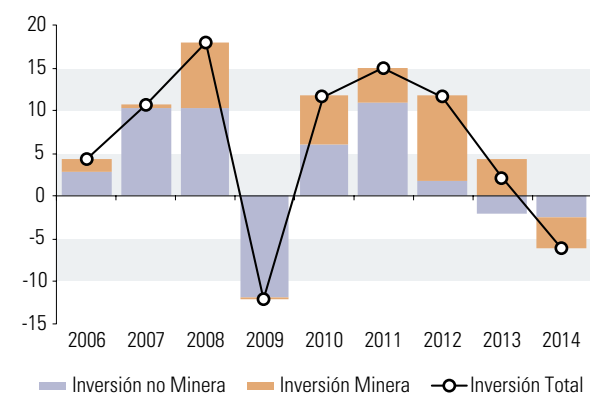


Fuente: Banco Central de Chile, FMI

Nota: Proyección 2015 corresponde a WEO de julio.

**GRÁFICO 1.9**

Formación Bruta de Capital Fijo  
(Variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

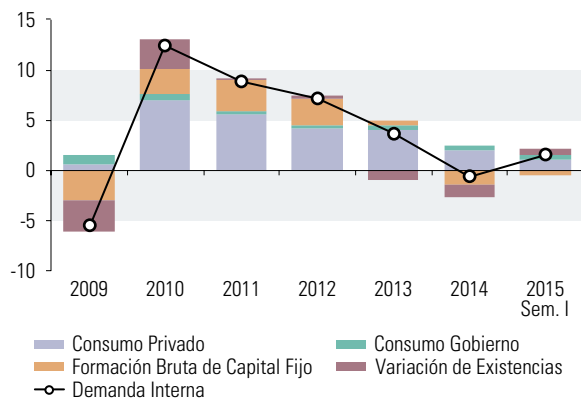
El freno en la inversión minera se tradujo en una importante contracción de la inversión total. La formación bruta de capital fijo tuvo una caída de 6,1% en 2014, con una fuerte incidencia del componente de maquinarias y equipos. A esto se agregó una significativa reducción de inventarios, del orden de 0,6% del PIB. El consumo privado, por su parte, se mostró algo más resiliente al ciclo de desaceleración gracias a la fortaleza que ha exhibido el mercado laboral, lo que le permitió crecer 2,5%. De esta forma, la demanda interna tuvo una contracción de 0,6% durante 2014. El primer semestre de este año se observó un repunte en la demanda interna, que creció 1,6%, explicado por una reacumulación de inventarios, y por una caída menos intensa de la inversión en capital fijo (Gráfico 1.10).

En lo que va de 2015, la inversión en capital fijo aún no da muestras claras de recuperación. La inversión en construcción ha mostrado algo de mayor dinamismo en los primeros trimestres del año, pero el componente de maquinaria y equipos ha seguido contrayéndose,

sobre todo en el segundo trimestre (Gráfico 1.11). Por su parte, el consumo privado continúa expandiéndose a tasas relativamente bajas, aunque ha mostrado cierto repunte respecto de su crecimiento más bajo el cuarto trimestre del año pasado (Gráfico 1.12).

**GRÁFICO 1.10**

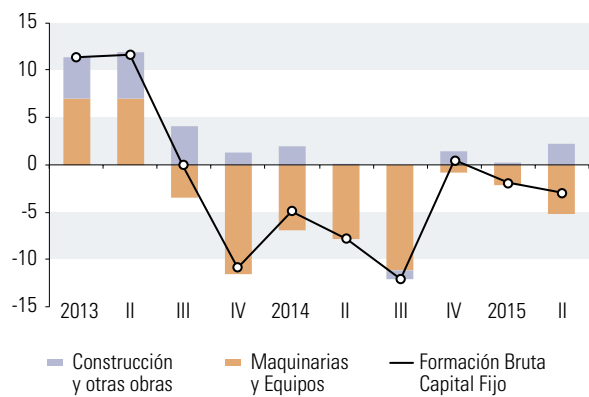
**Demanda Interna**  
(Variación anual e incidencias, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO 1.11**

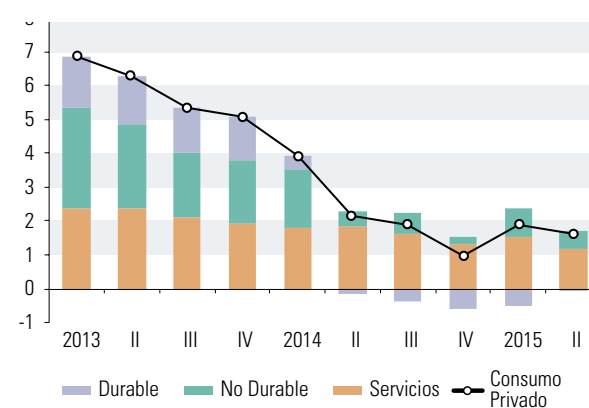
**Crecimiento de la Inversión en Capital Fijo**  
(Variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO 1.12**

**Crecimiento del Consumo Privado**  
(Variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

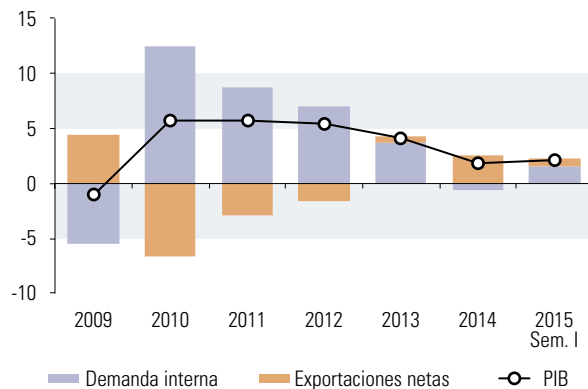
El sector externo contribuyó de manera importante a sostener el crecimiento el año pasado. Si bien se produjo una expansión de las exportaciones de sólo 0,7%, la contracción de 7,0% de las importaciones hizo que las exportaciones netas tuviesen una contribución equivalente a 2,5% en el crecimiento del PIB (Gráfico 1.13). Durante 2015 se ha observado una menor contribución de las exportaciones netas, debido a un importante freno en el crecimiento de las exportaciones manufactureras. Estas se han visto afectadas por la debilidad que exhiben los socios comerciales que demandan este tipo de productos, en especial los países de Latinoamérica, que están creciendo a ritmos bajos y cuyas monedas se han depreciado con fuerza.

En este contexto, la cuenta corriente experimentó un significativo ajuste pasando de un déficit de 3,7% del PIB en 2013 a un déficit de sólo 1,2% del PIB el año pasado, y de 0,1% del PIB en el año móvil terminado el segundo trimestre de este año (Gráfico 1.14). Al comparar la situación de Chile con la de otras economías de la región, se observa que el ajuste en las cuentas exter-

nas no ha podido ser llevado a cabo por todos (Gráfico 1.15). El ajuste de la cuenta corriente de nuestro país es particularmente importante en momentos en que Estados Unidos se apronta a elevar su tasa de interés. Episodios históricos muestran que cuando eso ocurre, las economías que más se ven afectadas son aquellas cuyas cuentas externas no se encuentran balanceadas.

**GRÁFICO 1.13**

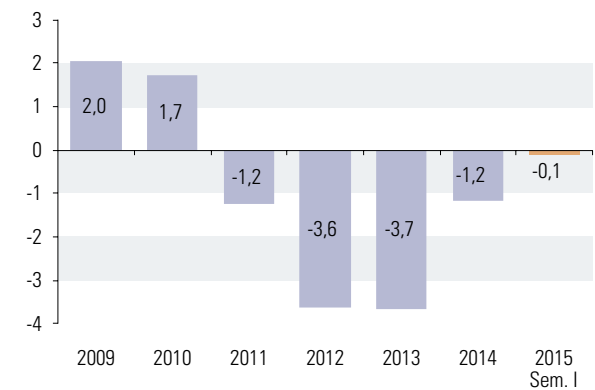
PIB, Demanda Interna y Exportaciones Netas  
(Variación anual e incidencias, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO 1.14**

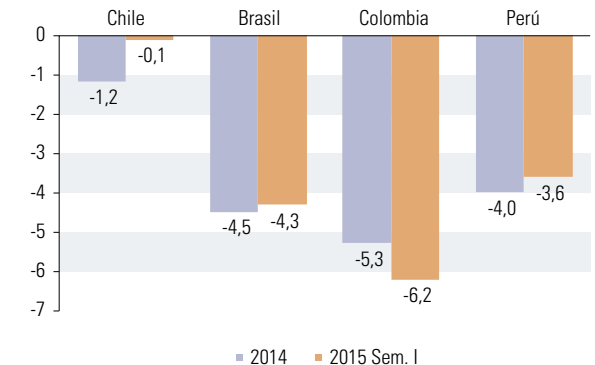
Cuenta Corriente  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO 1.15**

Cuenta Corriente de Chile y Otros Países de Latinoamérica  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Bloomberg

Después de alcanzar en el tercer trimestre del año pasado el crecimiento más bajo en el ciclo actual, la economía comenzó a dar signos de recuperación hacia fines de 2014. En ello incidió el plan de impulso a la inversión pública lanzado en septiembre de ese año (Estado de la Hacienda Pública 2014), la política monetaria expansiva que redujo las tasas de interés de mercado, así como la importante caída en el precio del petróleo a nivel mundial hacia fines de ese año.

La economía continuó recuperándose a comienzos de este año, alcanzando un crecimiento de 2,5% en el primer trimestre (Gráfico 1.16). Sin embargo, el segundo trimestre el crecimiento se volvió a debilitar, incidido por desastres naturales en el norte del país, una desaceleración abrupta de los socios comerciales y un deterioro en la confianza interna afectada por escándalos políticos.

A pesar de la desaceleración de la actividad, el mercado laboral se ha mantenido relativamente estable. La tasa de desempleo ha mostrado cierta tendencia al alza en los últimos trimestres, pero en general esta

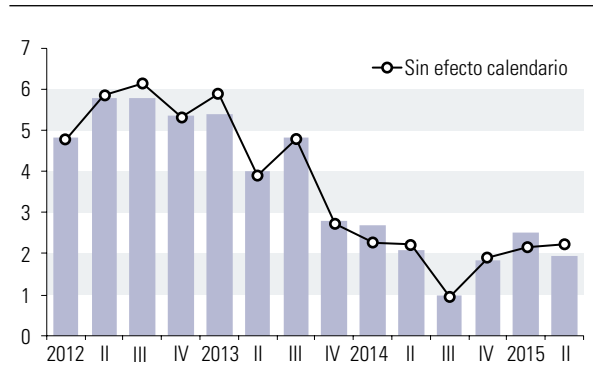
se ubica en niveles bajos de acuerdo a patrones históricos (Gráfico 1.17). Así, por ejemplo, en el trimestre móvil terminado en agosto de este año el desempleo llegó a 6,5% en tanto que el promedio para dicho trimestre móvil en los cinco años anteriores fue de 6,9%.

Detrás del desempleo relativamente bajo está, por un lado, una cierta moderación en el ritmo de expansión de la fuerza de trabajo y, por otra, una creación de empleos que se ha mantenido robusta. El crecimiento del empleo mostró cierta atenuación a comienzos de 2014 por una menor creación de empleos asalariados. Sin embargo, desde mediados del año pasado se ha observado un incremento sostenido en el crecimiento de este componente (Gráfico 1.18).

Así, a agosto se habían creado 178 mil empleos en un año, de los cuales 129 mil eran asalariados. Además, la mayor parte de los puestos de trabajo creados en el último año son privados. Menos de 15% de los nuevos empleos corresponden a empleos en la administración pública, y del resto la mayor parte se ha creado en sectores como construcción y transportes.

**GRÁFICO 1.16**

Crecimiento del PIB  
(Variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO 1.17**

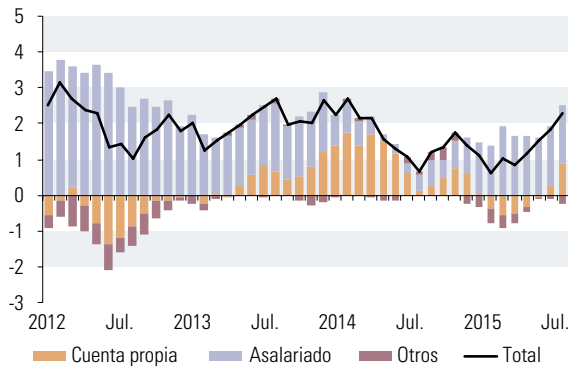
Tasa de Desempleo  
(Porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas

**GRÁFICO 1.18**

Creación de Empleos  
(Variación anual e incidencias, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas

**1.2.2. Inflación y Mercados Financieros**

La inflación cerró 2014 con una variación anual de 4,6%, promediando 4,4% durante el año. La medida subyacente (IPCSEA, que excluye alimentos y energía) cerró con un aumento de 4,3% y un promedio anual de 3,6%. En estos registros incidieron principalmente la fuerte depreciación nominal del peso y, en menor medida, algunos factores puntuales asociados a precios de componentes volátiles.

Durante el primer semestre del año, la inflación tuvo una leve reducción, incidida por una fuerte caída en los precios de los combustibles a fines del año pasado. En aquella oportunidad, los ajustes a los parámetros del Mecanismo de Estabilización de Precios de los Combustibles (MEPCO), realizados a mediados de noviembre, permitieron un traspaso rápido de las reducciones en los valores internacionales a los precios locales (Recuadro 1.1).

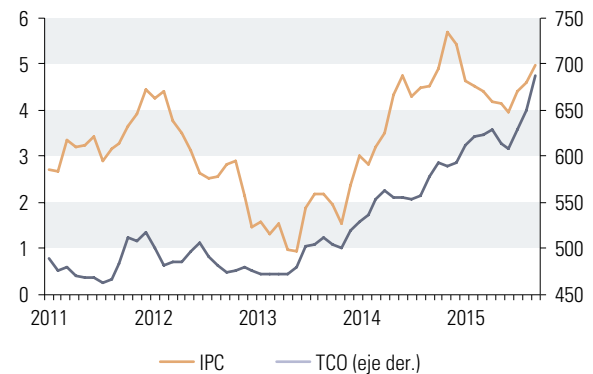
No obstante, a partir de junio se ha producido un incremento en la inflación, en línea con la depreciación adicional que ha experimentado el peso y que

ha llevado el tipo de cambio a valores cercanos a \$ 700 por dólar (Gráfico 1.19). En los aumentos de precio de este año no sólo ha incidido el tipo de cambio, también se ha observado alzas puntuales en alimentos afectados por condiciones climáticas adversas, y alzas en los precios de la electricidad por la toma de razón de decretos tarifarios de más de dos años de antigüedad.

Si bien las expectativas inflacionarias de corto plazo han aumentado en lo más reciente, las de mediano plazo han permanecido en torno a 3% (Gráfico 1.20). Esto demuestra la credibilidad del Banco Central y da cuenta que la mayor inflación reciente es percibida por los agentes de mercado como un fenómeno transitorio, aunque de alguna persistencia dada la aun prevaleciente indexación de la economía.

**GRÁFICO 1.19**

Inflación y Tipo de Cambio  
(Variación anual, pesos por dólar)

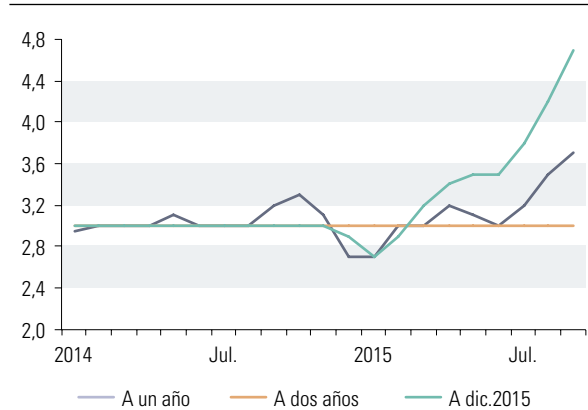


Fuente: INE, Banco Central de Chile

Nota: La inflación anual de 2014 utiliza la serie referencial del IPC (2013=100). Para los datos previos a 2014 se consideraron las variaciones anuales históricas (base 2009=100).

GRÁFICO 1.20

Expectativas de Inflación  
(Variación anual, porcentaje)



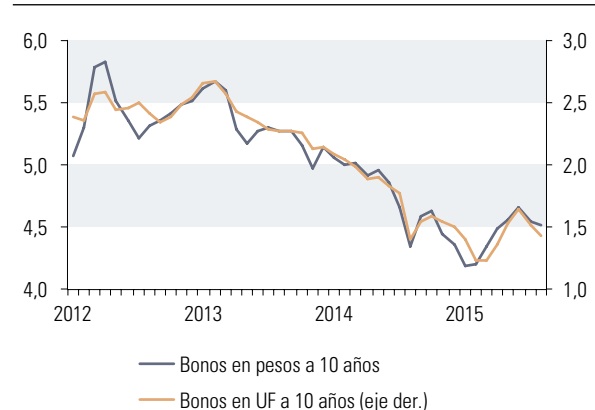
Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile

El hecho que las expectativas inflacionarias a mediano plazo se hayan mantenido ancladas en 3% y que el consenso de mercado estime que el alza en la inflación es de carácter transitorio, han permitido al Banco Central mantener una política monetaria expansiva. En octubre de 2013, el instituto emisor comenzó a reducir su tasa de interés de política, llevándola hasta 3% en octubre de 2014. Desde entonces la ha mantenido estable en ese nivel. Si bien el Banco Central ha anunciado un sesgo al alza para su política monetaria y ha señalado que en su escenario base se debiesen producir dos o tres alzas de tasas en un horizonte de un año y medio, los precios de los activos y las encuestas muestran que la TPM seguirá estando bastante por debajo de sus niveles neutrales por un periodo prolongado.

La menor tasa de política monetaria ha llevado a una baja generalizada en las tasas de interés de largo plazo de la economía, varias de las cuales han llegado a mínimos históricos en meses recientes (Gráfico 1.21). Al cierre estadístico de este informe las tasas nominales a 10 años se cotizan en torno a 4,5%, en tanto que las tasas en UF a ese mismo plazo lo hacen a 1,4%.

GRÁFICO 1.21

Tasas de Interés de Largo Plazo  
(Porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

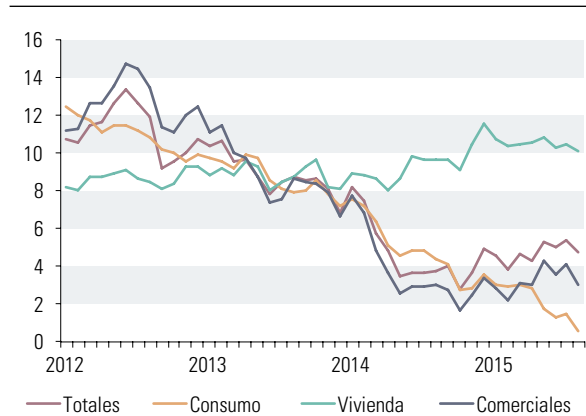
Estas bajas tasas se han traspasado a las tasas de los créditos que enfrentan las personas y las empresas, sobre todo en las de los créditos hipotecarios, que pasaron de cotizarse en UF + 4,4% a fines de 2013 a valores en torno a UF + 3,6% en la actualidad. Las colocaciones comerciales y las totales, que registran un menor dinamismo asociado al acotado crecimiento de la economía, han mostrado un ligero repunte en los últimos meses impulsadas por las bajas tasas de interés. Las colocaciones para vivienda, por su parte, se han mostrado muy dinámicas a lo largo de todo este ciclo, debido fundamentalmente a las condiciones financieras favorables para este segmento del crédito y una demanda por viviendas que se mantiene robusta (Gráfico 1.22).

El ajuste al nuevo escenario externo de la economía chilena requiere un reasignación de recursos desde la minería hacia otros sectores transables, que contribuirán de manera más sustantiva al crecimiento en los años que vienen. Para facilitar este reacomodo es crucial la señal de precios que entrega el tipo de cambio real, que se ha depreciado con fuerza desde fines de

2013 (Gráfico 1.23). El tipo de cambio real pasó de un promedio de \$ 625 entre 2010 y 2013 (medido en pesos de septiembre de 2015), a ubicarse en torno a \$ 672 en promedio desde 2014. Esto ha permitido generar ganancias de competitividad a una serie de sectores que se vieron afectados por un peso fuerte en el pasado.

**GRÁFICO 1.22**

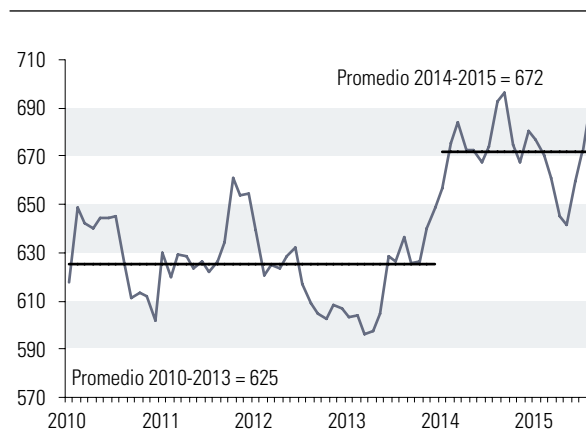
Colocaciones Reales  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO 1.23**

Tipo de Cambio Real  
(Pesos de septiembre de 2015)



Fuente: Banco Central de Chile

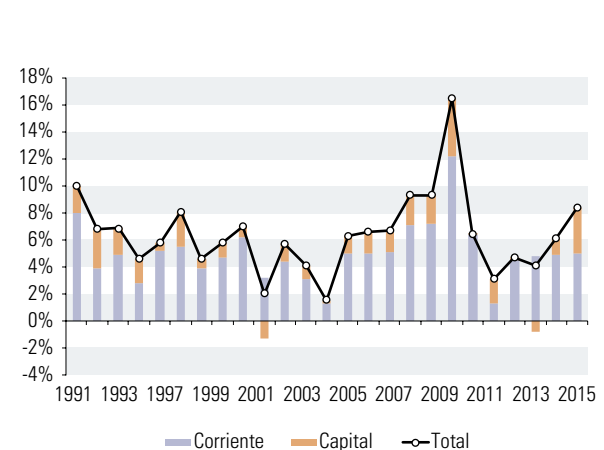
### 1.2.3. Política Fiscal

La política fiscal del gobierno se definió inicialmente con el objetivo de alcanzar un Balance Estructural de 0% del PIB al 2018, pero con márgenes de flexibilidad en el corto plazo. Para atenuar los costos del ajuste de la economía, el Presupuesto 2015 se confeccionó y aprobó con el objetivo de lograr una política estimulativa mediante un incremento transitorio en el déficit estructural. Ello se reflejó en una importante expansión del gasto público, con un fuerte componente de inversión pública (Gráfico 1.24).

Para este año el gasto público total debiera crecer en torno a 8,4% y el gasto en capital en 19,6%. El crecimiento proyectado del gasto público para este año contempla la ejecución plena del Presupuesto, así como otros gastos que han surgido a lo largo del año. En particular, la Ley de Reajuste de Remuneraciones del Sector Público, que significó un incremento superior a los recursos provisionados en la Ley de Presupuestos 2015, el proyecto de ley para incrementar

**GRÁFICO 1.24**

Crecimiento del Gasto Público  
(Variación anual e incidencias, porcentaje)



Fuente: Dipres

el subsidio al Transporte Público, el déficit proyectado en los Servicios de Salud por concepto del gasto operacional, y gastos asociados a las emergencias ocurridas durante el año producto de los desastres naturales.

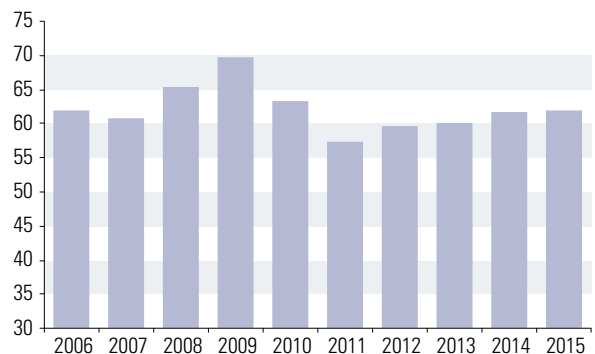
En los primeros ocho meses del año, la inversión pública —el componente con mayor expansión en el Presupuesto 2015— completó una ejecución de 49,7%, en tanto que la ejecución total del gasto alcanzó 61,8%, en línea con la ejecución del año previo (Gráfico 1.25).

Los ingresos públicos, por su parte, se expandirían 1,0%, afectados por la desaceleración del PIB y la demanda interna, y la fuerte caída en el precio del cobre en la segunda parte del año. Esto se compensará por la mayor recaudación proveniente de la Reforma Tributaria del orden de 0,9% del PIB. Con ello, se espera que en 2015 se alcance un déficit efectivo de 3,3% del PIB, por sobre el déficit de 1,9% que se proyectó en la Ley de Presupuestos y del 3% estimado en el Informe de Evaluación de la Gestión Financiera de julio de este año (Gráfico 1.26).

El déficit estructural de este año, calculado excluyendo el ajuste por molibdeno y con los parámetros estructurales de los Comités Consultivos del año pasado, llegaría a 0,9% del PIB, 0,2% del PIB menos que lo previsto en la confección del Presupuesto. Sin embargo, al considerar el PIB Tendencial y el Precio Referencia del Cobre estimados por los Comités Consultivos de este año, el déficit estructural alcanzaría 1,6% del PIB, es decir, 0,5% del PIB más que lo estimado hace un año (Capítulo 2).

**GRÁFICO 1.25**

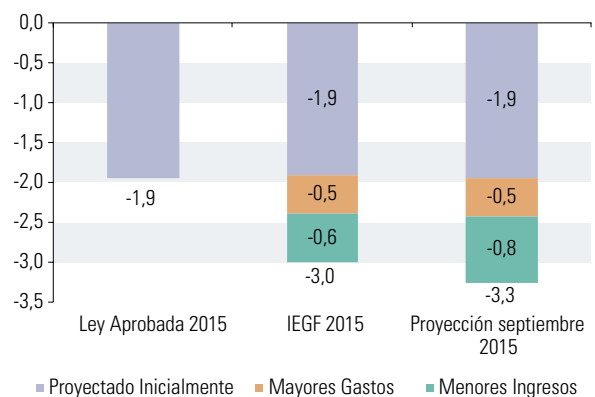
Ejecución Presupuestaria  
(Porcentaje de avance sobre ley aprobada, a agosto de cada año)



Fuente: Dipres

**GRÁFICO 1.26**

Balance Fiscal 2015  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dipres



### 1.3. PERSPECTIVAS PARA 2016

Se espera que durante 2016 el rebalanceo del crecimiento mundial siga su curso, con economías desarrolladas incrementando su ritmo de expansión en detrimento de China. Con todo, de acuerdo con las proyecciones del WEO de julio se espera que la tasa de crecimiento mundial supere a la de este año y llegue a 3,8%. Las proyecciones de *Consensus Forecasts* de septiembre son menos optimistas y prevén una recuperación más moderada (Cuadro 1.1).

Respecto de EE.UU, diversos factores hacen que se proyecte un mayor crecimiento para el próximo año. De igual modo, las expectativas de una recuperación paulatina en el crecimiento para la Zona Euro se han asentado. Así, el FMI (WEO de julio) prevé que Estados Unidos crecerá 3,0% en 2016, por sobre el 2,5% proyectado para este año, mientras que la Zona Euro se expandirá 1,7%, por sobre el 1,5% de 2015. Las cifras de *Consensus Forecasts* de septiembre son similares. Por el contrario, China continuará su proceso de desaceleración y crecería entre 6,3% y 6,6% en 2016, lo que representa su menor expansión en más de 20 años.

En línea con la desaceleración de la economía china y la apreciación del dólar, el precio del cobre ha retrocedido más de 15% desde comienzos de este año. Al cierre estadístico del presente informe el metal llegaba a valores en torno a US\$ 2,3/libra, con un promedio anual a la fecha de US\$ 2,6/libra. La debilidad de la economía china y las tensiones financieras recientes, sumadas a las perspectivas de una situación de inventarios superavitarios, harán que el precio del cobre se mantenga bajo por varios trimestres. Así, se espera que éste se ubique en torno a los US\$ 2,5/libra en promedio en 2016. El precio del petróleo (Brent) ha experimentado una caída cercana a 15% durante el año y se cotizaba en niveles cercanos a US\$ 47 por

CUADRO 1.1

Crecimiento del PIB Mundial  
(Variación real anual, porcentaje)

	2014	2015		2016	
		WEO Jul-15	Consensus Forecasts (Sep-15)	WEO Jul-15	Consensus Forecasts (Sep-15)
<b>Crecimiento del PIB Mundial</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,0</b>
Economías Avanzadas	1,8	2,1	-	2,4	-
EE.UU.	2,4	2,5	2,5	3,0	2,7
Zona Euro	0,8	1,5	1,4	1,7	1,7
Japón	-0,1	0,8	0,7	1,2	1,5
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>-</b>	<b>4,7</b>	<b>-</b>
China	7,4	6,8	6,8	6,3	6,6
India	7,3	7,5	7,6	7,5	7,9
Brasil	0,1	-1,5	-2,6	0,7	-0,6
América Latina	1,3	0,5	-0,6	1,7	0,8
<b>Volumen de Comercio Internacional</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>-</b>	<b>4,4</b>	<b>-</b>

Fuente: Fondo Monetario Internacional (WEO, julio 2015), *Consensus Forecasts* (septiembre 2015), Bloomberg

barril al cierre de este informe. Para el próximo año se espera una leve recuperación en el precio, el cual debiese alcanzar los US\$ 50 por barril en promedio.

El escenario mundial presenta una serie de riesgos. Por una parte, la consolidación de la recuperación económica de Estados Unidos ha llevado a la FED a declarar que está próxima a iniciar el proceso de normalización de su política monetaria. Si bien los mercados han internalizado que el comienzo del proceso de alzas ocurrirá durante este año y que será muy gradual y pausado, existe cierta incertidumbre respecto del impacto que esto tendrá en los mercados financieros. También existe preocupación por los eventos recientes de inestabilidad financiera en China, en especial en su mercado de valores, y por la evolución de la economía real de ese país en los próximos trimestres. Además, la situación de Grecia

y las dificultades de sus autoridades para alcanzar acuerdos que permitan cumplir los compromisos de corto plazo y dar sostenibilidad a su deuda siguen alimentando dudas. A lo anterior se han sumado varios problemas en la región, incluidas las tensiones en Brasil, cuyo *rating* crediticio fue rebajado a comienzos de septiembre, y los problemas fiscales en los países exportadores de petróleo.

La economía chilena mostrará una paulatina recuperación en su dinamismo durante los próximos trimestres y crecerá, de acuerdo con las estimaciones del Ministerio de Hacienda, 2,3% el próximo año. Esta estimación está en línea con las proyecciones de otras instituciones y las de mercado (Gráfico 1.27).

Por una parte, el tipo de cambio real más depreciado permitirá impulsar la competitividad de sectores que se vieron afectados por un peso fuerte en años anteriores. Estas condiciones más competitivas, junto con un mayor crecimiento del mundo, harán que el sector externo de la economía chilena reto-

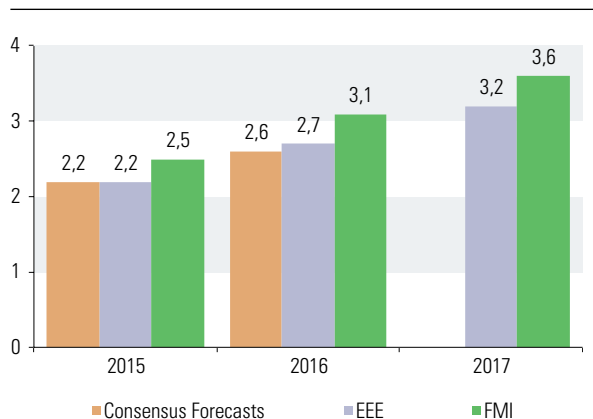
me un mayor dinamismo hacia delante. Por otra parte, las bajas tasas de interés locales derivadas de la política monetaria expansiva incentivarán nuevos proyectos de inversión, en especial en sectores no mineros, y ayudarán a dinamizar el crédito. Esto, junto con un escenario de menor incertidumbre a medida que se concretan las reformas estructurales, permitirán mejorar la confianza de los consumidores y empresas, lo que generará un nuevo impulso a la demanda interna.

La importante reducción del PIB de Tendencia y del Precio del Cobre de Referencia por parte de los Comités Consultivos este año ha llevado a revisar a la baja el Balance Estructural de 2015 hasta -1,6 (Capítulo 2). El Gobierno ha planteado la necesidad de efectuar una paulatina consolidación fiscal en los próximos años, a un ritmo gradual que no implique bajar de manera innecesaria el crecimiento del gasto público. Esto se traduce en un objetivo de reducir el déficit estructural en torno a 0,25% del PIB por año. Para 2016 la meta es alcanzar un Balance Estructural de -1,3%, para lo cual el gasto público crecerá 4,4%. Con ello el déficit efectivo llegaría a 3,2%, levemente por debajo del de este año.

Desde un punto de vista macroeconómico, esta política fiscal es relativamente neutra (Recuadro 2.1). Por una parte, el gasto público crece más que el PIB. Por otra parte, dependiendo de la elasticidad del gasto privado a los ingresos fiscales, la reducción del déficit estructural podría implicar restar impulso a la economía. Sin embargo, el déficit efectivo se mantiene relativamente constante, dando cuenta de la operación de los estabilizadores automáticos. Por último, la inversión pública, si bien tendrá un crecimiento algo negativo, seguirá en niveles elevados debido a la gran expansión de este año (Gráfico 1.28).

#### GRÁFICO 1.27

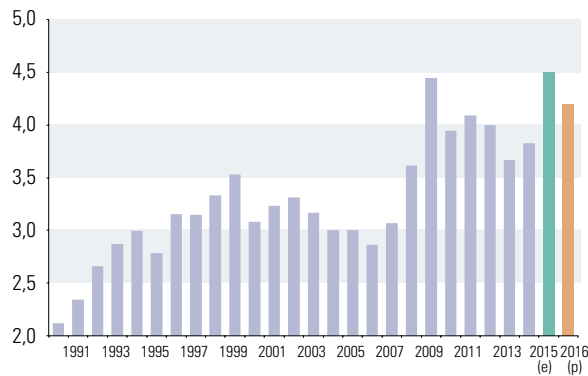
Proyecciones de Crecimiento para Chile  
(Variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile (Encuesta de Expectativas Económicas, septiembre de 2015), Consensus Forecasts (septiembre 2015), Fondo Monetario Internacional (WEO, julio de 2015)

GRÁFICO 1.28

Inversión Pública  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dipres

Nota: Inversión pública corresponde al gasto en inversión más las transferencias de capital.

El Gobierno seguirá apoyando de manera decidida el proceso de reacomodo de la economía al nuevo escenario externo a través de distintos instrumentos. Al cierre de este informe, la Presidenta Michelle Bachelet solicitó al Comité de Ministros del Área Económica que elaborara un conjunto de medidas en torno a cuatro ejes: (i) capacitación laboral, (ii) simplificación de trámites para los procesos de inversión, (iii) logística e infraestructura, y (iv) financiamiento para el emprendimiento. Estas medidas, con costo fiscal acotado, complementarán otras, como las contempladas en la Agenda de Productividad, Innovación y Crecimiento (Capítulo 4), las relacionadas con el desarrollo del mercado de capitales (Capítulo 3) y las materias en el ámbito de la energía, para darle un impulso al crecimiento.

Respecto de la inflación, las proyecciones de Ministerio de Hacienda indican que este año cerraría en 4,5% y que el próximo año observaríamos un marcado descenso para terminar en diciembre de 2016 con una inflación de 3,2%. Esto es algo por debajo del 3,7% proyectado en el último IPoM del Banco Central y de la

Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre, que proyecta una inflación de 3,5% a diciembre 2016.

La reducción en la inflación en los próximos meses se debe a una serie de factores. En primer lugar, el tipo de cambio real se ha depreciado en forma sustantiva y es poco probable que siga aumentando con la intensidad que lo ha hecho hasta ahora. Por lo tanto, no debiese haber grandes presiones sobre los precios por ese lado. En segundo lugar, la fuerte caída en los precios de los combustibles registrada en los últimos meses a nivel global tendrá un impacto importante en los precios locales, e incidirá a la baja en los costos. Por último, el ritmo gradual de recuperación del crecimiento de la actividad doméstica hará que las holguras de capacidad permanezcan abiertas, con las consiguientes presiones a la baja en los precios de manera general.

La economía chilena no es inmune a los vaivenes de la economía internacional. Su alto grado de integración económica, tanto comercial como financiera, que tantos beneficios genera en el mediano y largo plazo para el crecimiento económico, también la expone a las turbulencias externas. Sin embargo, el marco de políticas económicas –que incluye un manejo fiscal responsable guiado por la Regla de Balance Estructural, una política monetaria basada en metas de inflación y un tipo de cambio flexible–, la sólida posición fiscal (Recuadro 1.2), un sistema financiero robusto y cuentas externas balanceadas hacen que la economía chilena se encuentre bien preparada para enfrentar las turbulencias externas y llevar a cabo el proceso de ajuste requerido ante el nuevo escenario global.

## RECUADRO 1.1

**Operación del Mecanismo de Estabilización de Precios de los Combustibles**

El Mecanismo de Estabilización de Precios de los Combustibles (MEPCO), creado por la Ley N° 20.765, tiene como finalidad reducir la volatilidad de los precios de venta internos de la gasolina automotriz, del petróleo diésel, del gas licuado de petróleo (GLP) y del gas natural comprimido (GNC), estos dos últimos de consumo vehicular.

El MEPCO opera a través de una banda móvil de ancho de  $\pm 5\%$ , cuyo centro se calcula como un promedio móvil de rezagos y adelantos (precios futuros) en los precios de los combustibles. Las principales diferencias respecto de los anteriores mecanismos de estabilización de precios de combustibles es que la banda de precios se define directamente sobre los precios en pesos, es más angosta, e incluye un criterio adicional que permite que cuando estos se encuentran dentro de la banda de referencia no varíen más de 0,12 UTM por metro cúbico semanalmente (cerca de \$ 5,3 por litro). Para lograr lo anterior, semanalmente se efectúan ajustes al alza o a la baja en el Impuesto Específico a los Combustibles (IEC), los cuales son informados en el sitio web del Ministerio de Hacienda.

El MEPCO entró en vigencia el 7 de agosto de 2014 y su versión fortalecida el 11 de diciembre de 2014. Desde su inicio, el MEPCO ha entregado protección a los consumidores reduciendo el impuesto específico de las gasolinas en 30 semanas. En las semanas en que ha entregado cobertura a las gasolinas, el subsidio promedio ha sido de \$ 35 por litro. El subsidio máximo alcanzó a cerca de \$ 80 por litro (en torno a UTM 1,5/m<sup>3</sup>) en los periodos de alzas más pronunciadas en los precios internacionales ocurridas entre junio y julio de 2015. Algo similar ha ocurrido con los demás combustibles incluidos en el MEPCO.

**CUADRO 1**

## Operación del MEPCO

Combustibles:	Variaciones de precios semanales		Volatilidad de precios		
	Máximo aumento (\$/litro)	Máxima caída (\$/litro)	Sin MEPCO (\$/litro)	Con MEPCO (\$/litro)	Reducción volatilidad (%)
Gasolina 93	5,3	-56,9	13,9	10,6	24
Gasolina 97	15,3 <sup>(1)</sup>	5,3 <sup>(2)</sup>	-67,9	15,3	12,6

(1) Considera variaciones hasta antes del fortalecimiento del MEPCO.

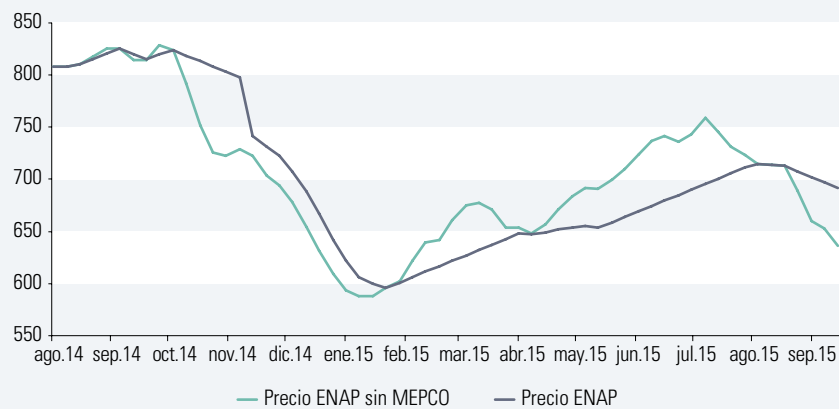
(2) Considera variaciones desde el fortalecimiento del MEPCO.

Fuente: Ministerio de Hacienda

Gracias al MEPCO, la volatilidad de los precios de venta internos de los combustibles se ha reducido considerablemente. Las alzas máximas de precios de las gasolinas han sido de \$ 5,3 por litro semanal, mientras que las mayores caídas de precios han llegado a los \$ 60 por litro en una semana. Durante este periodo el MEPCO ha transferido rápidamente las bajas de precios semanales y ha atenuado de manera considerable las alzas (Gráfico 1). De no existir el MEPCO, la volatilidad del precio de las gasolinas habría sido cerca de 20% mayor. Debido a la simetría en el diseño de este sistema, que permite subsidiar en momentos en que el precio aumenta y recaudar cuando el precio disminuye abruptamente, desde el inicio del MEPCO a la fecha, la utilización de recursos fiscales es prácticamente cero. En 2015, los subsidios que ha entregado este mecanismo alcanzan cerca de US\$ 90 millones.

### GRÁFICO 1

Precio Mayorista de la Gasolina de 93 Octanos en la Región Metropolitana  
(Pesos por litro)



Fuente: ENAP, Ministerio de Hacienda

## RECUADRO 1.2

**Fondos Soberanos y Posición Fiscal****a. Evolución y Rentabilidad de los Fondos Soberanos**

Chile cuenta con dos fondos soberanos, el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). En ellos se ahorran los recursos que resultan de la aplicación de la Regla de Balance Estructural<sup>1</sup>. Los objetivos de cada fondo son diferentes. El FEES está disponible para financiar y aislar el gasto de las fluctuaciones cíclicas de los ingresos fiscales en caso que sea más conveniente que emitir deuda. El FRP fue creado para complementar el financiamiento de algunos compromisos fiscales en el área de pensiones. La Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) establece que se aporta al FEES el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP<sup>2</sup>, descontando cuando corresponda, las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados al FEES durante el año anterior. Por su parte, el FRP recibe anualmente un aporte mínimo de 0,2% del PIB del año anterior para enfrentar las obligaciones previsionales del Estado de largo plazo. Si el superávit efectivo es superior a este valor, los aportes deben aumentar hasta dicho superávit con un máximo de 0,5% del PIB del año anterior.

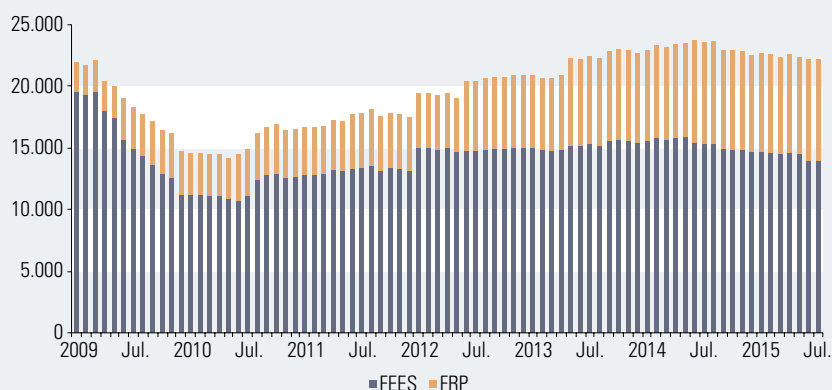
En julio de 2015, el valor de mercado de los fondos soberanos alcanzó a US\$ 22.260 millones, de los cuales US\$ 13.994 millones corresponden al FEES y US\$ 8.266 millones al FRP (Gráfico 1). Desde su inicio, el FEES ha recibido aportes por US\$ 21.766 millones y se han efectuado retiros por US\$ 10.391 millones. Del total de retiros efectuados, US\$ 9.278 millones fueron usados para financiar el plan de estímulo fiscal y el déficit fiscal de 2009, para enfrentar a la crisis financiera internacional; en tanto que US\$ 150 millones, US\$ 499 millones y US\$ 464 millones fueron usados en 2010, 2014 y 2015, respectivamente, para financiar los aportes requeridos por ley al FRP. El FRP ha recibido aportes por US\$ 7.404 millones desde su inicio y, de acuerdo a lo previsto, no se han efectuado retiros del fondo.

1 Ambos fondos fueron formalmente creados a partir de la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006 que, entre otras materias, estableció las normas y el marco institucional para la acumulación, administración y operación de los ahorros fiscales.

2 Durante los años 2006-2010, la LRF permitía al Fisco efectuar aportes de capital al Banco Central de Chile por un monto anual equivalente al saldo resultante de restar al superávit efectivo el aporte al FRP, siempre que fuese positivo, y con un límite de 0,5% del PIB del año anterior. Durante ese período, al FEES ingresaría el saldo positivo de restar al superávit efectivo los aportes al FRP y al Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 1**

Evolución de los Fondos Soberanos  
(Millones de US\$)



Fuente: Ministerio de Hacienda

A fines de julio de 2015, las inversiones del FEES y del FRP han generado ganancias netas por US\$ 2.619 y US\$ 862 millones desde su creación, respectivamente. Lo anterior se ha traducido en rentabilidades anualizadas acumuladas desde su inicio, en dólares, de 2,4% para el FEES y 3,5% para el FRP. En moneda nacional, las rentabilidades anualizadas acumuladas son de 5,1% y 6,2%, respectivamente (Cuadro 1).

**CUADRO 1**

Rentabilidades de los Fondos Soberanos  
(Porcentajes)

			2007 <sup>(1)</sup>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>(2)</sup>
Anual	FEES	Dólares	8,89	7,63	2,47	1,83	3,41	1,02	-1,25	-1,67	-1,58
		Pesos	0,82	34,51	-17,03	-5,69	14,75	-7,20	8,19	14,30	9,09
	FRP	Dólares	8,86	7,59	2,28	1,81	3,41	4,87	1,02	1,75	-1,80
		Pesos	0,79	34,47	-17,22	-5,71	14,75	-3,35	10,46	17,72	8,87
Acumulada desde el inicio (anualizada)	FEES	Dólares	8,89	9,47	6,88	5,51	5,07	4,35	3,50	2,82	2,42
		Pesos	0,82	18,63	4,62	1,82	4,36	2,30	3,07	4,36	5,09
	FRP	Dólares	8,86	9,43	6,78	5,43	5,01	4,98	4,38	4,04	3,53
		Pesos	0,79	18,59	4,52	1,74	4,30	2,93	3,95	5,58	6,20

(1) Calculada a partir del 31 de marzo de 2007.

(2) Rentabilidad acumulada hasta el 31 de julio de 2015.

Fuente: Ministerio de Hacienda

Cada fondo soberano tiene su propia política de inversiones. El objetivo de la política de inversión del FEES es maximizar el valor acumulado del fondo, sujeto a un bajo nivel de riesgo. Para esto, se invierte en un portafolio de alta liquidez, bajo riesgo crediticio y baja volatilidad, que permite disponer de los recursos para financiar los déficits en forma oportuna. La actual política de inversión del FEES, implementada a partir de agosto de 2013, define un portafolio con la siguiente composición de monedas: 40% dólares de EE.UU., 25% en euros, 20% en yenes y 7,5% en francos suizos. El fondo sigue un mandato pasivo y está invertido en su gran mayoría en instrumentos soberanos (77,5%), depósitos bancarios con bajo riesgo crediticio (15%), y acciones (7,5%)

En el caso del FRP, la política de inversión, implementada a comienzos del 2012, busca maximizar el retorno esperado sujeto a una tolerancia al riesgo establecida como una probabilidad del 95% de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares. La cartera de inversiones está compuesta por bonos soberanos nominales e indexado (65%), acciones (15%) y bonos corporativos (20%).

Desde marzo de 2007 hasta diciembre de 2011, el Banco Central de Chile (BCCh), en calidad de Agente Fiscal, fue el único responsable de gestionar las inversiones del FEES y el FRP. A medida que se modificaron las políticas de inversión y se incorporaron nuevas clases de activos fue necesario contratar empresas especializadas en la gestión de ese tipo de instrumentos. Actualmente, además del BCCh se cuenta con tres administradores externos: BlackRock Institutional Trust Company, N.A., Mellon Capital Management Corporation y Rogge Global Partners Plc. El BCCh tenía también la responsabilidad de supervisar dichos administradores externos, función que a partir de 2014 fue traspasada al Ministerio de Hacienda y a la Tesorería General de la República (TGR). En abril de 2015 el Ministerio de Hacienda inició un proceso para contratar un consultor internacional de apoyo a la Unidad de Fondos Soberanos en la supervisión de los administradores, siendo seleccionada la empresa Strategic Investment Solutions (SIS).

## **b. Posición Financiera del Gobierno**

Si bien los fondos soberanos aumentaron desde su nivel más bajo con posterioridad a la crisis financiera internacional, la posición financiera neta del Gobierno ha tendido a deteriorarse. Esto, por cuanto la deuda ha tendido a aumentar a un ritmo más elevado, reflejando los déficits públicos de años recientes (Capítulo 2).

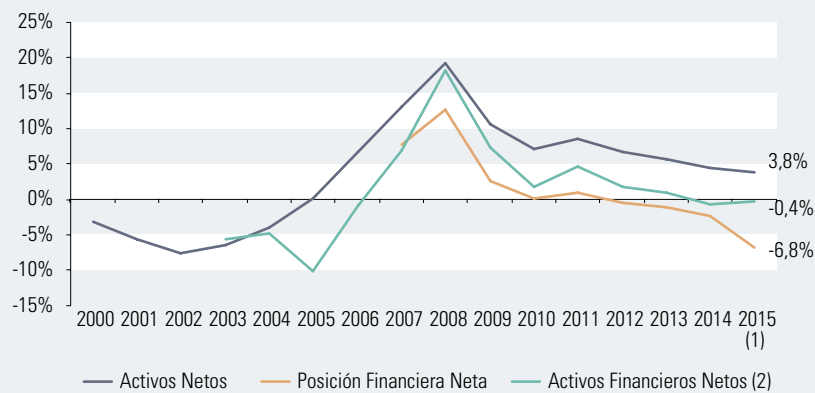
Los Activos Netos, que mide la diferencia entre los pasivos y los activos financieros totales del gobierno central –incluyendo los activos del Tesoro Público, la deuda financiera con empresas, la disponibilidad de moneda nacional, inversiones temporales, préstamos y colocaciones– alcanzaron un 3,8% del PIB en junio de 2015, significativamente por debajo de su máximo de 19,3% del PIB en 2008. Por su parte, la Posición Financiera Neta del Gobierno, que mide la diferencia entre los pasivos y los activos



totales del Tesoro Público, se proyecta llegará a -6,8% del PIB a fines de 2015. Del mismo modo, los Activos Financieros Netos del Gobierno General, una agregación más amplia que mide el Banco Central y que incluye los gobiernos locales, mostraron a comienzos de año una posición deficitaria equivalente a 0,4% del PIB (Gráfico 2).

### GRÁFICO 2

Posición Financiera del Gobierno  
(Porcentaje del PIB)



(1) Activos Netos al segundo trimestre de 2015; Posición Financiera Neta estimada a fines de 2015; Activos Financieros Netos al primer trimestre de 2015.

(2) Activos Financieros Netos del Gobierno General

Fuente: Ministerio Hacienda, Dipres y Banco Central de Chile

Si bien la posición financiera del Gobierno ha tendido a deteriorarse, sigue siendo muy favorable desde una perspectiva internacional. Ésta, así como el grado de liquidez de las inversiones de los fondos soberanos, le permiten al Gobierno estar bien preparado para enfrentar de manera oportuna eventuales turbulencias externas.

