

01

ESCENARIO MACROECONÓMICO



La economía chilena ha continuado expandiéndose en los últimos trimestres a un ritmo acotado. El bajo crecimiento de los últimos años se explica por una multiplicidad de factores. El más importante, sin duda, es el fin del súper ciclo del precio de los *commodities*. La caída del precio del cobre, que pasó desde US\$ 3,7 la libra hacia mediados de 2012 a ubicarse por debajo de US\$ 2 la libra a comienzos de 2016, y el término de una serie de proyectos de inversión que se habían iniciado en la etapa ascendente de precios, impactó de manera muy importante a la inversión minera. Es así como ésta cayó cerca de 40% en términos acumulados entre 2013-2016, arrastrando el resultado de la inversión total. De hecho, la inversión en el resto de los sectores de la economía creció en igual periodo.

Pero no sólo la caída en el precio del cobre ha impactado el dinamismo de la economía. El pobre desempeño que han exhibido nuestros principales socios comerciales de la región y, más en general, el bajo crecimiento del comercio mundial, han frenado la expansión de los sectores exportadores que han sido históricamente el motor de crecimiento de la economía chilena. Lo anterior se da en un contexto donde, en todo el periodo 2014-2017, las proyecciones de la actividad global fueron sistemáticamente revisadas a la baja, producto en parte de una salida más lenta de lo esperada de la crisis hipotecaria en Estados Unidos, la creciente preocupación por la solidez del sistema financiero en China y su transición a un modelo de crecimiento basado en el consumo interno¹.

A su vez, la reasignación de recursos desde sectores exportadores tradicionales a nuevos sectores ha sido también más lenta de lo esperado, en parte, debido a

una depreciación del tipo de cambio real que ha sido acotada si se considera la sustancial caída en el precio del cobre. Los bajos niveles de confianza empresarial posiblemente también han retrasado la inversión en nuevos sectores y negocios, afectando con ello el dinamismo del sector exportador.

La combinación de un entorno global de bajo crecimiento en el comercio de bienes y el fin del ciclo positivo de *commodities* ha sido particularmente compleja para la economía chilena, dado su grado de apertura comercial y la relevancia que tienen en ella la producción e inversión minera. De hecho, la evolución cíclica de nuestra economía ha sido similar a la de otros países emergentes con altas exportaciones de *commodities* mineros y de petróleo. Con todo, el marco macroeconómico que se ha ido construyendo en Chile y en varias otras economías emergentes en las últimas décadas –con una política fiscal prudente, política monetaria independiente basada en metas de inflación, un tipo de cambio flexible y un sistema financiero robusto– ha evitado que este *shock* externo se amplificase en el ámbito doméstico, como ocurrió con los episodios de fin del ciclo de *commodities* registrados a comienzos de los 80 y fines de los 90 (Recuadro 1.1).

La actividad económica también fue afectada por situaciones puntuales que han tenido impactos relevantes en el crecimiento de la economía, aunque han sido de carácter transitorio. A comienzos de este año, el país fue azotado por una serie de catástrofes, con inundaciones en las regiones del norte y mega incendios en las zonas centro sur del país que afectaron a una serie de actividades en estas áreas. Un prolongado paro de trabajadores en el yacimiento Escondida, la mina de cobre más importante del mundo, significó una sustantiva caída en la actividad minera durante el primer trimestre del año. La dificultad para retomar los niveles de producción en los meses si-

¹ Para una discusión más detallada de la desaceleración global del comercio, ver Capítulo 4 : Exportaciones y Crecimiento.

guientes provocó que el efecto en la producción minera y, con ello, en la actividad agregada, se extendiera hacia el segundo trimestre.

Más allá de los factores cíclicos, la economía chilena sigue enfrentando el desafío de elevar su crecimiento de mediano plazo. Los resultados del último Comité de Expertos del PIB Tendencial, que convoca el Ministerio de Hacienda para el cálculo del balance estructural, volvieron a mostrar una rebaja sustantiva en su estimación, en línea con lo que ha ocurrido sistemáticamente en los últimos años. Este año el crecimiento del PIB tendencial fue fijado en 2,6% para 2017, menor al 3% establecido en la consulta previa y por debajo del rango entregado por el Banco Central en su último IPoM (3-3,5%). Al igual que en años anteriores, una parte de esta revisión sigue explicada por la desaceleración secular de la productividad agregada, afectada en parte importante por un deterioro en la ley del cobre. A esto se suma, de manera preponderante, el debilitamiento de la inversión en años recientes y un menor ritmo de expansión de la fuerza de trabajo.

Hacia adelante se espera una paulatina recuperación en el ritmo de crecimiento de la actividad, que se sustenta en una serie de elementos. Nuestros socios comerciales de la región han ido recuperando tasas de crecimiento más elevadas, en un contexto donde la reducción de la inflación ha permitido aumentar el impulso monetario en varios de ellos. La mayor fortaleza de la demanda doméstica en China y la depreciación global del dólar han elevado el precio de los *commodities*. Con ello los términos de intercambio en la economía chilena han ido mejorando, con un precio del cobre que ha aumentado en forma relevante y un precio del petróleo que, si bien se ha recuperado, lo ha hecho en magnitudes más moderadas. El cambio en la composición del crecimiento mundial hacia sectores más demandantes de materias primas será un factor que contribuya a mantener los

precios en niveles elevados y, probablemente, es uno de los factores que está contribuyendo a la reciente recuperación en el comercio global. Finalmente, varios indicadores de la economía global muestran que el crecimiento de los países desarrollados se ha ido consolidando, de la mano de una recuperación de la inversión y la producción industrial. Todo lo anterior contribuirá a darle un mayor dinamismo a la demanda por nuestras exportaciones y a generar un impulso de inversión en el sector minero.

La política monetaria en las economías avanzadas continuará entregando un impulso positivo. Se espera que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) continúe normalizando su política monetaria sin importantes disrupciones en los mercados, y que la Zona Euro y Japón avancen con gradualidad en la reducción de sus niveles de expansividad, todo lo cual mantendrá las condiciones financieras favorables para las economías emergentes. En este contexto, las entradas de capitales hacia estas economías se han recuperado de manera importante y los indicadores bursátiles se han movido al alza, los premios por riesgo se han reducido y las tasas de interés de largo plazo han seguido en niveles históricamente bajos.

En el plano interno, la política monetaria continuará dando un estímulo positivo a la actividad, mientras que la política fiscal mantendrá su trayectoria de gradual consolidación. A comienzos de este año, el Banco Central retomó una trayectoria de bajas en la Tasa de Política Monetaria (TPM) –después de una reversión en 2015-2016, producto de una singular aceleración de la inflación en el contexto de una profundización de la desaceleración del crecimiento–, recortando el tipo rector en 100 puntos base, desde 3,5% a comienzos de enero hasta 2,5% en mayo, su menor nivel desde septiembre de 2010. En lo más reciente, el Banco Central ha señalado una trayectoria estable para la TPM en los próximos trimestres, aunque de

acentuarse los riesgos de una baja en la inflación en el corto plazo se podrían esperar rebajas adicionales. Las tasas de interés de largo plazo se mantienen en niveles acotados, reflejando en una buena parte esta situación y las bajas tasas globales, lo que sigue configurando un escenario propicio para la inversión y el consumo. Mejores condiciones en el mercado laboral, producto de una recuperación del empleo asalariado y de los salarios reales -que han comenzado a crecer en el margen-, y un aumento en el ingreso disponible, le darán un impulso adicional al consumo que continuará recuperándose e impulsando la demanda interna. Las favorables condiciones de financiamiento, junto con un escenario de menor incertidumbre que se ha comenzado a reflejar en una serie de indicadores de confianza local, contribuirán al desarrollo de proyectos de inversión en una serie de sectores.

Algunos indicadores coyunturales han comenzado a dar señales de que la parte más baja del ciclo estaría quedando atrás. El empleo en la minería y las importaciones de maquinarias y equipos para minería y construcción están creciendo en el margen, luego de varios meses de caídas, mientras que indicadores de confianza empresarial han repuntado hasta niveles que no se veían desde comienzos de 2013, dando cuenta de las mejores perspectivas para la actividad. La fuerte alza del mercado bursátil local, considerado un indicador adelantado de la inversión, hacen presumir que ésta repuntará en los próximos meses; y el aumento de los proyectos ingresados al Sistema de Evaluación de Impacto Ambiental (SEIA), que se han más que duplicado respecto a igual periodo del año anterior, muestran que la reactivación de la inversión en minería ya se estaría concretando. Por su parte, la inversión en el sector inmobiliario también comenzará a dinamizarse a medida que sigan mejorando las condiciones de demanda y continúe bajando el alto nivel de stock de viviendas acumulado tras el fin del beneficio tributario

del IVA a la construcción. A esto se agrega el estímulo proveniente desde el sector público, tanto por la inversión del Gobierno Central y de las empresas públicas, como por la acción generada a través de concesiones y planes de vivienda. De aprobarse el proyecto de ley que crea el Fondo de Infraestructura, la inversión recibiría un impulso adicional a través del fomento y la expansión de los proyectos de concesiones.

En este contexto, se espera que durante 2017 la economía chilena se expanda 1,5%, menor que el 2,25% proyectado hace un año con ocasión de la Ley de Presupuestos. Esta nueva proyección es similar a la del Banco Central -que en su último Informe de Política Monetaria (IPoM) estimó que la economía crecerá entre 1,25% y 1,75%- y al promedio de proyecciones recogidas por *Consensus Forecasts* en septiembre. Dada la serie de situaciones puntuales que afectaron a la actividad económica durante la primera parte de este año, el débil desempeño de nuestros socios comerciales en la región, el bajo crecimiento del comercio mundial y el clima de confianza interno que aún permanece deprimido, la recuperación de la actividad para 2017 ha sido más lenta de lo anticipado hace un año. Se espera que el escenario externo e interno más favorable para la economía chilena, ya descrito, consoliden la recuperación de la actividad con una expansión que se espera duplique la del año en curso.

Más allá de la recuperación cíclica, el país debe continuar con la atención puesta en aumentar su capacidad de crecimiento de largo plazo. En este contexto, resultan centrales las reformas impulsadas por el Gobierno en material educacional, en la agenda de productividad y las mejoras introducidas en el sector financiero, entre otras (Capítulo 3). Pero eso no es todo. El fuerte impacto del ciclo de *commodities* sobre Chile, a pesar los grados de ajuste que permite nuestro marco de políticas macroeconómicas a través de la

regla de balance estructural, tipo de cambio flotante y metas de inflación flexibles, confirman la urgencia de seguir avanzando en la diversificación de nuestras exportaciones. Es particularmente relevante facilitar mayores niveles de exportaciones en sectores con mayor valor agregado y que aprovechen la creciente acumulación de capital humano, como ocurre en el comercio de servicios (Capítulo 4).

1.1. ESCENARIO EXTERNO

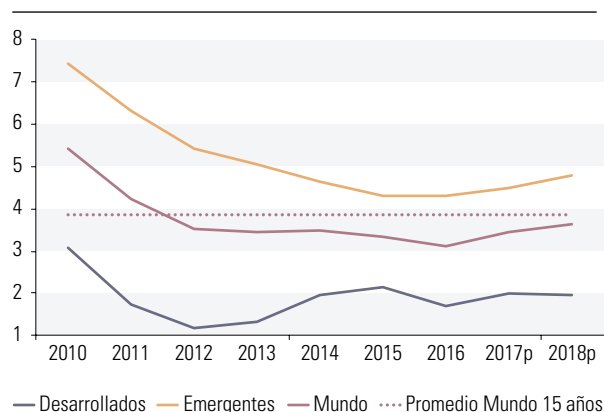
Tras varios años de bajo crecimiento, a partir de la segunda mitad de 2016 la economía mundial comenzó a mostrar mayor dinamismo, el que se ha ido consolidando con más fuerza durante este año. La recuperación de la inversión y la producción industrial, junto con la mejora de una serie de indicadores de confianza de consumidores y empresarios, han impulsado el crecimiento en las economías avanzadas; en particular, en Estados Unidos, los países de la Zona Euro y Japón. La reactivación del comercio mundial, empujada por cambios en los niveles y composición de la actividad en el mundo desarrollado y la mayor fortaleza de la demanda doméstica en China, han ido configurando un panorama bastante más favorable para las economías emergentes abiertas. En este contexto, los precios de los *commodities*, en particular de algunos metales como el cobre, han retornado a niveles que no se veían desde finales de 2014.

El año 2016 la economía mundial se expandió 3,1%, por debajo del 3,4% de 2015 y lejos del 3,9% promedio de los 15 años previos (Gráfico 1.1). Los países emergentes crecieron 4,3% en 2016, similar al crecimiento de 2015, pero notoriamente más lento que en los años siguientes a la crisis *subprime*. En los países desarrollados la recuperación fue perdiendo fuerza durante 2016, afectada por episodios de volatilidad financiera y riesgos políticos, creciendo apenas 1,7%, por debajo

del 2,1% alcanzando el año anterior. Para 2017 se espera que un repunte generalizado, con un crecimiento de 4,5% para las economías emergentes y de 2,0% para las economías desarrolladas. De esta manera, la economía global crecerá 3,5%, marcando una mejoría respecto al 2016, aunque aún distante del promedio de 2002-2016.

GRÁFICO 1.1

Crecimiento del PIB
(Variación anual, porcentaje)



Nota: Para 2017 y 2018 se utilizan proyecciones del World Economic Outlook (WEO) de abril.

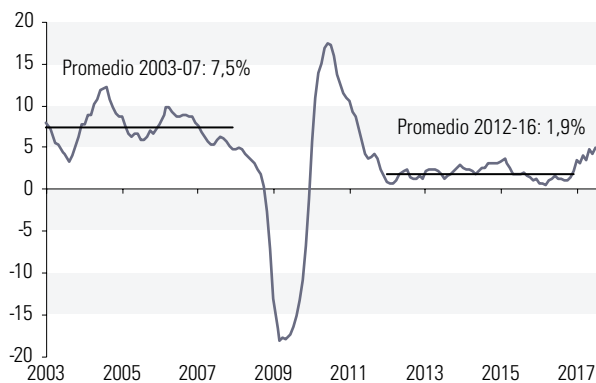
Fuente: FMI

Esta mejora en el crecimiento mundial y un mayor dinamismo de la inversión en varios países se ha traducido en la recuperación del comercio global desde finales del año pasado (Gráfico 1.2). Éste se desaceleró con especial fuerza desde comienzos de 2015, manteniéndose prácticamente estancado durante ese año y 2016. En contraste, datos de alta frecuencia muestran que el comercio global ha exhibido tasas de crecimiento cercanas al 5% en los últimos meses, niveles que no se observaban desde 2011. Las importaciones de los socios comerciales de Chile han vuelto a crecer, en línea con el repunte del comercio global, luego de exhibir una desaceleración incluso más pronunciada en el período 2015-2016 (Gráfico 1.3). En la medida

que el comercio mundial y la demanda de nuestros socios comerciales continúe recuperándose, contribuirán en forma determinante a dinamizar las exportaciones chilenas.

GRÁFICO 1.2

Crecimiento del Comercio Mundial
(Variación anual del trimestre móvil, porcentaje)



Fuente: CPB World Trade Monitor

GRÁFICO 1.3

Importaciones Socios Comerciales de Chile
(Variación anual real, porcentaje)



Nota: Se consideran los 15 principales socios comerciales de Chile: China, Estados Unidos, Japón, República de Corea, Brasil, India, Países Bajos, Italia, España, Perú, Canadá, México, Alemania, Francia y Australia.

Fuente: Ministerio de Hacienda con datos de Bloomberg

El crecimiento en Estados Unidos tendió a acelerarse en el transcurso de 2016, aunque no logró consolidar su repunte, cerrando con una expansión de 1,6%, por debajo de 2,4% en 2015. El robusto desempeño del mercado laboral, junto con la gradual convergencia de la inflación a la meta de 2% y las mejores perspectivas de crecimiento para 2017, llevaron al Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) a elevar su tasa de referencia al rango 0,5%-0,75% en su última reunión, a un año desde que pusiera fin a su política de tasas cero.

Expectativas iniciales excesivamente optimistas para 2017, basadas sobre todo en el ambicioso paquete de inversiones en infraestructura anunciado por la nueva administración, han dado paso a proyecciones más moderadas. Con todo, dichas estimaciones aún apuntan a un mayor ritmo de expansión durante este año. Según la última proyección del FMI de julio, se espera que la economía crezca 2,1% para 2017, empujada por una mayor fortaleza del consumo privado y la inversión. La debilidad que mantiene la inflación y las incertidumbres sobre su evolución futura han generado ciertas dudas sobre la trayectoria de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En este contexto, en su reunión de septiembre, la Fed señaló que concretará la tercera alza de tasas contemplada para 2017. Por lo demás, comunicó que se siente confiada respecto a la fortaleza y sostenibilidad de la recuperación y que el bajo desempleo, en un mercado laboral que se mantiene robusto, contribuiría a la convergencia de la inflación a la meta.

La Zona Euro se expandió 1,8% en 2016, disipando los temores iniciales de un impacto negativo del *Brexit* de junio de 2016 en el crecimiento de estas economías. Más aún, desde el cuarto trimestre del año pasado se observa una aceleración del crecimiento, junto con cifras sólidas de empleo y de confianza de empresarios y consumidores. En los primeros dos trimestres

de 2017 la región se expandió 1,9 y 2,1% anual, respectivamente. Antes de conocer las cifras para el segundo trimestre, el FMI proyectó un crecimiento de 1,9% en 2017, un buen desempeño dada la trayectoria mostrada los años posteriores a la crisis *subprime*.

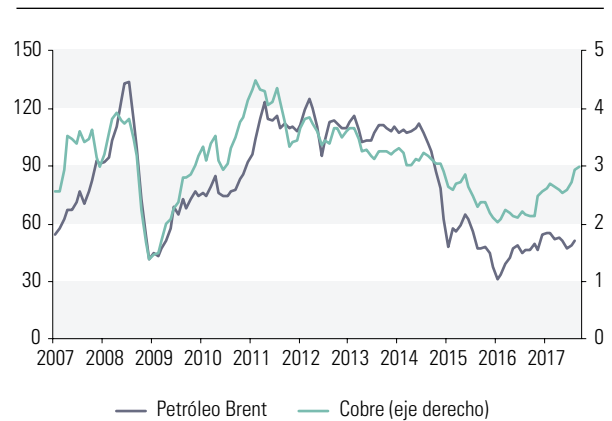
El reacomodo en las fuentes de crecimiento de la economía china, con mayor preponderancia del consumo en desmedro de la inversión y el sector externo, continuó durante 2016. Esto ha seguido ralentizando su crecimiento, con efectos relevantes sobre la economía mundial; en particular, sobre las economías emergentes exportadoras de materias primas. En los últimos trimestres, sin embargo, ha sorprendido positivamente con un ritmo de expansión por encima las expectativas e incluso por sobre el objetivo establecido por su gobierno, gracias a una mayor fortaleza de la demanda externa. Así, mientras el año 2016 la economía china se expandió 6,7%, completando seis años de persistente desaceleración, en los primeros dos trimestres de 2017 creció 6,9%, impulsada por un fuerte estímulo monetario, fiscal y de comercio. Hacia adelante, aunque persiste bastante incertidumbre, se espera que esta economía siga reduciendo moderadamente su dinamismo, en la medida que el fuerte incremento del endeudamiento público y privado hagan necesario un retiro gradual del estímulo.

El mejor desempeño de China, junto el debilitamiento del dólar a nivel global y las bajas tasas de interés, han presionado al alza el precio de las materias primas en los últimos meses. En particular, la suma de problemas de oferta y algunos factores financieros, como un aumento de las posiciones especulativas, llevaron al cobre a transarse incluso por encima de US\$ 3 la libra varios días de agosto y septiembre, valores que no se observaban desde finales de 2014 (Gráfico 1.4). Si bien existe bastante incertidumbre en el mercado respecto a la sostenibilidad de estos mayores precios, en lo reciente ha oscilado en torno a US\$ 2,9 la libra y se han revisado al alza las proyecciones de

precio para este año y el próximo respecto a lo que se preveía hace algunos meses. Respecto al petróleo Brent, luego de caer a mínimos cercanos a US\$ 30 el barril a comienzos de 2016, mejores condiciones de demanda y acuerdos de productores le permitieron ir recuperando su valor hasta situarse en torno a US\$ 50 el barril, lo que se ha mantenido el año 2017.

GRÁFICO 1.4

Precios de Materias Primas
(US\$ el barril, US\$ la libra)



Fuente: Banco Central de Chile

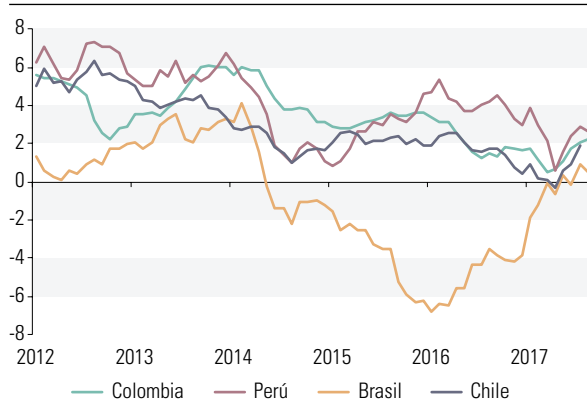
La caída en los términos de intercambio tras el fin del súper ciclo de *commodities*, junto con la debilidad de la actividad y del comercio mundial, golpearon con fuerza el crecimiento de los países emergentes ligados a la exportación de estos productos. En particular, América Latina estuvo marcada por una recesión en 2016, contrayéndose 1,0%, su peor desempeño desde la crisis *subprime*. El freno en el crecimiento produjo un deterioro en las cuentas fiscales de estas economías y una ampliación de sus déficits en cuenta corriente. La depreciación de las monedas en la mayoría de estos países se tradujo en un aumento de la inflación, lo que limitó la capacidad de hacer política monetaria contracíclica. Es así como, agravada por una severa crisis política, Brasil enfrentó durante los años

2015 y 2016 una de las peores recesiones de su historia, con una contracción del PIB de 3,8% y 3,6% respectivamente. Colombia y Perú, por su parte, también debieron soportar menores términos de intercambio, una fuerte caída de la inversión agregada y una importante desaceleración de su crecimiento.

Las mejores perspectivas para el comercio mundial y la recuperación en los precios de los *commodities*, iniciada a fines de 2016, han comenzado a darle algo más de impulso a la actividad en varias economías de la región (Gráfico 1.5). Esto se ha reflejado en las proyecciones de crecimiento para 2017, que se han dejado de corregir sistemáticamente a la baja como lo venían haciendo desde comienzos de 2016, e incluso en algunos casos han repuntado en el margen (Gráfico 1.6). Las condiciones financieras también se han mantenido favorables; los flujos de capitales han continuado ingresando a la región y los premios por riesgo han tendido a caer (Gráfico 1.7). El mayor apetito por riesgo en un contexto de bajas tasas ha impulsado al alza los indicadores bursátiles y las monedas se han apreciado respecto al dólar, reflejo también de las mejores perspectivas para la actividad.

GRÁFICO 1.5

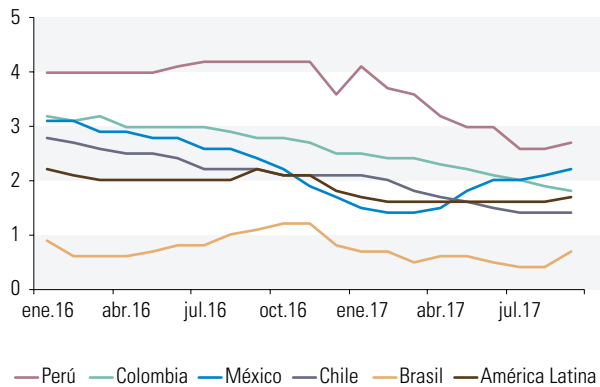
Indicador Mensual de Actividad
(Promedio móvil trimestral de la variación anual, porcentaje)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadísticas de los respectivos países

GRÁFICO 1.6

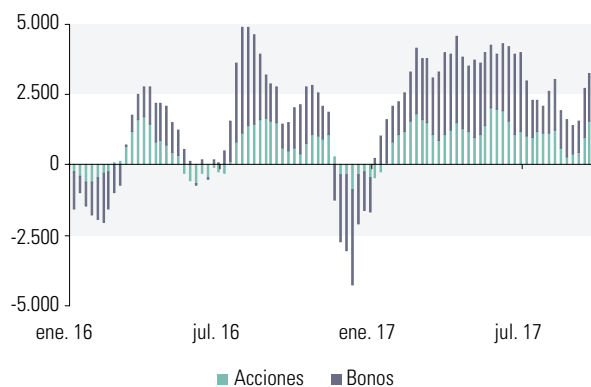
Expectativas de Crecimiento del PIB para 2017
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts

GRÁFICO 1.7

Flujos Netos de Capitales a América Latina
(Millones de dólares, mes móvil)



Nota: Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research

1.2. ESCENARIO INTERNO

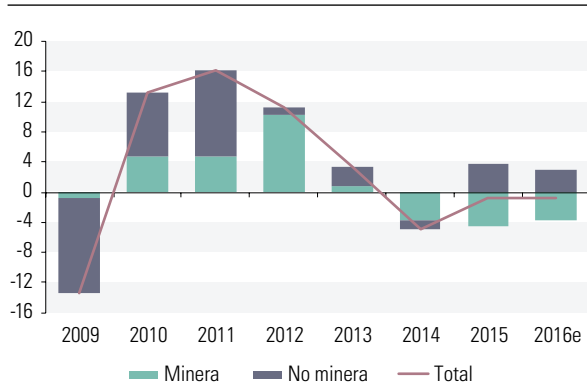
1.2.1. Actividad, Demanda y Mercado Laboral

Al igual que en años anteriores, en los últimos trimestres la economía chilena ha continuado expandiéndose.

dose a un ritmo acotado, por debajo de su potencial. El factor más importante detrás del bajo crecimiento de los últimos años ha sido, sin duda, el fin del súper ciclo del precio de los *commodities*. La caída del precio del cobre, que pasó desde US\$ 3,7 la libra hacia mediados de 2012 a ubicarse por debajo de US\$ 2 la libra a comienzos de 2016, ha impactado de manera muy importante a la inversión minera, arrastrando el resultado de la inversión total. Es así como, entre 2013 y 2016, la inversión total se redujo 6% en términos acumulados, con la inversión minera cayendo 40%. La inversión en el resto de los sectores de la economía, en tanto, creció en igual periodo (Gráfico 1.8).

GRÁFICO 1.8

Inversión en capital fijo por sectores
(Variación real e incidencias anuales, porcentaje)

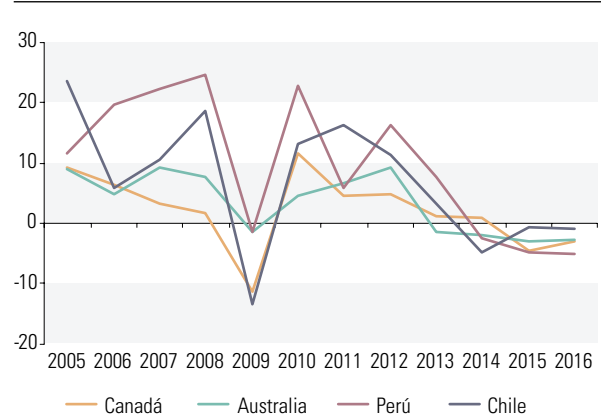


Fuente: Banco Central de Chile

La comparación del ciclo de inversión de los últimos años en Chile con el de otros países exportadores de metales, como Canadá, Australia y Perú, muestra que las trayectorias son prácticamente indistinguibles. Todas estas economías experimentaron un boom de inversión entre 2010 y 2012, y luego una desaceleración y caída desde 2013 (Gráfico 1.9). De hecho, la baja en la inversión acumulada entre 2014 y 2016 en Chile fue inferior a la de Australia, Canadá y Perú.

GRÁFICO 1.9

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



Fuente: Bancos centrales y oficinas de estadísticas de los respectivos países

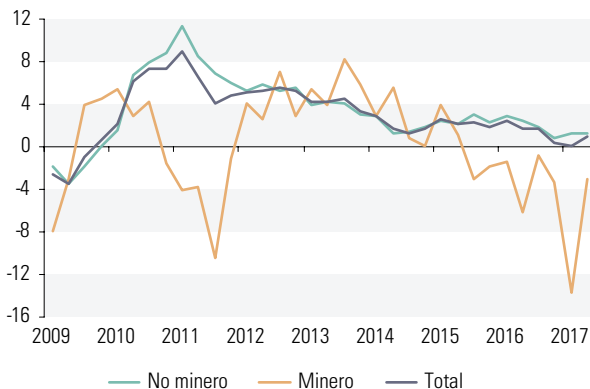
No obstante, no sólo la caída en el precio del cobre y la desaceleración de la inversión minera han impactado el dinamismo de la economía local. El pobre desempeño que han exhibido nuestros socios comerciales de la región y el bajo crecimiento del comercio mundial, junto con una reasignación de recursos desde sectores exportadores tradicionales que ha sido más lenta de lo anticipado y una merma en la confianza empresarial, han frenado la expansión de los sectores exportadores (Capítulo 4). De hecho, en comparación con Australia y Canadá, el crecimiento de las exportaciones tanto en Chile como en Perú ha sido débil. Entre 2013 y 2016, las exportaciones en Australia y Canadá crecieron 6,5% y 3,3%, respectivamente, mientras que en Chile apenas lo hicieron 0,9%. La misma debilidad se registra en el caso de Perú, con la sola excepción puntual de 2016.

A estos factores externos se agregan algunos de carácter transitorio e índole interna. A comienzos de este año, el país fue azotado por una serie de catástrofes, con inundaciones en las regiones del norte y mega incendios en las zonas centro sur que signifi-

caron una merma en una serie de actividades en las zonas afectadas. Más importante aún, en los primeros meses del año se produjo un paro de trabajadores en la mina de cobre más grande del mundo, que se extendió por más de 40 días y significó una caída cercana al 14% en la actividad del sector durante el primer trimestre. Asimismo, el menor número de días hábiles –incluyendo el feriado irrenunciable en abril por el Censo–, también impactó la actividad. Con ello, la economía se expandió apenas 0,5% durante la primera mitad del año, bastante más lento de lo previsto (Gráfico 1.10).

GRÁFICO 1.10

Crecimiento por Sectores
(Variación anual, porcentaje)



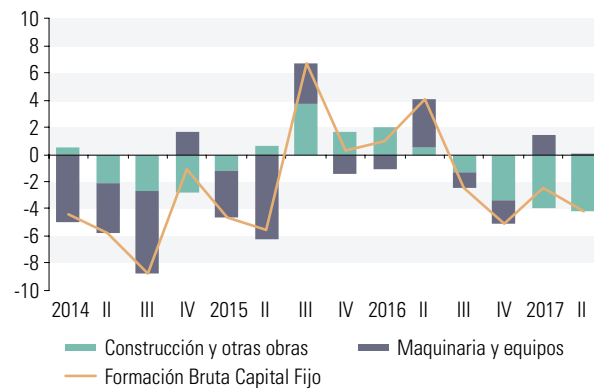
Fuente: Banco Central de Chile

El freno de la inversión minera ha seguido mermando el crecimiento de la inversión total durante este año. La formación bruta de capital fijo tuvo una caída de 4,1% en el primer semestre de 2017, con una fuerte incidencia del componente de construcción y obras de ingeniería. Esto no sólo por la desaceleración del sector minero, sino también producto de la caída de la inversión habitacional y una menor inversión pública. Si bien la inversión en maquinarias

y equipos se ha mostrado más dinámica, no ha sido suficiente para compensar el retroceso en la construcción y otras obras (Gráfico 1.11).

GRÁFICO 1.11

Formación Bruta de Capital Fijo
(Variación anual e incidencias, porcentaje)



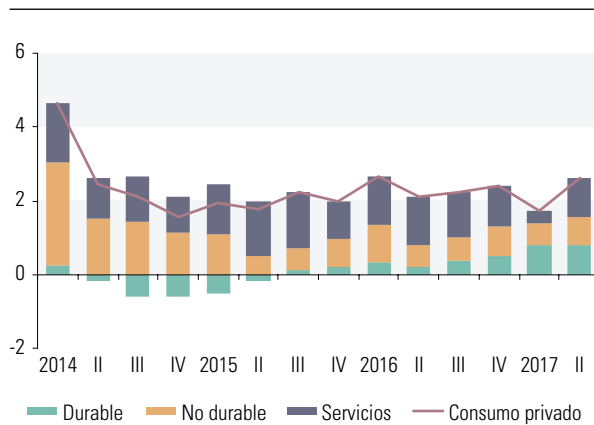
Fuente: Banco Central de Chile

La fortaleza del mercado laboral ha permitido que el consumo privado se mantenga resiliente en el ciclo, con un crecimiento en torno a 2% anual (Gráfico 1.12). Aunque la tasa de desempleo ha tenido un moderado aumento durante los últimos meses, ésta se ha mantenido en niveles acotados y por debajo de los alcanzados en otros ciclos de bajo crecimiento (Gráfico 1.13). El moderado desempleo se debe a un crecimiento contenido de la fuerza laboral y a que la economía ha seguido creando empleos durante este periodo, aunque éstos han sido mayoritariamente por cuenta propia. Sin embargo, en los últimos meses el empleo asalariado ha comenzado a recuperar tasas de variación anual positivas (Gráfico 1.14) y los salarios reales han seguido mostrando un mayor ritmo de expansión (Gráfico 1.15), lo que ha llevado a un repunte de la masa salarial. Junto con la mejora en los indicadores de confianza de los consumidores, estos factores le han ido entregando un mayor

impulso al consumo privado. Algo de esto se ha reflejado en la aceleración de este componente durante el segundo trimestre, que se expandió 2,6%.

GRÁFICO 1.12

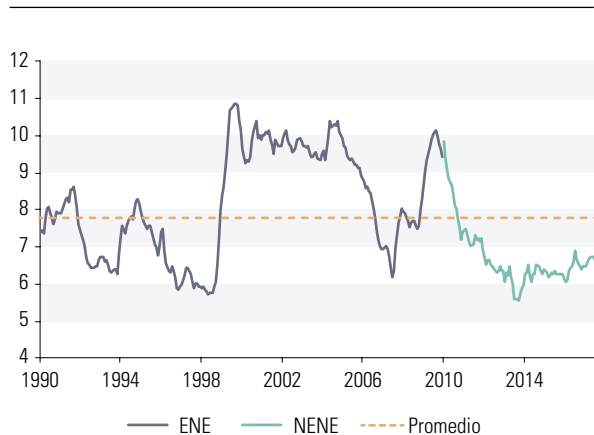
Consumo Privado
(Variación anual e incidencias, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

GRÁFICO 1.13

Tasa de Desempleo
(Porcentaje, serie desestacionalizada)



Fuente: Ministerio de Hacienda en base a INE

GRÁFICO 1.14

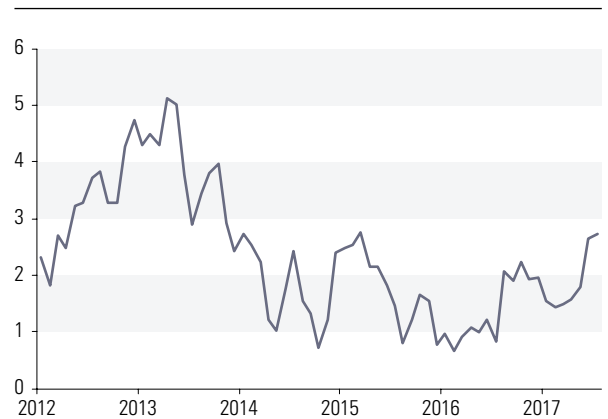
Creación de Empleo Asalariado
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: INE

GRÁFICO 1.15

Salarios Reales
(Variación anual, porcentaje)



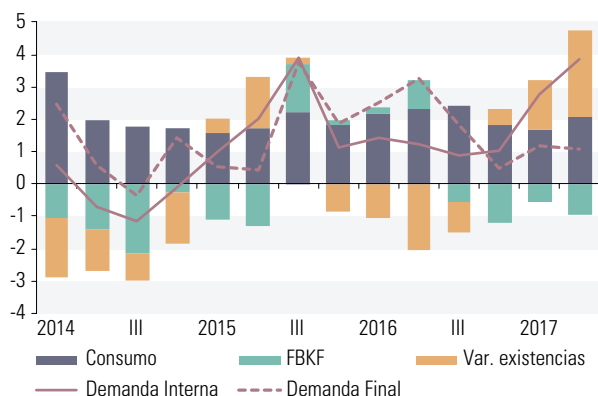
Fuente: INE

La fortaleza del consumo privado y, especialmente, una significativa acumulación de existencias, han contribuido a la recuperación del dinamismo de la demanda interna (Gráfico 1.16), que se expandió 3,3% el primer semestre de este año, su mejor desempeño desde 2013. Si bien, tras un periodo de prolongada desacumulación parte del aumento de los inventa-

rios responde a una reposición, algunos indicadores adicionales indican que ésta habría sido mayor a la deseada, lo que podría incidir negativamente en las importaciones en los próximos meses.

GRÁFICO 1.16

Demanda Interna
(Variación anual e incidencias, porcentaje)



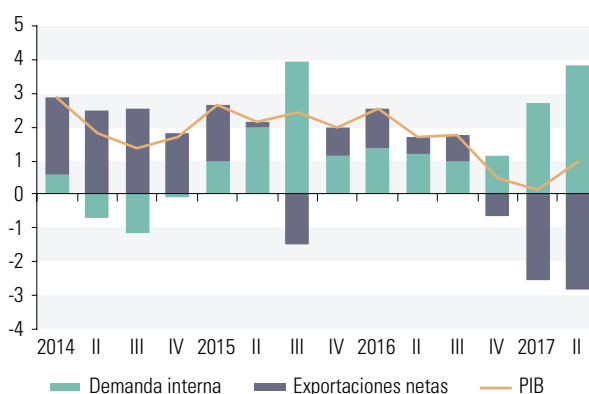
Fuente: Banco Central de Chile

El mejor desempeño de la demanda interna durante el primer semestre del 2017 ha permitido contrarrestar el magro resultado del sector externo, que desde el último trimestre de 2016 ha pasado a contribuir de forma negativa al crecimiento (Gráfico 1.17). Desde hace varios trimestres, las exportaciones de bienes y servicios se han mostrado débiles, pero este fenómeno se ha profundizado en los últimos tres trimestres, con caídas de 2,0%, 4,2% y 3,5% anual, respectivamente. Las razones han sido variadas, desde los ya mencionados factores de oferta, a la apreciación del peso chileno respecto a otros exportadores de bienes similares y la debilidad de nuestros socios comerciales. En el caso de las exportaciones de cobre, la menor producción del sector se ha transmitido al volumen exportador, mientras que la caída de las exportaciones industriales durante el primer semestre de 2017 ha sido consecuencia más bien de la débil demanda

externa de nuestros socios comerciales. En el caso de las exportaciones agroindustriales, el importante crecimiento de las ventas frutícolas durante el último trimestre de 2016, asociado principalmente al adelantamiento de cosechas, llevó a una menor producción en los meses siguientes y a una caída en los envíos durante el segundo trimestre.

GRÁFICO 1.17

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



Fuente: Banco Central de Chile

En lo más reciente, algunos indicadores han comenzado a dar señales de que la parte más baja del ciclo estaría quedando atrás. En el mes de agosto, la producción minera se expandió 9,2% anual, tasas de crecimiento que no se observaban desde enero de 2015. De igual manera, el empleo en la minería y las importaciones de maquinaria y equipos para el sector han vuelto a crecer, luego de meses de sucesivas caídas (Gráfico 1.18). Los indicadores de confianza empresarial, que se ubican en sus mejores niveles desde comienzos de 2013, también comienzan a dar cuenta de mejores perspectivas para la actividad futura (Gráfico 1.19).

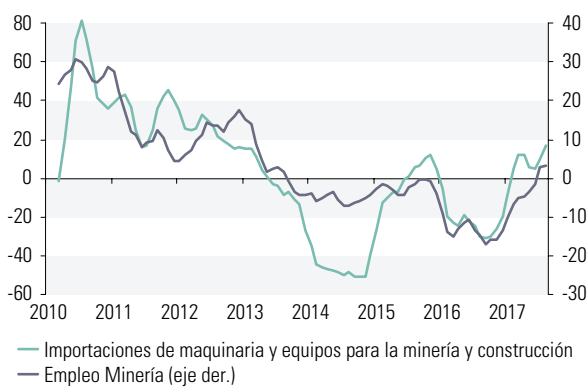
En cuanto a la inversión, el buen desempeño del mercado bursátil, que de forma adelantada se correlaciona

históricamente con la inversión total, hace presumir un repunte de la inversión en los próximos meses (Gráfico 1.20). En concreto, desde comienzos de año las importaciones de bienes de capital, excluidos otros vehículos de transporte, han estado creciendo a tasas de dos dígitos y se ha observado un aumento relevante en el monto de los proyectos ingresados al Sistema

de Evaluación de Impacto Ambiental (SEIA) en lo que va del año (Gráfico 1.21) y en la cartera de inversiones para los próximos años. Según el último catastro de la Comisión Chilena del Cobre (Cochilco), la cartera de inversiones mineras se elevó cerca de 32% respecto al catastro anterior, lo que equivale a un monto cercano a US\$ 15 mil millones para el periodo 2017-2026.

GRÁFICO 1.18

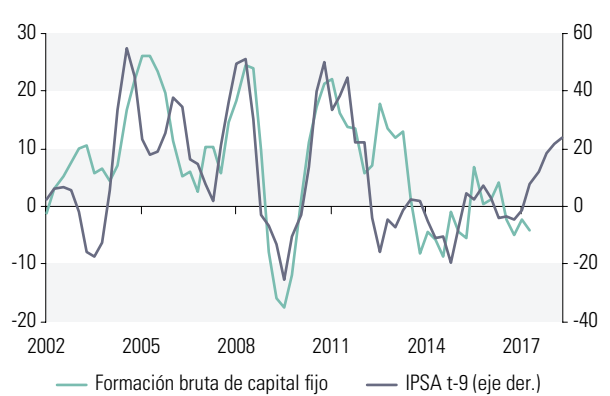
Ciclo Minero
(Promedio móvil trimestral de la variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile, INE

GRÁFICO 1.20

Mercado Bursátil e Inversión
(Variación anual, porcentaje)

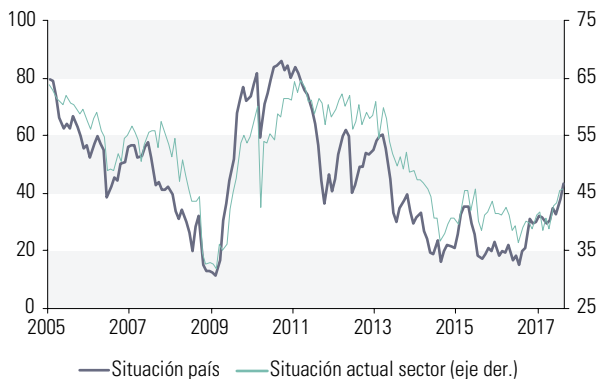


Nota: IPSA t-9 corresponde al valor rezagado 9 meses del IPSA.

Fuente: Banco Central de Chile

GRÁFICO 1.19

Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE)
(Índice de difusión)

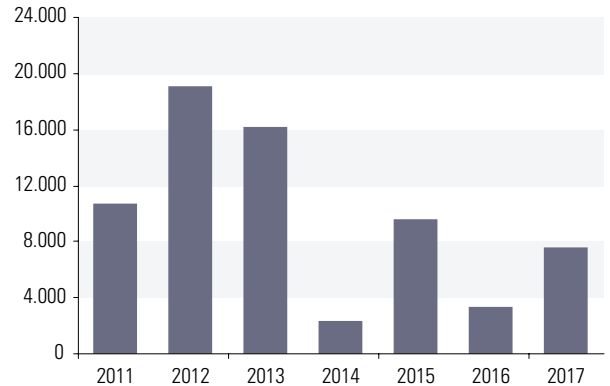


Nota: Situación sectorial considera los sectores comercio, construcción e industria.

Fuente: Icare

GRÁFICO 1.21

Proyectos Mineros Ingresados al SEIA
(Millones de dólares de junio 2017, enero-agosto de cada año)



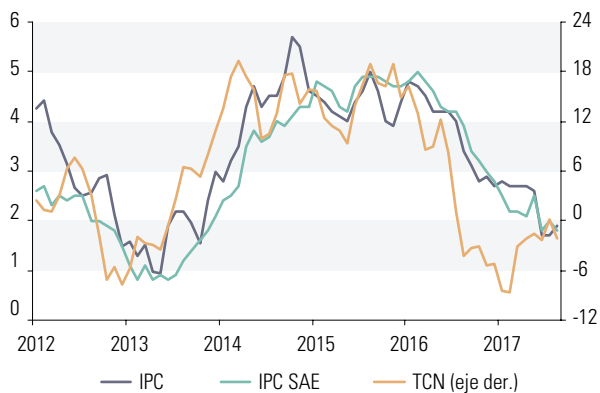
Fuente: Sistema de Evaluación de Impacto Ambiental

1.2.2. Inflación y Mercados Financieros

La inflación mantuvo una marcada tendencia a la baja durante 2016, luego de situarse por un periodo sobre el techo del rango meta del Banco Central. El menor ritmo de depreciación del peso y las holguras de capacidad de la economía incidieron en el rápido retroceso de la inflación subyacente. La inflación total siguió la misma tendencia, en la medida que las alzas en los precios de frutas y verduras lograron ser compensadas por caídas en el precio de los combustibles. Con ello, la inflación subyacente cerró 2016 con una variación anual de 2,8%, promediando 4,0%; mientras que inflación total cerró en 2,7%, con un promedio de 3,8% (Gráfico 1.22).

GRÁFICO 1.22

Inflación y Tipo de Cambio Nominal
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: INE, Banco Central de Chile

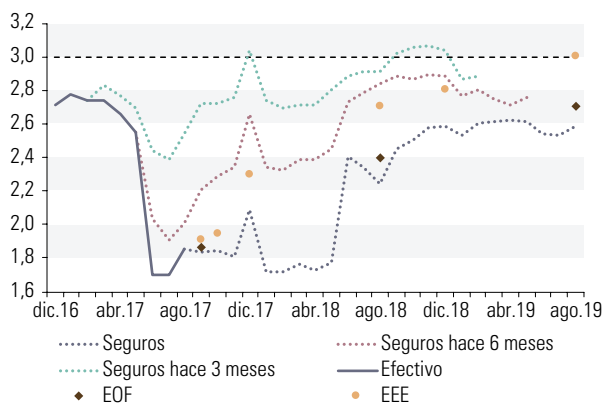
Durante este año el proceso de reducción de la inflación ha continuado, producto del menor dinamismo de la actividad –especialmente a finales de 2016 y comienzos de 2017–, y la fuerte apreciación del peso, que en lo más reciente ha llevado el tipo de cambio a valores por debajo de \$ 620 por dólar. Las sorprendidas caídas en los precios de frutas y verduras también contribuyeron a reducir la variación anual del IPC, que en junio se ubi-

có por debajo del piso del rango de tolerancia del Banco Central. El descenso de la inflación subyacente ha sido algo más suave, aunque se mantiene en torno a 2%.

Distintas encuestas a analistas y los precios de los activos financieros indican que la inflación comenzará a elevarse en los próximos meses, en la medida que la actividad retome mayores tasas de crecimiento en la segunda mitad de este año y el tipo de cambio se estabilice. Se espera que el indicador cierre 2017 en torno a 2,3% y continúe su trayectoria al alza durante el próximo año para cerrar en diciembre en torno a 2,8%, manteniéndose todavía por debajo de la meta del Banco Central. En este contexto, las expectativas inflacionarias para plazos más cortos se han corregido fuertemente a la baja, aunque las de mediano plazo, según la Encuesta de Expectativas del Banco Central de septiembre, han seguido ancladas en torno a 3% (Gráfico 1.23).

GRÁFICO 1.23

Expectativas de Inflación
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile, INE

A comienzos de año, las menores perspectivas de inflación de mediano plazo llevaron al Banco Central a reducir su tasa de política monetaria en 100 puntos base, desde el 3,5% vigente en enero hasta 2,5% en mayo, su menor

niveles desde septiembre de 2010. En lo más reciente, el Banco Central ha señalado una trayectoria estable para su tasa de política en los próximos trimestres, aunque reconoce que en el corto plazo los riesgos para la inflación están sesgados a la baja, lo que de acentuarse podría generar rebajas adicionales. Las expectativas de mercado para la tasa de política prevén una mantención en sus actuales niveles por lo menos por un año más.

En este escenario, las tasas de interés de largo plazo de la deuda pública, tanto reales como nominales, se han ubicado en niveles históricamente bajos por un tiempo prolongado (Gráfico 1.24).

GRÁFICO 1.24

Tasas de Interés Bonos a 10 Años
(Porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

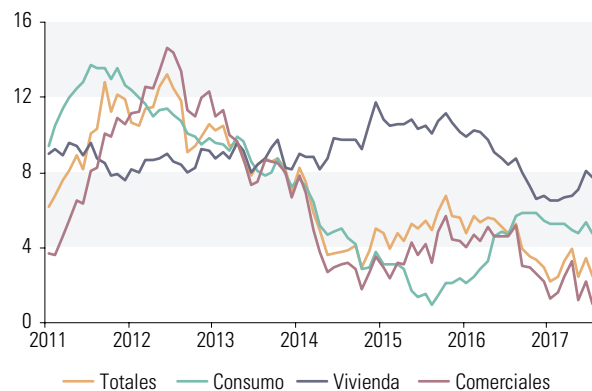
Las condiciones financieras locales se han mantenido favorables, con tasas de colocación bancarias y tasas en los bonos corporativos que han evolucionado a la par con la política monetaria y las tasas de largo plazo de la deuda pública. Por su parte, el crecimiento real de las colocaciones refleja la evolución de la demanda agregada. Se observa un repunte en las tasas de crecimiento de los créditos de consumo en los últimos trimestres y, en lo más reciente, una mayor expansión de las coloca-

ciones para la vivienda (Gráfico 1.25). A nivel de empresas, el moderado nivel de aumento de las colocaciones comerciales ha sido compensado en parte con el alza de las emisiones de bonos en el exterior.

Las condiciones de financiamiento externo también se han mantenido favorables. Las tasas de largo plazo en el mundo desarrollado siguen bajas, mientras que los *Credit Default Swaps* (CDS, seguros de impago) sobre la deuda soberana chilena al igual que CEMBI corporativo se han mantenido estables con efectos acotados de la rebaja crediticia soberana reciente (Recuadro 1.2).

GRÁFICO 1.25

Colocaciones Reales
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

1.3. PERSPECTIVAS PARA 2018

Para 2018 se espera que el ritmo de expansión de la economía mundial continúe afianzándose en un mejor nivel, convergiendo lentamente a su crecimiento de largo plazo. Estados Unidos mantendrá su dinamismo, mientras que la Zona Euro reducirá su ritmo de expansión desde 1,9% este año a 1,7% el próximo, aunque con una trayectoria bastante disímil entre sus econo-

mías. La actividad en Japón también será más baja y crecerá 0,6%, en la medida que el impulso de la política fiscal disminuya (tal como está previsto) y el mayor crecimiento del consumo privado y de la inversión, por efecto de las Olimpiadas de 2020, sean contrarrestados por una menor demanda externa. Con ello, las economías avanzadas crecerán 1,9% en 2018, y la economía mundial aumentaría su ritmo de expansión de 3,5% a 3,6%. El mayor dinamismo de la actividad económica en las economías avanzadas, de la mano de la recuperación de la inversión y la producción mundial, irá consolidando la dinamización del comercio global.

En las economías emergentes y en desarrollo se proyecta que continuará el repunte sostenido de la actividad, por el dinamismo que mantendrán China e India, por la mayor actividad de los países productores de materias primas –afectados fuertemente en 2015 y 2016 por la reversión en los precios de sus principales productos de exportación– y por la reactivación del comercio mundial. Así, América Latina aumentará su ritmo de expansión a 1,9%, impulsada por la recuperación de Brasil, que se espera avance 1,3%. Con todo, se proyecta que el conjunto de las economías emergentes crecerá 4,8% en 2018, por encima del 4,6% de este año.

El mejor desempeño de la economía china durante los dos primeros trimestres de 2017, sumado al debilitamiento del dólar a nivel global y a tasas de interés que se mantienen aún en niveles históricamente bajos, llevaron al cobre a transarse por encima de US\$ 3 la libra en las últimas semanas. Si bien existe bastante incertidumbre respecto a que el precio del cobre se mantenga en esos niveles, la expectativa de que las autoridades chinas podrían aplazar el necesario ajuste fiscal de manera alcanzar la meta de duplicar su PIB real entre 2010 y 2020, sumado al mayor crecimiento global y a algunos problemas de oferta, llevan a proyectar promedios de US\$ 2,71 la libra y US\$ 2,88 la libra este año y el próximo, bastante por encima de lo previsto en 2016.

El petróleo, por su parte, ha fluctuado en lo más reciente en torno a US\$ 50 el barril. Pese a la mayor demanda mundial, las dificultades de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para cumplir con las cuotas de extracción y la alta elasticidad de la producción estadounidense a variaciones de precio, permitirán que el mercado permanezca bien abastecido acotando las alzas del precio. Con todo, para el próximo año se estima que el precio del petróleo fluctúe en torno a los actuales niveles.

CUADRO 1.1

Crecimiento del PIB Mundial
(Variación anual, porcentaje)

	2016	2017		2018	
		WEO (jul-17)	CF (Sep-17)	WEO (jul-17)	CF (sep-17)
PIB mundial	3,2	3,5	3,0	3,6	3,1
Economías avanzadas	1,7	2,0	-	1,9	-
EEUU	1,6	2,1	2,2	2,1	2,4
Zona Euro	1,8	1,9	2,1	1,7	1,8
Japón	1,0	1,3	1,6	0,6	1,2
Economías emergentes y en desarrollo	4,3	4,6	-	4,8	-
China	6,7	6,7	6,7	6,4	6,4
India	7,1	7,2	7,0	7,7	7,5
Brasil	-3,6	0,3	0,7	1,3	2,3
América Latina	-1,0	1,0	1,7	1,9	2,6

Fuente: FMI, Consensus Forecasts

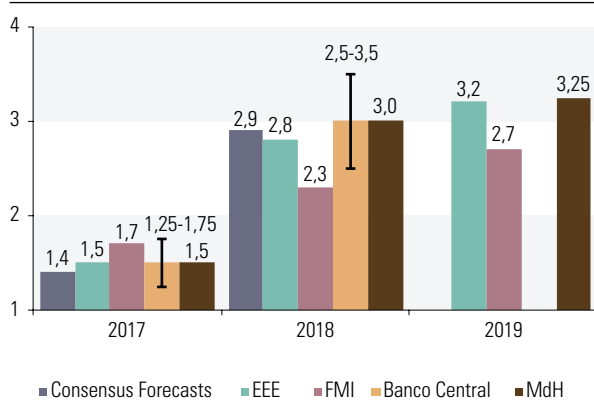
El escenario mundial presenta una serie de riesgos. Pese a la mayor fortaleza de la demanda interna y la caída en la tasa de desempleo en la mayoría de las economías avanzadas, la inflación continua débil y lejos aún de los objetivos inflacionarios de sus respectivas autoridades monetarias. En Estados Unidos, las dudas sobre el carácter puntual o sistémico de los menores registros inflacionarios han generado discrepancias entre la Fed y el mercado respecto al ritmo de normalización monetaria. Esto, sumado a una reversión de las alzas recientes en el apetito por riesgo, en un contexto de escalamiento de las políticas proteccionistas

y las tensiones geopolíticas en el mundo, podría desencadenar episodios de volatilidad financiera. Pese a que el *Brexit* parece haber tenido efectos acotados en el corto plazo, la incertidumbre sobre las siguientes etapas y el real alcance de la salida del Reino Unido de la Unión Europea aún persisten. Los riesgos de un menor dinamismo en la economía china, amparados en datos coyunturales menos auspiciosos y en los desequilibrios que persisten en algunos de sus mercados financieros, podrían provocar correcciones relevantes en los precios de las materias primas y quitarle impulso a las economías emergentes.

La economía chilena irá consolidando un mayor dinamismo durante los próximos trimestres y crecerá 3% en 2018, de acuerdo con nuestras proyecciones. Esta estimación, que está en línea con las de otras instituciones y del mercado, se sitúa en el punto medio del rango proyectado por Banco Central en su último IPoM (Gráfico 1.26). En 2019, la economía crecería 3,25%, continuando con el cierre de sus brechas de capacidad.

GRÁFICO 1.26

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



Fuente: Consensus Forecasts, Banco Central de Chile, FMI y Ministerio de Hacienda

La recuperación del crecimiento en los próximos trimestres se sustenta en una serie de elementos. En pri-

mer lugar, por la reactivación del comercio global que debiese acompañar un mayor dinamismo en los países desarrollados que ha sido impulsado por el repunte de la inversión y la producción industrial. En segundo lugar, nuestros principales socios comerciales de la región comenzarán a exhibir tasas de crecimiento más elevadas, lo que también ayudará a empujar la demanda externa por nuestros productos. En tercer lugar, la mayor fortaleza de la demanda doméstica en China y la depreciación global del dólar han elevado el precio de los *commodities*, mejorando nuestros términos de intercambio. Se espera que parte de esta alza sea permanente. En cuarto lugar, las condiciones financieras para las economías emergentes, en particular las latinoamericanas, se mantendrán favorables, con tasas de interés bajas, flujos de capitales entrando a la región, y premios por riesgo acotados. Por último, la política monetaria doméstica seguirá dando un estímulo positivo a la actividad. A eso se agrega el impulso proveniente desde el sector público, tanto por la inversión del Gobierno Central y de las empresas públicas, como por la acción generada a través de concesiones y los planes especiales de vivienda.

Respecto de la inflación, se proyecta que este año cerraría en 2,4% y que el próximo continuaría el proceso convergencia hacia la meta del Banco Central, para terminar en diciembre de 2018 con una inflación de 2,8%. Estas proyecciones están en línea con las contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre y en el último IPoM del Banco Central. El alza de la inflación en los próximos meses respondería a una estabilización del tipo de cambio, considerando que es poco probable que éste vuelva a caer con la intensidad que lo hizo durante la primera parte de este año. También al mayor crecimiento de la economía, que en los últimos meses del año crecerá por encima de su potencial, cerrando holguras y entregándole presión al alza a los precios.

RECUADRO 1.1

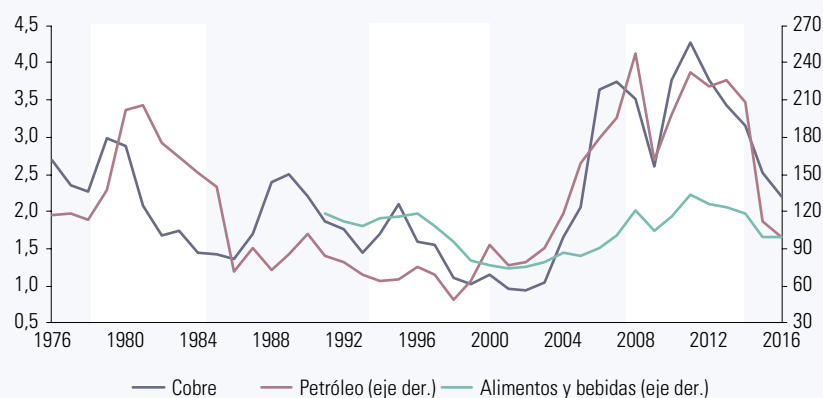
Ciclos de materias primas: Una comparación entre países y en el tiempo

El cobre representa la mitad de las exportaciones de nuestro país, por lo que la economía chilena está afectada a *shocks* en precios e inversión similares a los enfrentados por otros productores de *commodities*. Como grupo, estos países suelen tener un comportamiento cíclico algo más volátil que el resto de los países, y su ciclo no necesariamente coincide con la economía global.

El actual ciclo de precios e inversión de *commodities* mineros y de petróleo ha sido particularmente severo, caracterizado por un período de fuertes alzas en la antesala de la crisis financiera global y en los años inmediatamente posteriores, y un colapso a partir del 2014. Los precios de *commodities* agrícolas han seguido un patrón similar, aunque más moderado (Gráfico 1.27).

GRÁFICO 1.27

Precio real del cobre, petróleo y alimentos y bebidas
(US\$ la libra de 2016 e Índice 2016=100)

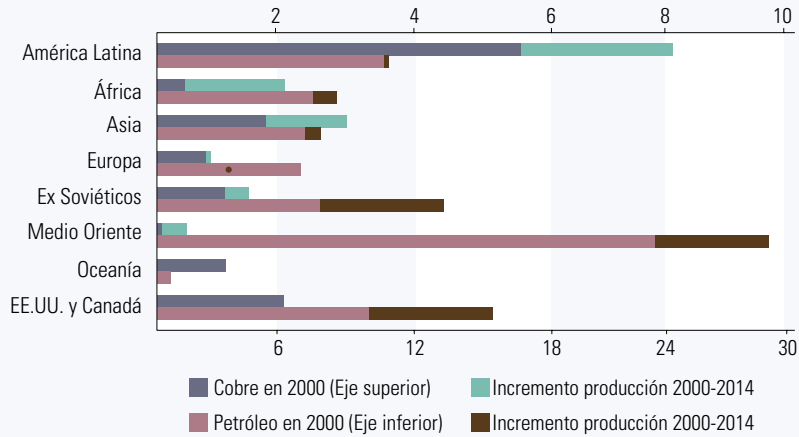


Fuente: Elaboración propia en base a FMI, Bloomberg y Banco Central

La inversión minera y en petróleo ha seguido un ciclo similar al de los precios, aunque con cierto desfase por los rezagos de construcción. Espejo de esta mayor inversión ha sido el significativo crecimiento de la producción de cobre y petróleo en múltiples regiones del mundo (Gráfico 1.28). Este incremento en la producción –y, por lo tanto, de la inversión– no es homogéneo, sino que ha modificado el peso relativo de las zonas geográficas en la producción mundial. En el caso del cobre, se ha afianzado el liderazgo de América Latina, mientras que Asia y África han ganado terreno. Por su parte, son los ex países soviéticos junto con Estados Unidos y Canadá los que más han incrementado su participación en la producción global de petróleo.

GRÁFICO 1.28

Producción de cobre y petróleo en 2000 y 2014
(Millones de toneladas métricas, millones de barriles por día)



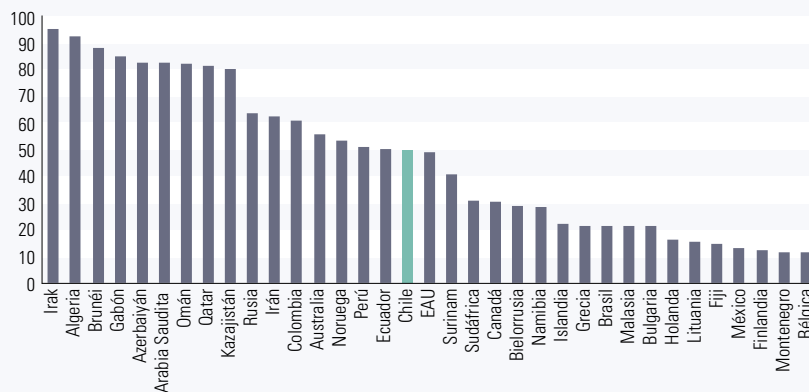
Fuente: Banco Mundial

En este contexto, resulta pertinente comparar el desempeño cíclico de nuestro país en el período que marca el fin del super ciclo de *commodities* con el de un sub-conjunto de economías cuyas exportaciones dependen fuertemente de minería y combustibles, y no sólo con el promedio de la economía global.

Para estos efectos, se establece como grupo de comparación al conjunto de países en los cuales las exportaciones de minería y combustibles superan el 30% del valor total de sus exportaciones, excluyendo a aquellas economías de bajos ingresos para asegurar homogeneidad en el grupo de comparación (Gráfico 1.29).

GRÁFICO 1.29

Exportaciones minería y combustibles
(Porcentaje del total de exportaciones, 2014)



Nota: Se excluyen países con un PIB per cápita menor a US\$ 5.000 y países con exportaciones de minería y combustibles que representan menos del 10% de las exportaciones totales.

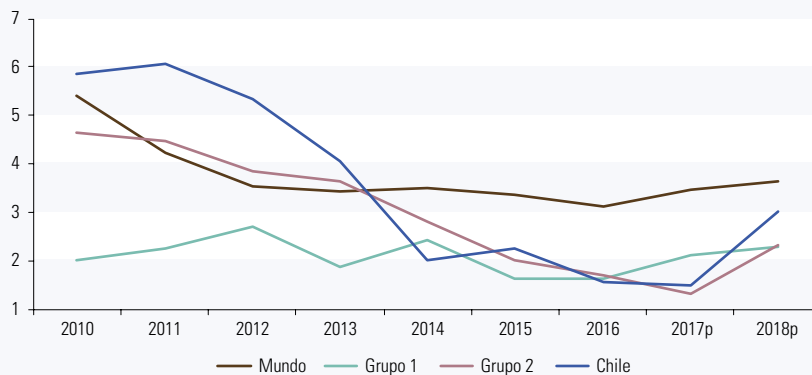
Fuente: Organización Mundial del Comercio

Con ese criterio, se construyen dos grupos. El primero está integrado por países desarrollados exportadores de minería y combustibles: Australia, Canadá y Noruega. El segundo contiene al resto de las economías, todas en vías de desarrollo², exceptuando a Chile. En este grupo el análisis se centra en la mediana, para controlar por efectos de alzas o caídas extremas.

Este ejercicio muestra el crecimiento de los países seleccionados en el período 2010-2018(p), y los compara con el avance promedio del mundo. Se observa que el ciclo de bajos precios y menor inversión a partir del año 2014 tuvo un efecto significativo en el crecimiento del grupo de países en vías de desarrollo, llevando a una desaceleración más marcada que el promedio mundial y similar a la observada en Chile. En contraste, el grupo de mayores ingresos experimentó una desaceleración bastante moderada en este periodo –aunque desde tasas de crecimiento bajas–, debido en buena medida al menor peso que tienen las exportaciones de *commodities* mineros y petroleros en su canasta de exportaciones, así como a su capacidad para implementar políticas macroeconómicas anticíclicas (Gráfico 1.30).

GRÁFICO 1.30

Crecimiento del PIB 2010-2018
(Variación anual, porcentaje)



Nota: Grupo 1 integrado por Australia, Canadá y Noruega. Grupo 2 integrado por 17 economías en vías de desarrollo exportadoras de minería y combustibles. Para el Grupo 2 se emplea la mediana para evitar que observaciones extremas dominen el comportamiento del grupo.

Para Chile, se utiliza la proyección de crecimiento del Ministerio de Hacienda. Para el resto de países, la proyección del *World Economic Outlook* del FMI.

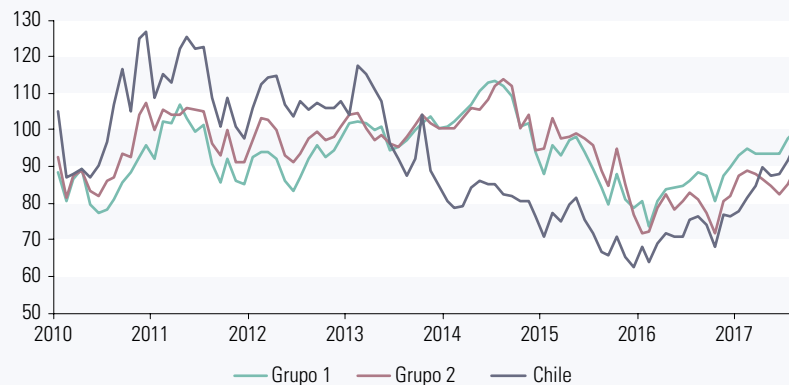
Fuente: Elaboración propia en base a FMI

2 Colombia, Perú, Irak, Algeria, Brunéi, Gabón, Azerbaiyán, Arabia Saudita, Omán, Qatar, Kazajistán, Rusia, Irán, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Surinam y Sudáfrica.

El rendimiento bursátil de ambos grupos de países va en la línea con lo ocurrido con el PIB, aunque con diferencias en el *timing* (Gráfico 1.31). Las bolsas de ambos grupos de productores de *commodities* empezaron a perder valor a fines de 2014, mostrando una recuperación moderada desde mediados de 2016. Por su parte, la bolsa chilena comenzó a caer el año 2013, llegando a su mínimo también a comienzos del 2016, para posteriormente iniciar un repunte que se ha extendido hasta el cierre de este documento.

GRÁFICO 1.31

Índice de bolsas
(En US\$, 2013=100)



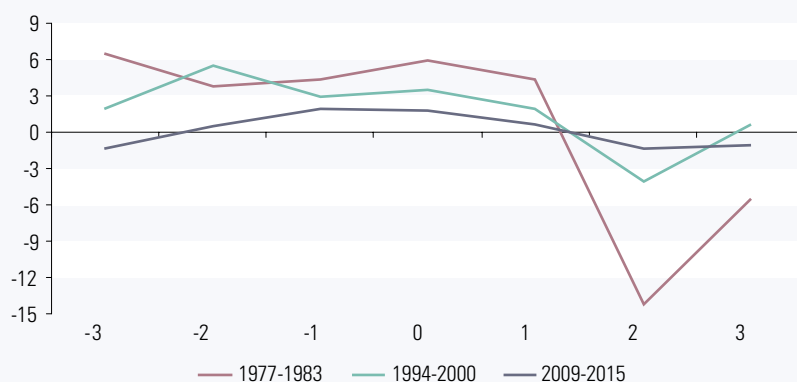
Nota: Grupo 1: Promedio Australia, Canadá, Noruega. Grupo 2: Colombia, Perú, Algeria, Arabia Saudita, Omán, Qatar, Kazajistán, Rusia, Emiratos Árabes Unidos, Sudáfrica. Para el Grupo 2 se emplea la mediana para evitar que observaciones extremas dominen el comportamiento del grupo

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

No sólo es de interés comparar el desempeño en los últimos años de Chile respecto a otros países productores de *commodities*, sino que también respecto a sí mismo en episodios previos de caídas en el precio del cobre. Para este ejercicio se consideran tres periodos que se caracterizan por englobar disminuciones sustantivas en el precio del cobre (1977-1983; 1994-2000; y 2009-2015) y se relacionan con el crecimiento de Chile y el dinamismo de la economía mundial. Se observa que la volatilidad del crecimiento de Chile en el periodo 2009-2015 antes y después de un cambio en el ciclo de precio del cobre ha sido notablemente menor que en los otros dos períodos previos, pasando de niveles de 1% por sobre el promedio mundo en los años 2011 y 2012 a -1.5% por debajo en el año 2014 (Gráfico 1.32).

GRÁFICO 1.32

Crecimiento de Chile respecto al mundo
(Diferencia en puntos porcentuales, 3 años antes/después de cambio en ciclo de precio del cobre)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial y FMI

En esta menor volatilidad relativa han incidido de manera determinante las políticas macroeconómicas y financieras que se han ido construyendo en el tiempo y que han permitido absorber los *shocks* generados por el ciclo de *commodities* actual. Entre estas destacan un Banco Central independiente con metas de inflación, un tipo de cambio flexible que permite absorber *shocks* externos, una política de Balance Fiscal Estructural que entrega grados de holgura para suavizar el ajuste del gasto público ante deterioros en la actividad y el precio cobre; y un sistema financiero robusto ante *shocks* de actividad, tipo cambio y financiamiento externo.

En contraste, la crisis de deuda que vivieron los países de América Latina durante los años 80 afectó con especial virulencia a Chile. En ese momento, la política económica no logró enfrentar las restricciones financieras externas y la caída en el precio del cobre, sino que por el contrario, las amplificó. La política de tipo de cambio nominal fijo aplicada entonces, en un contexto de inflación mayor a la mundial, generó una significativa apreciación real del peso que contribuyó a un insostenible déficit de cuenta corriente financiado por deuda privada principalmente en dólares. Así, el año 1982, y coincidiendo con una crisis bancaria, hubo una severa contracción del PIB de más de 13%, mientras el mundo expandía 0,7%. De esta manera, se pasó de crecer 6% más que el mundo a una caída de casi 15% por debajo del promedio global.

Un nuevo episodio ocurrió con ocasión de la llamada crisis asiática de fines de los años noventa, que puso fin a una década de alto crecimiento de Chile. El crecimiento de 7,4% en 1997 retrocedió a una expansión de solamente 4,5% en 1998, y a una contracción de 0,5% en 1999. La ausencia de una regla de balance estructural, junto con preocupaciones por los efectos negativos de una

depreciación de la moneda que llevaron al Banco Central defender la banda cambiaria con una política monetaria contractiva, contribuyeron a la fuerte desaceleración de la economía³. El mundo, por su parte, tuvo una moderada desaceleración desde 4,0% a 2,5% en 1998, para recuperarse al año siguiente, con lo que Chile pasó de crecer más de 3% por sobre el mundo a situarse más de 3% por debajo del promedio global.

Estos antecedentes permiten afirmar que al comparar el desempeño de la economía chilena durante el ciclo actual de bajos precios de los *commodities* respecto de un conjunto de otros países que enfrentaron un *shock* externo similar, se obtiene una visión más bien favorable de su desempeño relativo. Dicha valoración se afianza aún más al evaluar el desempeño reciente de la economía chilena respecto de su respuesta en otros momentos en la historia reciente de Chile, donde la economía enfrentó un *shock* de *commodities* similar. La credibilidad de las instituciones macroeconómicas y un mix adecuado de políticas permitieron moderar las fluctuaciones, a pesar de estar más expuestos que muchos otros países a los vaivenes de la economía mundial, dada nuestra estructura dependiente de las exportaciones de cobre.

Con todo, persisten importantes desafíos de mediano plazo para reducir la aún elevada exposición de la economía chilena al ciclo de *commodities* y, en particular, a los ciclos de inversión que acompañan dichas fluctuaciones en precios. Dicha mitigación pasa inevitablemente por avanzar hacia una mayor diversificación de las exportaciones chilenas, acercándonos de esta manera a la estructura productiva de los países desarrollados productores de *commodities*. El capítulo 4 discute en detalle las acciones que ha tomado el Gobierno en post de esta mayor diversificación.

3 Si bien existía un Fondo de Estabilización del Cobre, este mecanismo no suavizaba fluctuaciones en los ingresos fiscales producto del ciclo del PIB y sólo amortiguaba parcialmente variaciones en el precio del cobre.

RECUADRO 1.2

Rebaja de la Calificación Crediticia

Las tres principales agencias clasificadoras de riesgo -Fitch, Standard & Poor's y Moody's- han revisado sus perspectivas sobre Chile en los últimos meses. Fitch rebajó su *outlook* desde estable a negativo en diciembre de 2016 y concretó una rebaja en la calificación crediticia en agosto de 2017, pasando de "A+" a "A". Por su parte, Standard & Poor's cambió el *outlook* a negativo en enero y rebajó la calificación en julio de "AA-" a "A+", mientras que Moody's cambió en agosto el *outlook* a negativo, manteniendo la calificación en "Aa3".

Tras rebajar la nota soberana, tanto Fitch como Standard & Poor's modificaron la perspectiva de la calificación de negativa a estable, reflejando que no proyectan nuevas rebajas en un horizonte de mediano plazo de no mediar cambios significativos en las condiciones macroeconómicas. En sus informes, ambas agencias declararon que el *outlook* estable se basa en la sólida gobernanza macro, que se espera se mantenga tras las elecciones; y en las proyecciones de moderada recuperación del crecimiento y consolidación fiscal que deberían acotar el alza de la deuda pública.

La nueva calificación crediticia de Chile sigue siendo alta, por encima de los países latinoamericanos mejor posicionados, que son los de la Alianza del Pacífico (México, Perú y Colombia). En su vecindad, se ubican países desarrollados como Japón, Bélgica, Francia e Israel, países en desarrollo con buenas políticas macroeconómicas y productores de petróleo con alto ahorro, entre otros (Cuadro 1.1).

CUADRO 1.1.

Clasificación de Riesgo Países en la Vecindad de Chile

	Fitch	S&P	Moody's
Un escalón más arriba	Israel, China, República Checa, Eslovaquia, Malta, Estonia, Arabia Saudita	Qatar, Estonia, República Checa, Taiwán, China	Francia, EAU, Hong Kong-China, Kuwait, Corea del Sur
Igual clasificación que Chile	Japón, Irlanda	Japón, Israel, Eslovenia, Eslovaquia, Irlanda, Bermuda	Bélgica, Taiwán, Qatar
Un escalón más abajo	Islandia, Letonia, Lituania, Eslovenia, Polonia, Malasia	Islandia	Israel, China, Japón, República Checa, Estonia, Arabia Saudita.

Fuente: Bloomberg

Las tres agencias coinciden en su diagnóstico sobre el país respecto a que el motor del aumento en el riesgo soberano ha sido la prolongada desaceleración de la economía y su efecto sobre las finanzas públicas. Fitch evaluó que el bajo crecimiento tras el fin del súper ciclo de la minería "está durando más de lo esperado, contribuyendo a un deterioro del balance fiscal", visión compartida por S&P que destacó que "el prolongado periodo de bajo crecimiento ha dañado los ingresos del Fisco, contribuyendo a incrementar la deuda pública". Moody's agregó que "el crecimiento del PIB ha sufrido un *shock* estructural debido a los menores precios del cobre y una disminución en la productividad".

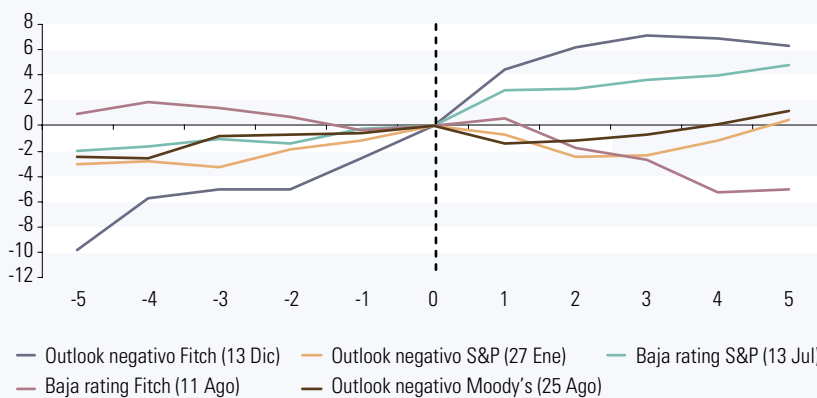
La alta calificación crediticia que mantienen las agencias para Chile se basa en el manejo responsable de su política económica. S&P destaca “el compromiso de Chile de anclar las políticas fiscales y monetarias a un marco de reglas transparente como una fortaleza para su calificación crediticia”. Además agrega que “la regla fiscal de Chile continuará funcionando como un ancla que permite contener las demandas por mayor gasto público”, mientras que Fitch reconoce una “sólida gobernabilidad y un marco de políticas creíble, que ha preservado la estabilidad macroeconómica”.

En este contexto, el efecto de la rebaja en el mercado financiero fue acotado y se internalizó principalmente a fines del año pasado, con el primer anuncio de Fitch de cambiar el *outlook* desde estable a negativo. Si se observa la evolución de los *Credit Default Swaps* (CDS) de Chile, relativa al promedio de estos mismos activos para Perú, México y Colombia –países con niveles de riesgo comparables con Chile y afectados por *shocks* financieros parecidos-, se produjo un aumento cercano a 6 puntos base en los días siguientes al anuncio (Gráfico 1.33). En particular, el día siguiente al anuncio, el incremento medido de esa manera fue de poco más de 4 puntos base, diferencia estadísticamente significativa tomando en cuenta las diferencias diarias observadas en este indicador en el último año calendario. Los siguientes eventos no tuvieron efectos estadísticamente significativos sobre los CDS, en parte, debido a que el cambio en el riesgo había sido previamente incorporado por los mercados.

GRÁFICO 1.33

Credit Default Swaps

(Diferencia respecto al promedio de países de la Alianza del Pacífico, 5 días antes/después del evento, puntos base)



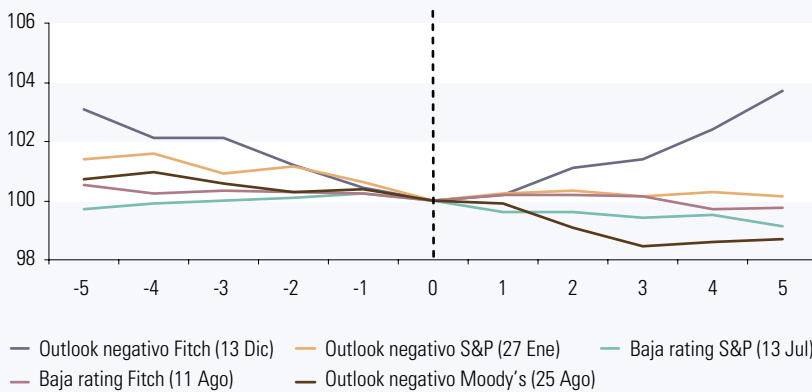
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Los efectos sobre el tipo de cambio y la bolsa estuvieron en línea con lo observado para los CDS. Luego del primer evento, hubo una depreciación del tipo de cambio multilateral en torno a 3%, aunque el efecto para el primer día no fue estadísticamente significativo (Gráfico 1.34). Por su parte, la bolsa local tuvo una caída de 3%, medida respecto al retorno de las bolsas de países emergentes (Gráfico 1.35). Al igual

que con el tipo de cambio, el efecto el primer día no fue estadísticamente significativo. Para el resto de los eventos no se observan cambios relevantes los días posteriores a los anuncios. En cualquier caso, cabe señalar que las caídas no necesariamente representan un efecto causal.

GRÁFICO 1.34

Tipo de Cambio Multilateral
(Índice 5 días antes/después del evento, día del anuncio=100)

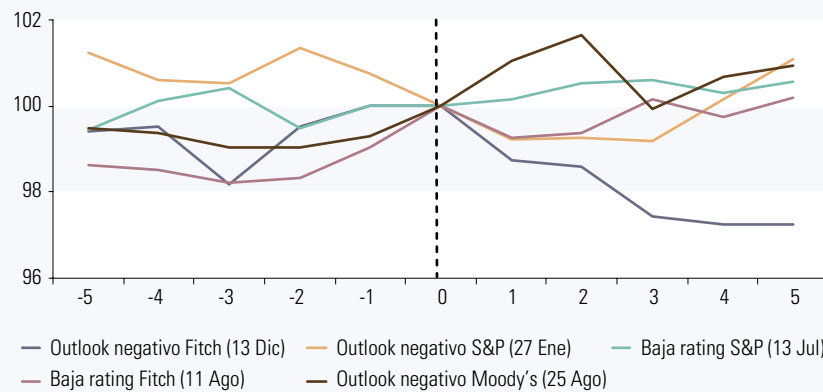


Nota: Un alza refleja una depreciación de la moneda local.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

GRÁFICO 1.35

Retorno Mercado Accionario Local
(IPSA en dólares respecto del MSCI países emergentes, 5 días antes/después del evento, día del anuncio=100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg