

INFORME RIESGO PAÍS

CHILE

Madrid: 17 de marzo de 2015



A destacar

Estabilidad institucional y cultura política basada en el consenso y la negociación. Vuelta al poder de la izquierda en 2014 tras el breve paréntesis del gobierno de centro derecha de Sebastián Piñera. La ambiciosa agenda reformista de la Presidenta Bachelet se está enfrentando a una fuerte oposición al tiempo que el contexto macroeconómico y la desaceleración económica dificultan su puesta en práctica. Creciente desaprobación de la gestión del gobierno.

Chile se recuperó a un ritmo asombroso de la recesión de 2009 (-1,5% del PIB) y del terremoto de 2010, creciendo entre 2010 y 2012 a un promedio del 5,8%, gracias a una política fiscal y monetaria de tono expansivo y a las favorables condiciones exteriores. **Desaceleración económica a partir de 2013, que se intensifica en 2014** a causa del menor dinamismo de la inversión, del consumo y de la demanda exterior, fuertemente dependiente de China. Estrecha base económica, con una excesiva relevancia del sector minero, que supone en torno al 15% del PIB, más de la mitad de las exportaciones y una cuarta parte de los ingresos fiscales.

Sólidas políticas macroeconómicas. Años de gestión fiscal prudente, un régimen monetario eficaz anclado en un tipo de cambio flexible y un programa de acumulación de reservas dotan al país de una envidiable capacidad de reacción y absorción ante shocks externos. La eficiente gestión de la política económica permite mitigar el impacto de la volatilidad del precio del cobre sin poner en peligro la dinámica de la deuda. En respuesta a la fuerte desaceleración económica, las autoridades han puesto en práctica una política monetaria expansiva y un aumento del gasto público, al contar con un amplio margen en ambos frentes.

Excelente nivel de solvencia exterior. La alta dependencia del cobre está amortiguada por la regla del superávit estructural, la acumulación de fondos de estabilización y un bajo endeudamiento público. Además, el país disfruta de unos reducidos ratios de deuda externa y un nivel satisfactorio de reservas de divisas.

ESTABILIDAD INSTITUCIONAL

LA AGENDA REFORMISTA DE BACHELET ENCARA GRANDES OBSTÁCULOS

- Retorno de la izquierda en marzo de 2014, tras un breve paréntesis de gobierno conservador de Piñera. Bachelet arrasó en la segunda vuelta al canalizar en su agenda reformista las demandas de un electorado frustrado ante los escasos avances en la lucha contra la desigualdad pese al crecimiento económico.
- Un año después de su toma de posesión, la popularidad de Bachelet ha caído en picado. La reforma fiscal, el cambio de modelo educativo y una nueva Constitución fueron los pilares de su programa electoral, pero atraviesan serias dificultades debido a la desaceleración económica, la división del oficialismo (entre los democristianos y el ala izquierda) y la oposición empresarial.

POBLACIÓN	17,7 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	15.230 \$
EXTENSIÓN	756,626 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Presidencial
CORRUPCIÓN	21/174
DOING BUSINESS	41/189

El rotundo triunfo de Michelle Bachelet en la segunda vuelta de las elecciones (legislativas y presidenciales) celebradas en diciembre de 2013 supuso el retorno de la centroizquierda al poder, tras el único gobierno de derecha en 20 años de democracia. La presidenta de la coalición de izquierda "Nueva Mayoría" volvió a hacer historia. Tras convertirse en la primera mujer en alcanzar la Presidencia del país en 2006, en las

pasadas elecciones ha sido la primera mandataria reelegida después de más de 60 años. Además, lo logró con el porcentaje de votos más alto cosechado por ningún presidente desde el retorno de la democracia: se impuso a la economista conservadora Evelyn Matthei, con el 62% de los votos frente al 38% en segunda vuelta. Históricas fueron también estas elecciones por ser la primera vez que el voto era voluntario, y la abstención alcanzó cotas altísimas (cerca del 60%). Esta apatía política no es sino el reflejo del descontento de la población, que siente que el "milagro chileno" no se ha traducido en mejoras en la desigual distribución de la renta y en un mayor bienestar. Chile es el país con mayor desigualdad de toda la OCDE. Su índice de Gini (0,503)⁽¹⁾ se encuentra muy por encima de la media de la Organización (0,310) sin que, además, se aprecie una evolución favorable en el tiempo. De hecho, pese al dinamismo del crecimiento, las saneadas cifras macroeconómicas y la elevada tasa de empleo que han caracterizado el mandato de Piñera, los dos últimos años de su gobierno estuvieron marcados por un creciente malestar social.

(1) El índice de Gini, elaborado por el Banco Mundial, es un indicador del nivel de equidad. Un valor de cero se corresponde con la perfecta igualdad, en el que todos tienen los mismos ingresos, y 1 se corresponde con una situación en que una persona tiene todos los ingresos. A comienzos de la década de los noventa, este indicador se situaba en torno a 0,57%. Veinte años después, sigue estando en el 0,5%. En Chile el decil más rico gana 27 veces más que el decil más pobre.

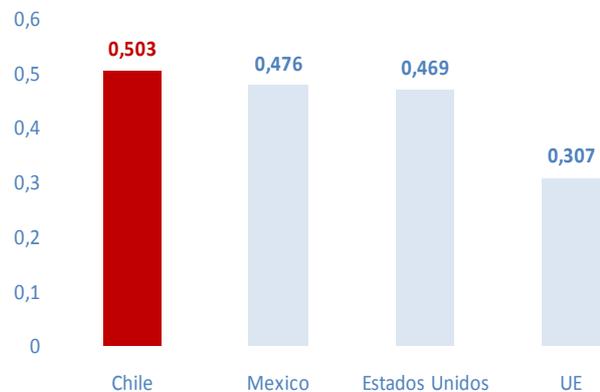


El triunfo de Bachelet se explica, junto a su gran carisma, por su capacidad de canalizar este descontento social a través de un programa político que recogió gran parte de las demandas de los movimientos sociales. Además de proponer un nuevo sistema educativo, una reforma fiscal para acabar con la desigualdad en el país, y una nueva constitución, Bachelet incorporó a su programa algunas demandas de otros movimientos sociales, desde aquellos de la comunidad gay a los de indígenas y medioambientalistas⁽²⁾.

Por último, cabe subrayar que las elecciones confirman una vez más que el país cuenta con una democracia plenamente consolidada, donde la ausencia de incidentes es un ejemplo para un continente donde los comicios suelen provocar gran inestabilidad.

Un año después de su toma de posesión, el 11 de marzo, los niveles de popularidad de la mandataria se han desplomado. Según las últimas encuestas, el apoyo a la gestión del gobierno ha bajado de un 50% en julio de 2014 a un 39% en marzo de 2015. Nunca antes había caído Bachelet a niveles tan bajos de popularidad, ni siquiera en los peores momentos de su primera Administración (2006-2010), cuando encaró problemas con los estudiantes y con el transporte público. Las causas son, por una parte, la desaceleración económica (el crecimiento en 2014 se ha reducido a la mitad) y, por otra, una creciente decepción de la ciudadanía con las reformas y planes estructurales del gobierno, a lo que se suman los problemas en los últimos meses en servicios públicos como el metro. La puesta en práctica del programa político y económico de Bachelet está enfrentándose a no pocas dificultades y, singularmente, a una fortísima oposición empresarial. Por si esto fuera poco, dentro del propio oficialismo han surgido grietas: los continuos encontronazos en el seno de la Nueva Mayoría entre los democristianos y el ala izquierda de la coalición son tan evidentes que la propia Presidenta ha hecho varios llamamientos a la unidad. La oposición no se está beneficiando de estas dificultades, sino todo lo contrario. De hecho, la antigua coalición se ha disuelto y se ha reconstituido en una nueva alianza, que aúna a la derecha chilena bajo unas nuevas siglas: "La Coalición por el cambio", la cual integra, además de a la Unión Democrática Independiente (UDI), el Partido Regionalista Independiente (PRI) y Renovación Nacional (RN), a la nueva formación Evópoli.

Indice GINI -2011

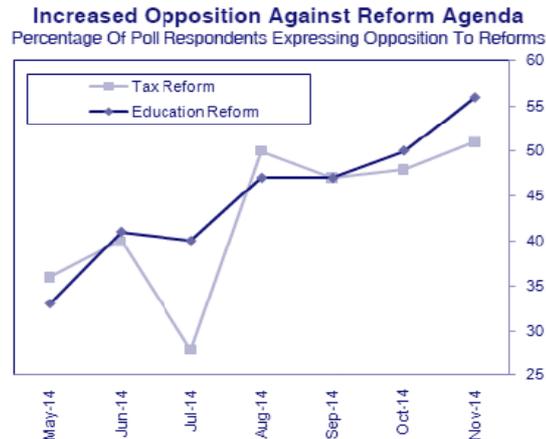


Fuente: Banco Mundial

- (2) El Congreso chileno ha aprobado un proyecto de ley que permite las uniones civiles entre parejas del mismo sexo. En cuanto a las reclamaciones de los indígenas, Bachelet se ha comprometido a buscar una solución al conflicto mapuche sin aplicar la ley antiterrorista. Además, hizo un guiño a las organizaciones medioambientales al fijar un plazo para resolver las demandas relativas al proyecto HidroAysén, un polémico proyecto que pretendía instalar cinco centrales hidroeléctricas en los ríos Baker y Pascua de la región de Aysén. En junio de 2014, el Comité de Ministros chileno decidió finalmente rechazar el proyecto, después de un proceso lleno de polémicas y de siete años de oposición de la ciudadanía.

De los tres poderes centrales de la agenda política de “Nueva Mayoría”, la **reforma tributaria**, aprobada en septiembre de 2014, ha sido recibida con un rechazo generalizado, por la percepción de que perjudica directamente a la clase media, como ha insistido la derecha y el empresariado. Esta reforma es la piedra angular de la agenda política del gobierno, en cuanto que los ingresos obtenidos del aumento de la carga tributaria (se prevé una recaudación de unos 8.200 mill.\$) permitirán, entre otras cosas, financiar con ingresos permanentes la reforma a la educación, que es una de las principales promesas del gobierno.

La promesa electoral de lograr un sistema educativo gratuito y de calidad generó altos niveles de expectativas, pero la complejidad de la reforma ha retrasado la agenda legislativa. De hecho, el titular de Educación, Nicolás Eyzaguirre, es el ministro peor evaluado del gabinete del gobierno⁽³⁾. El primer proyecto de ley, que fue aprobado en enero de 2015, contempla cambios en la educación primaria⁽⁴⁾. Por un lado, garantiza la educación gratuita, al eliminar gradualmente los copagos en los colegios subvencionados (que pasarán a ser financiados por el Estado). También prohíbe que las instituciones educativas que reciben financiamiento público apliquen mecanismos de selección de estudiantes, para evitar discriminaciones. Todos los establecimientos que reciban algún tipo de aporte del Estado deben destinar esos recursos a mejorar la calidad y, en un plazo de tres años, se transformarán en corporaciones o fundaciones sin fines de lucro. La gratuidad de la enseñanza universitaria se deja para una segunda fase de la reforma, lo que ha provocado que el movimiento estudiantil la tache de insuficiente.



Fuente: Adimark GfK, BMI

- (3) Bachelet ya sufrió en su pasada legislatura (2006-2010) las protestas de los estudiantes de secundaria (conocida como la "revolución pingüina", por el color del uniforme escolar). No obstante, el conflicto a gran escala por la educación estalló durante el mandato de su sucesor, Sebastián Piñera, con decenas de masivas manifestaciones de los estudiantes, que fueron apoyadas por gran parte de la sociedad. Desde que Pinochet eliminó la educación terciaria gratuita, en 1981, todas las universidades chilenas cobran la matrícula, al igual que muchas escuelas secundarias, lo que implica que Chile tenga la educación superior más cara del mundo, según la OCDE.
- (4) La entrada en vigor de la nueva ley será a partir del 1 de marzo del 2016, con un plazo transitorio de adaptación por 3 años para los gestores de establecimientos particulares subvencionados.

El tercer pilar del programa electoral era la aprobación de una **nueva Constitución**, "que se haga cargo de los cambios" de las últimas décadas, que refleje "el Chile de hoy" y que establezca "una nueva relación entre el Estado y los ciudadanos". El objetivo es borrar lo que sobrevive de la dictadura militar, en especial el llamado sistema de elección binominal. Esta fórmula electoral, instaurada en 1980 por Pinochet, difumina las diferencias entre primer y segundo clasificado y beneficia fuertemente a la primera minoría del país, ya que el partido ganador debe duplicar los votos de la segunda fuerza para lograr el segundo escaño en cada uno de los distritos electorales, y el resto de las minorías quedan excluidas⁽⁵⁾. Este método posibilitó durante los casi 25 años de democracia la consolidación de dos grandes alianzas políticas, limitando el acceso de los partidos más pequeños y los independientes al Congreso. En enero de 2015 la Cámara de Diputados aprobó la reforma, que ya había sido sancionada por el Senado, dando paso a un nuevo sistema electoral con carácter proporcional, lo que dará indudablemente más opciones a terceras fuerzas. La nueva ley electoral, además, aumenta el número de diputados de 120 a 155, mientras que los senadores pasarán de 38 a 50, y establece que al menos el 40% de los candidatos deben ser mujeres.

Factores de gobernabilidad (2013)



Por último, se está tramitando el proyecto de ley de la **reforma laboral**, en el que destaca el fortalecimiento de la negociación colectiva y la prohibición de reemplazar a los trabajadores en caso de huelga. La oposición y los empresarios señalan que la reforma tendrá un impacto negativo en la creación de empleo, sobre todo en un escenario de desaceleración económica. Empresas como BHP Billiton, Rio Tinto y Anglo American han manifestado su preocupación por el posible aumento de los costes laborales y el riesgo de que se incentive la huelga, y consideran que desincentivaré la inversión y puede afectar al atractivo ambiente de negocios de Chile.

- (5) Por este sistema, único en el mundo, se divide el país en distritos electorales donde se eligen dos representantes. Para que un partido obtenga ambos escaños debe sacar dos tercios de todos los votos. Si logra menos que ese porcentaje, la segunda vacante va directamente a la segunda fuerza, incluso si esa fuerza saca muchísimos menos votos que la primera. El único requisito es que esa segunda fuerza alcance al menos el 33% de los votos. Gracias a este sistema la derecha pudo tener un número similar de congresistas que el oficialismo en el Congreso durante los gobiernos de la Concertación (1990-2010).

Gran parte del éxito económico de Chile reside, precisamente, en su atractivo ambiente de negocios, clara política impositiva, bajo riesgo país, gran transparencia y elevada integración comercial. De hecho, Chile, en cuanto al clima de negocios, ocupa el puesto 41 a nivel mundial, si bien en el último año ha perdido el liderazgo en Latinoamérica. En el ranking "Doing Business 2015" que elabora el Banco Mundial ha bajado dos posiciones y ha sido superado por Colombia, Perú y México. Detrás de este descenso hay dos factores: por un lado, los países de la Alianza del Pacífico han realizado las reformas que Chile hizo hace diez años y, por otro, el Banco Mundial ha introducido cambios metodológicos que también han afectado a las clasificaciones⁽⁶⁾. Chile ha perdido posiciones en cuatro aspectos: 'Apertura de un negocio' (cae desde la posición 22 a la 59), 'Acceso a energía' (43 a 49), 'Acceso al crédito', (55 a 71), y 'Protección al inversionista minoritario' (56 a 34).

REGIONALISMO ABIERTO Y LIBERALISMO COMERCIAL

La intensa "política de regionalismo abierto" adoptada desde la década de los setenta ha convertido a Chile en el país con más acuerdos comerciales suscritos a nivel mundial, mostrando un importante grado de apertura al exterior y transformándose en una economía donde el comercio internacional tiene un papel prioritario. Dicha política se ha articulado a tres niveles: unilateral (reducción de aranceles, privatizaciones, desregulación), bilateral (Tratados de Libre Comercio, asociación y convenios para evitar la doble tributación) y multilateral (acuerdos en el marco de la OMC y otras instituciones multilaterales).

Chile se adhirió a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), en 2010, y además es miembro de la Organización Mundial del Comercio (OMC), de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI) y de MERCOSUR, entre otros. Asimismo, es parte de la Alianza del Pacífico, una asociación comercial fundada en 2011 con México, Perú y Colombia con el objetivo de ampliar el comercio con Asia Pacífico. Esta asociación configura un bloque de 206 millones de consumidores con una renta media de 13.000 dólares. Se trata de economías muy abiertas (con un coeficiente de apertura del 60% del PIB) y que representan la mitad del comercio de América Latina y un 30 % de la inversión extranjera directa recibida en la región. Según la OMC, los países de la Alianza exportaron en 2010 casi 445.000 mill.\$, un 60% más que Mercosur.

El gobierno de Bachelet ha señalado que su prioridad en política exterior será recuperar la cercanía con Argentina y Brasil, que a su juicio se ha deteriorado durante la administración de Sebastián Piñera. Chile mantiene ciertos conflictos con Argentina (relacionados con la provisión de gas natural), Perú (por la controversia sobre la frontera marítima) y Bolivia (por una disputa territorial). Bolivia presentó su demanda, en abril de 2014, a la Corte Internacional de Justicia (CIJ) para recuperar una salida al mar, que perdió tras la Guerra del Pacífico contra Chile en el siglo XIX. Chile impugnó la competencia de la CIJ para evaluar la reclamación de Bolivia, argumentando que existe un tratado que establece la frontera entre los países desde 1904, antes de la firma del acuerdo que establece la jurisdicción de La Haya. Sin embargo, el gobierno de Morales insiste en que no quiere modificar las fronteras, sino que busca obligar a Chile a negociar una salida soberana al mar.

(6) Entre dichos cambios, lo que más afecta a Chile es la introducción de un nuevo indicador denominado la 'Distancia de la Frontera', referente a la distancia de los países con las prácticas internacionales.

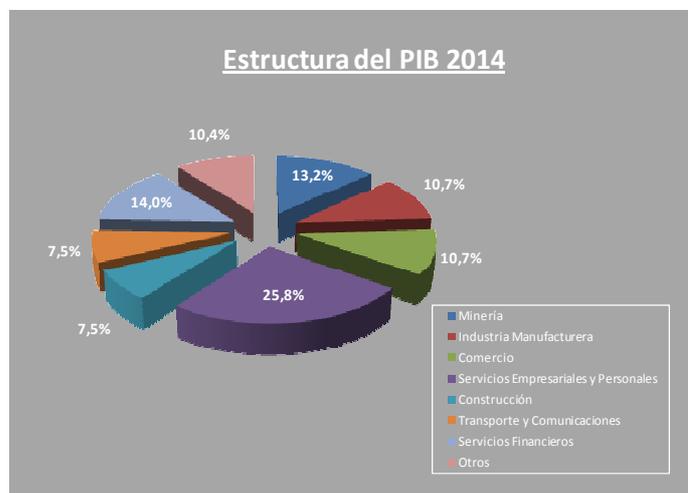


DESACELERACIÓN ECONÓMICA

TRAS UNA ESPECTACULAR RECUPERACIÓN EN 2010, CHILE DESACELERA SU CRECIMIENTO ECONÓMICO

- Rápida y vigorosa recuperación tras la recesión de 2009 y el terremoto de 2010: crecimiento medio del 5,8% entre 2010 y 2012.
- La prudente gestión macroeconómica previa a la crisis permitió contar con un amplio margen de maniobra para impulsar el crecimiento vía recorte de tipos y gasto público sin un deterioro de su solvencia exterior.
- Desaceleración en 2013 que se intensifica en 2014 debido a la caída de la demanda interna (en particular de las inversiones) y de las exportaciones, fuertemente dependientes del cobre y de la demanda de China.

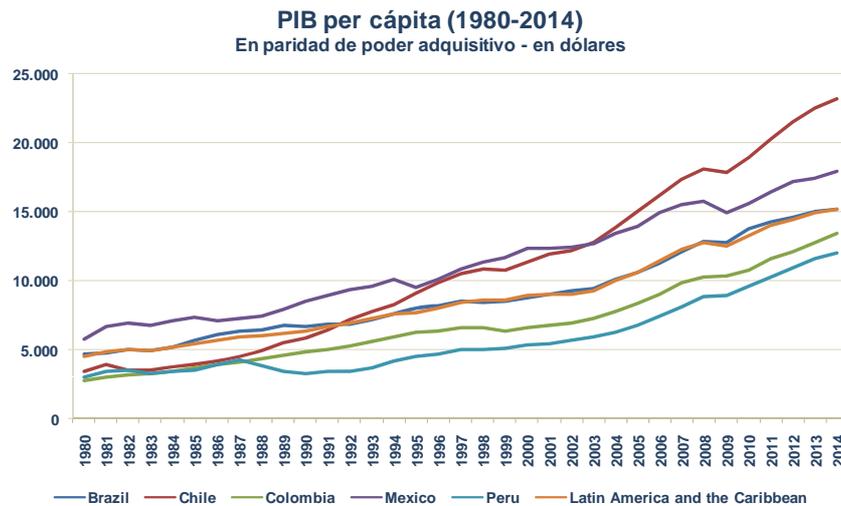
La evolución económica del país desde el fin de la dictadura es una historia de éxito. Una tasa media de crecimiento superior al 5% desde 1990 ha favorecido que Chile sea, a día de hoy, el país más avanzado y el de mayor renta per cápita en Sudamérica. Se trata, asimismo, de una de las economías más liberalizadas del mundo. No obstante, esta bonanza económica esconde ciertos factores de vulnerabilidad. En primer lugar, la ya comentada pésima distribución de la renta que, cada vez con mayor intensidad, se deja sentir en la opinión popular. Aún más importante, Chile adolece de una excesiva dependencia del sector exportador y de la minería, sobre todo del cobre, del que es el primer productor y posee las mayores reservas mundiales. Las exportaciones de cobre representan en torno al 52% de las exportaciones totales, con la particularidad de que, además, las ventas exteriores están muy concentradas y enfocadas al mercado Asia-Pacífico. Destaca especialmente China (en torno al 25% de las exportaciones chilenas se destinan a este país), el mayor demandante de commodities en los mercados internacionales, lo cual hace que el país dependa extraordinariamente de la evolución de esta economía asiática, que está viviendo un profundo proceso de transformaciones.



Fuente: Banco Central de Chile



No obstante, el manejo responsable de las herramientas de política económica, con una prudente gestión fiscal y un robusto régimen monetario y cambiario, ha sustentado la estabilidad económica de Chile a través de los ciclos de las commodities y los shocks externos e internos. A su vez, la existencia de un mercado de capitales local profundo permite disponer de una amplia liquidez para la financiación del sector público y privado, lo que también le permite defenderse con cierta comodidad de los shocks externos en los mercados financieros internacionales.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

La estabilidad financiera también está respaldada por un sistema bancario saneado, bien regulado y bien capitalizado. El sistema bancario chileno presenta indicadores de solvencia por encima de los mínimos exigidos tanto por la normativa local como por Basilea III. El índice de adecuación de capital (IAC)⁽⁷⁾ se encuentra por encima del 12%. El nivel de apalancamiento⁽⁸⁾ se encuentra próximo al 8%, frente al mínimo exigido del 3%. Si bien es cierto que el índice de adecuación de capital ha tendido a disminuir como consecuencia del mayor crecimiento del crédito experimentado en el último año, el apalancamiento se ha mantenido estable. No obstante, dado su considerable tamaño (sus activos representan el 200% del PIB) y la presencia de importantes conglomerados financieros (el sector está fuertemente concentrado, lo que suscita críticas por la insuficiente competencia), el sistema financiero merece una supervisión continuada.

- (7) El índice de adecuación de capital (IAC), definido como capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo, mide la capacidad de los bancos para absorber pérdidas no esperadas.
- (8) El índice de apalancamiento, definido como capital sobre activos totales, mide el nivel de endeudamiento en relación al patrimonio, limitando por esta vía una expansión excesiva del balance.



EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECIENTE

La recuperación de la economía chilena tras la crisis financiera internacional de 2009 y el terremoto sufrido en 2010⁽⁹⁾ fue impresionante. La crisis internacional provocó una caída del PIB del 1,5% (debido a una contracción notable de la inversión, del 15,3%). Sin embargo, la recuperación se inició ya en la segunda mitad del año, apoyada en las políticas de estímulo y en la recuperación de la demanda externa.

PIB (mill.\$)	264.095
CRECIMIENTO PIB	1,9
INFLACIÓN	4,2
SALDO FISCAL	-1,7
SALDO POR C/C	-1,8

Datos a 2014 (FMI)

El crecimiento promedió un 5,6% entre 2010 y 2012, muy por encima del crecimiento mundial y de Latinoamérica. Este dinamismo obedece a una serie de factores entre los que destacan, en primer lugar, unos sólidos fundamentos macroeconómicos acompañados de una gestión económica transparente y predecible y, en segundo, las favorables condiciones exteriores. La prudente política macroeconómica de los años previos a la crisis permitió a

Chile contar con un amplio margen de maniobra de cara a la crisis global. Además, Chile se benefició durante ese periodo de una fuerte demanda y elevados precios del cobre. Desde el primer trimestre de 2009 hasta el cuarto trimestre de 2010 (en que alcanzó el máximo de 4,35 dólares la libra) el precio del cobre aumentó más de un 135%.

Sin embargo, en 2013 se inicia una desaceleración que en 2014 se ha traducido en un crecimiento del 1,9%, el más bajo del último lustro. Las razones detrás de esta evolución son tanto internas como externas. Por una parte, la demanda interna se ha desacelerado bruscamente, en especial el consumo, que fue el principal motor de crecimiento los años previos. La inversión en construcción y en maquinaria ha seguido también esa tendencia. En ambos casos ha afectado negativamente el deterioro de las expectativas a partir del primer trimestre de 2013, ante las malas perspectivas del crecimiento mundial y de los principales mercados de exportaciones chilenas (China y Europa). Precisamente es la caída de las ventas al exterior el otro factor que explica el mal desempeño de la economía en 2014. El estancamiento de la zona euro y, especialmente, el descenso del ritmo de expansión de China han penalizado seriamente los precios del cobre en los últimos dos años, poniendo fin a la etapa de alza sostenida de los precios de la principal materia prima exportada. El descenso de la demanda se ha traducido en una menor generación de empleo, lo que debilita la base en la que se había apoyado el consumo.

- (9) El 27 de febrero de 2010 Chile fue sacudido por un terremoto de 8,8 grados de la escala Richter, que devastó seis regiones del centro y sur del país. La catástrofe costó la vida a más de 700 personas y dejó 800.000 damnificados. Los costes producidos por el terremoto se estiman en 29.700 mill.\$, el 17% del PIB chileno en ese año, según los datos del Ministerio de Hacienda (20.900 mill.\$ en daños directos, 7.600 mill.\$ en pérdidas de crecimiento y 1.110 mill.\$ en ayuda de emergencia y retirada de escombros). Una vez descontados los pagos de las aseguradoras, los costes netos alcanzaron los 9.330 mill.\$ para el sector público y 6.688 mill.\$ para el sector privado. En el primer trimestre de 2010 el PIB retrocedió un 1,5% intertrimestral, aunque los trabajos de reconstrucción se tradujeron en un fuerte rebote en el segundo semestre del año. El incremento de la inversión tanto pública como privada impulsaron el crecimiento, que para el conjunto de 2010 alcanzó el 5,7%.



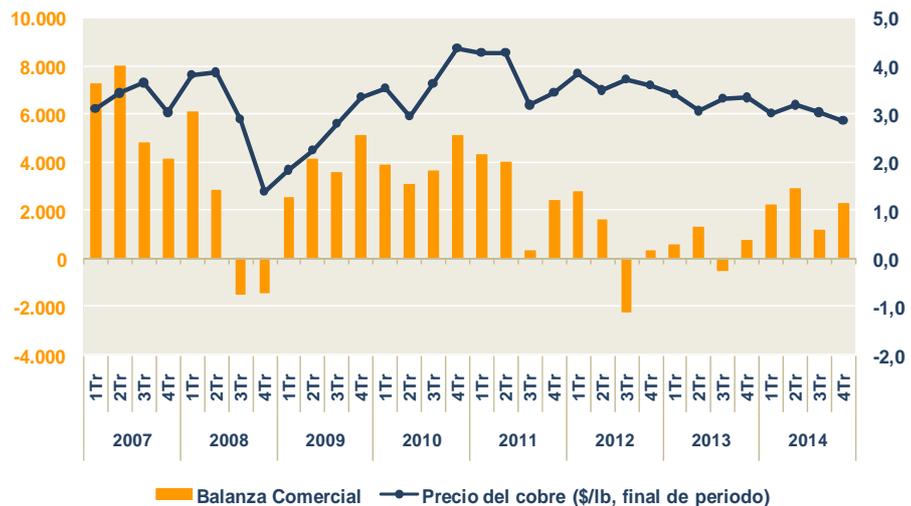
Tasa de crecimiento del PIB real (en %)



Fuente: FMI

Si bien es cierto que Chile ha demostrado una mayor resistencia a shocks externos que otras economías de la región, es indudable que no podía ser inmune a la desaceleración de China, al fin del boom de las materias primas, que ha presionado a la baja el precio de los metales industriales, y la previsible retirada de los estímulos monetarios en Estados Unidos.

Evolución trimestral del precio del cobre (\$/lb, final de periodo)



Fuente: Institute of International Finance

A medio plazo, uno de los principales riesgos para la evolución económica de Chile es una desaceleración intensa de la economía china (improbable por el momento), que afectaría más de pleno a economías dependientes de las materias primas tales como Perú o Chile. En segundo lugar, una fuerte caída en los precios del cobre tendría efectos considerables sobre la balanza por cuenta corriente, la inversión directa extranjera y las finanzas públicas, así como en las perspectivas de crecimiento a medio-largo plazo. Según el FMI, un 10% de caída en los precios del cobre restaría 0,8% al crecimiento durante ocho trimestres. Otros analistas consideran que este efecto podría ser mayor. Hay que tener en cuenta que el precio de extracción del cobre ha crecido considerablemente en los últimos años, lo que, junto con el aumento de los salarios del sector, incide en la caída en la rentabilidad de las inversiones y en una pérdida transversal de competitividad de la economía que se extenderá más allá de los sectores de los recursos naturales. En tercer lugar, la escasez de energía está comenzando a generar cuellos de botella en la producción. Se estima que el país necesita doblar su producción de energía durante los próximos 10 años para sostener su nivel de crecimiento potencial. Por último, Chile también se verá afectada por la previsible subida de tipos de EE.UU. en otoño de 2015, que incidirá en las condiciones monetarias de Chile.

La conjunción de estos cuatro factores podría intensificar la desaceleración, si bien debe tenerse presente que las autoridades económicas han reaccionado muy bien en el pasado (sin duda mejor que sus homólogos en otras regiones) ante los shocks externos, con lo que es previsible que ante este escenario aplicarían adecuadas políticas contra-cíclicas, para las que aún disponen de margen, tal y como ya lo están haciendo a día de hoy. De hecho, se prevé que la demanda interna se vea favorecida por la política monetaria expansiva aplicada por el Banco Central de Chile, por el incremento del 10% del gasto público anunciado por el Gobierno, especialmente en infraestructuras, por la mejora en las exportaciones derivadas de la fortaleza del dólar y, finalmente, por la caída del precio del petróleo. Chile registra un déficit energético exterior equivalente a algo más del 5% del PIB (unos 14.000 mill.\$) y, por tanto, se beneficia de la caída del precio del crudo. El Brent acumula una bajada de más del 50% desde mediados de junio de 2014, lo que favorece especialmente a los países importadores netos.

Las previsiones de crecimiento del Banco Central de Chile para 2015 se mueven en una horquilla que va desde el 2,5% hasta el 3,5%. Otras fuentes, como el Institute of International Finance, las sitúan en el límite bajo de esta banda. En cualquier caso, todo apunta a que el ciclo expansivo ha llegado a su fin. Los altos precios del cobre de la década pasada, que tanto favorecieron el crecimiento y el aumento de la renta chilena (directamente e indirectamente vía inversiones) no parece que vayan a sostenerse a medio plazo. Terminado el boom en las materias primas, con la inversión en niveles ya elevados y tasas de desempleo cercanas a la tasa natural, lo que ha dado lugar a pronunciadas alzas en los salarios reales (3,9% real estimado para 2013), mantener un ritmo alto de crecimiento requiere de un aumento de la productividad de los factores y una mayor flexibilidad laboral. En los últimos años, la economía chilena ha mostrado un bajo crecimiento de la productividad en relación a otras economías de la OCDE, destacando la debilidad relativa del capital humano, la rigidez del mercado laboral y los altos costes de energía.



SÓLIDAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

MITIGAN EL IMPACTO DE LA VOLATILIDAD DEL PRECIO DEL COBRE Y DE SHOCKS EXTERNOS

- La saneada posición de las finanzas públicas, tras años de gestión fiscal prudente, acompañada de un régimen de tipo de cambio flexible, dotan a Chile de una envidiable capacidad de absorción de shocks externos que compensa su alta dependencia de las “commodities”.
- Ante la desaceleración económica, las autoridades han puesto en práctica medidas contracíclicas, tanto en el plano monetario como en el fiscal.

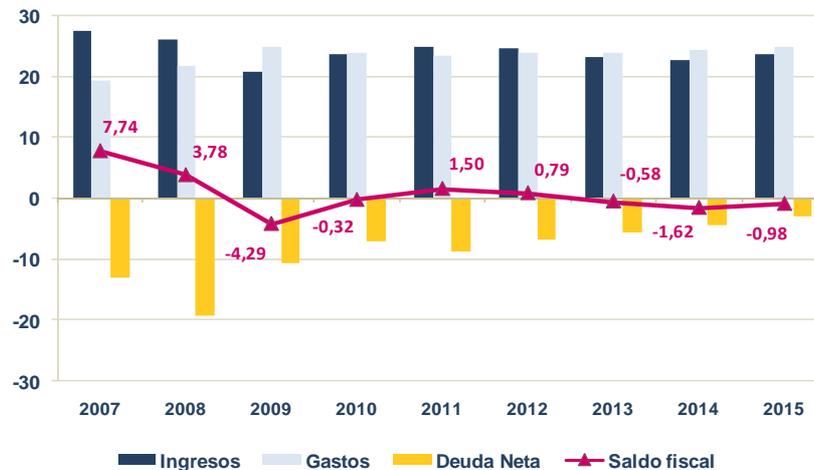
La política fiscal chilena está definida por la regla del “balance estructural del gobierno central”, introducida por el gobierno de Ricardo Lagos en 2001, que establece el requisito de mantener un presupuesto equilibrado, es decir, subordinar el gasto público a los ingresos permanentes o estructurales, de acuerdo con el potencial de crecimiento del PIB y del precio internacional del cobre a largo plazo⁽¹⁰⁾, lo que aísla las decisiones fiscales de componentes cíclicos.

Esta regla ha sido clave tanto en términos de previsibilidad como para el crecimiento del ahorro público y la constitución de un importante margen de maniobra, lo que ha permitido reforzar el papel anticíclico de la política fiscal. Así, por ejemplo, en 2009, se introdujo un paquete de estímulo fiscal con el objetivo de apoyar la demanda interna, por valor de 4.500 mill.\$ (3% PIB), que incluía la financiación de proyectos de infraestructura, rebajas temporales de impuestos, aumentos en los subsidios de desempleo y la recapitalización del banco público Banco del Estado. Como consecuencia, los gastos públicos aumentaron un 17,8% en 2009, registrándose un déficit fiscal del 4,4% del PIB (frente al superávit del 5,2% en 2008).

(10) Al principio, la norma establecía un superávit estructural del 1% del PIB. Sin embargo, entre 2000 y 2003 se permitió un moderado déficit debido a un periodo de precios del cobre anormalmente bajos. En 2008 se rebajó este valor al 0,5% del PIB y en 2009 al 0%. En el segundo semestre de 2011 se introdujeron ciertos cambios a la norma para ajustar el balance estructural en función del ciclo económico y los precios de las principales commodities (cobre y molibdeno).



Finanzas públicas como % del PIB



Fuente: FMI

Gracias a los altos precios del cobre, en 2011-12 el saldo de las cuentas públicas fue superavitario, y se produjo una considerable acumulación de activos en el fondo de estabilización económica y social (FEES). Estos activos pueden ser empleados para atender el servicio de la deuda, sostener el gasto público o financiar estímulos fiscales⁽¹¹⁾ ante una caída del precio del cobre. En 2013 y 2014 se ha registrado una caída de los ingresos: a octubre de 2014 el total de ingresos del gobierno central descendió un 0,2% respecto al mismo periodo del año anterior, como resultado de la fuerte caída de los ingresos procedentes de la minería. La tributación de la minería privada se contrajo un 10,3%, en tanto que los ingresos provenientes de Corporación Nacional del Cobre de Chile (CODELCO) disminuyeron un 15,7% (ambos datos en términos reales). Los gastos corrientes se expandieron en ese período un 6,4% real. Como resultado de la combinación de ambos factores, 2014 ha cerrado con un déficit del 1,6% (3.969,4 mill.\$), con lo que, al igual que ocurrió el año anterior, se ha incumplido la regla del balance estructural.

Con el fin de hacer frente a la desaceleración, el gobierno ha aprobado para 2015 un presupuesto que incluye medidas contracíclicas de reactivación, en especial de las inversiones. Así, se proyecta un aumento del gasto público de un 9,8%, que incluye un incremento de la inversión pública cercano al 28%. El Presupuesto 2015 alcanzará aproximadamente los 62.000 mill.\$, lo que equivale a un aumento cercano a los 5.500 mill.\$ respecto de los recursos de este año. No obstante, casi la mitad del aumento del presupuesto se va a financiar con los ingresos derivados de la reforma tributaria, muchos economistas argumentan que realmente se trata de un traspaso de recursos desde el sector privado al público. Si se excluyeran estos dineros, el efecto contracíclico de gasto fiscal de 2015 sería mínimo, con lo que el impulso fiscal tendrá un efecto acotado en la reactivación del crecimiento. Adicionalmente, tras haber mantenido durante tres años consecutivos el límite de endeudamiento en 6.000 mill.\$, el nuevo presupuesto eleva ese techo a 7.500 mill.\$ con el fin de financiar el mayor déficit, si bien se mantiene el objetivo de converger a un balance equilibrado en 2018. La previsión de déficit total del FMI es de un 1%, si bien el IIF lo sitúa medio punto porcentual por encima (-1,5%).

(11) Por ejemplo, el FEES se cortó casi a la mitad para financiar el importante paquete de estímulos fiscales de 2009. El gobierno ha ido reponiendo fondos, aunque aún no totalmente.



Como se ha dicho antes, la recién aprobada reforma tributaria es uno de los ejes centrales del gobierno Bachelet. Entre los principales cambios que introduce destacan el alza del impuesto a los beneficios de las grandes empresas, que se eleva del 20 al 27% de forma escalonada, y la eliminación a partir de 2017 del Fondo de Utilidad Tributaria (FUT), un mecanismo creado bajo la dictadura militar que permitía a las compañías tributar sólo por las ganancias retiradas y no por las reinvertidas. Estas rentas reinvertidas se contabilizan en el FUT por un período de tiempo indefinido, lo que dio lugar, en la práctica, a un elevado nivel de evasión fiscal. Se implementará un mecanismo de depreciación instantánea, que consiste en que las empresas puedan descontar de los beneficios la inversión total del año en curso (calculada sobre la base de su depreciación física) como vía para incentivar la inversión. Esta medida ha sido fuertemente criticada al considerarse que beneficia únicamente a las empresas que emplean mucha maquinaria o bienes (activos fijos), pero que no favorece la inversión en empresas de servicios, poco intensivas en maquinaria. En cuanto a las personas físicas, se rebaja de la tasa máxima del impuesto del 40 al 35%, en el plazo de cuatro años. Otros aspectos de la reforma son la introducción de nuevos incentivos para el ahorro y la inversión; mayores atribuciones para el Servicio de Impuestos Internos; el alza en los impuestos al tabaco, los alcoholes y las bebidas gaseosas con azúcar; la imposición de un gravamen a la reventa de inmuebles nuevos y a la limitación al uso del crédito especial en el IVA a la construcción. La patronal ha criticado duramente la reforma, por considerar que aumenta la presión fiscal y podría desincentivar la inversión. Sin embargo, incluso tras la reforma, faltará al menos un 2% del PIB para acercarse al nivel de presión tributaria de los países de menor carga en la OCDE, como Corea.

La saneada situación de las finanzas chilenas los años pasados también tiene su reflejo en la deuda pública: Chile es acreedor neto. En año 2014 ha cerrado con una deuda bruta de cerca del 14% del PIB, si bien en términos netos la posición acreedora neta del Gobierno Central era de 4,3% del PIB.

Prudencia Fiscal y fondos soberanos

Los ahorros y desahorros fiscales se realizan en dos fondos soberanos:

a *El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) que sirve para acumular los excedentes del gobierno (o para amortizar deuda), y de él se retiran los recursos para cubrir los déficits.*

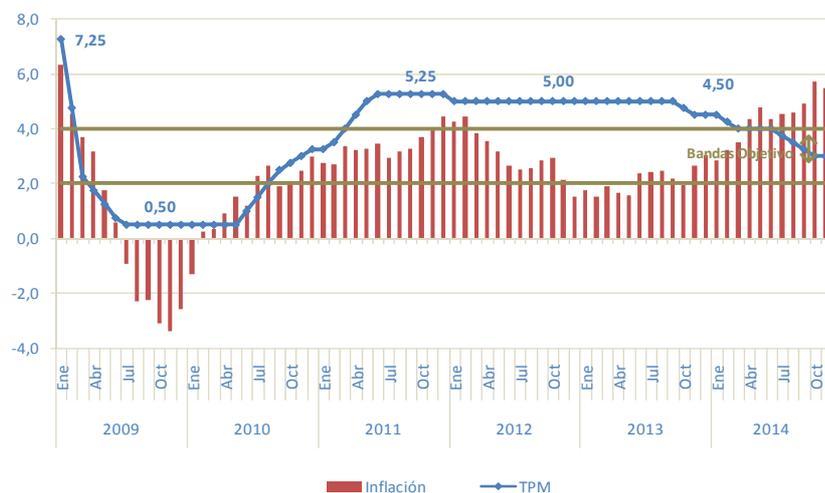
b *El Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) que permite financiar los pagos futuros de obligaciones de pensiones estatales.*

El valor de los fondos soberanos de Chile alcanzó en enero de 2015 los 22.728 mill.\$.. Estos se invierten en monedas extranjeras de reserva y fuera de Chile, con el objetivo de maximizar los retornos esperados de los portafolios de inversión, y minimizar el nivel de riesgo (la inversión está fundamentalmente en fondos soberanos, de EE.UU., Alemania y Japón, y en instrumentos del mercado monetario).



La política monetaria, por su parte, adoptó un tono fuertemente expansivo con el estallido de la crisis, con el fin de reactivar la actividad económica: el Banco Central rebajó los tipos desde un 7,25% a principios de 2009 hasta el mínimo histórico de 0,5% en el verano de ese mismo año. Desde entonces, el Banco Central fue aumentando la tasa de interés progresivamente, en paralelo a la recuperación económica, hasta mantenerse en un 5% durante 21 meses consecutivos (enero 2012-septiembre 2013). En el actual contexto de ralentización, Chile cuenta con margen para recortar sus tipos, a diferencia de otros Estados emergentes, obligados a aumentarlos en un contexto de recesión económica. Así, desde octubre de 2013 inició un proceso de reducciones graduales, de modo que desde octubre de 2014 la tasa rectora ha quedado en el 3% anual. La inflación se había mantenido controlada hasta mediados de 2014, si bien cerró el año por encima de la banda objetivo (3% +/- 1%), con lo que es probable que la etapa de reducciones de tasas haya llegado a su fin.

Tasa de política monetaria e inflación



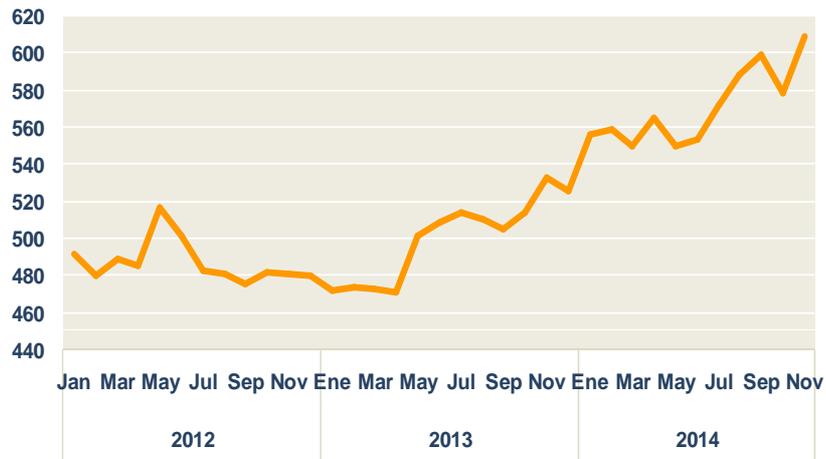
Fuente: Banco Central de Chile e IIF

El peso chileno no fue ajeno a las presiones sobre las monedas emergentes en el verano de 2013, ante la expectativa de la paulatina retirada de los estímulos monetarios de Estados Unidos (conocido como "tapering"), con lo que la moneda sufrió una depreciación entre enero y septiembre de ese año del 8,3% (que fue permitida por el Banco Central). A ello se sumó la creciente percepción de que las economías emergentes se encontraban en una posición cíclica más débil. De hecho, entre fines de abril y mediados de junio, el credit default swap (CDS) a 5 años subió desde 65 puntos a 114. Este aumento, no obstante, fue proporcionalmente menor que el que sufrieron otros países de la región, en los cuales prácticamente se duplicó el riesgo soberano en ese mismo periodo.



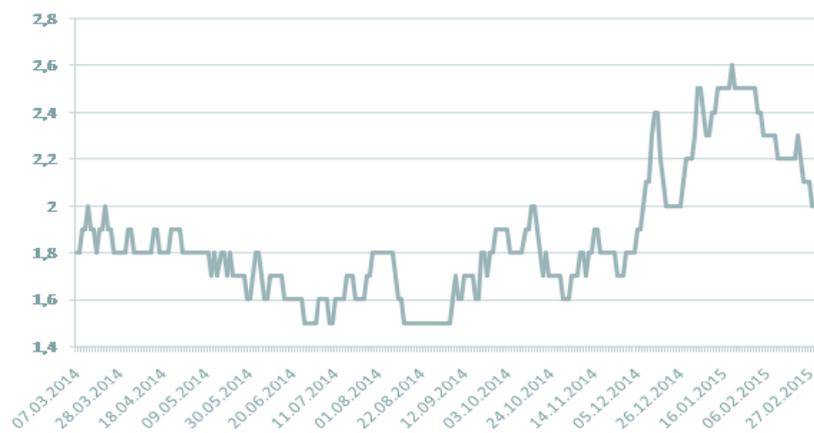
El peso sigue estando bajo presión como consecuencia de la caída de los precios del cobre y la fortaleza de la divisa estadounidense. Desde principios de 2013 acumula una depreciación cercana al 30%. En el medio plazo, si continúan cayendo los precios del cobre y se intensifica la desaceleración china, es posible que la divisa se deprecie nuevamente.

**Evolución del tipo de cambio
(peso/\$ fin periodo)**



Fuente: IIF

CDS Spreads



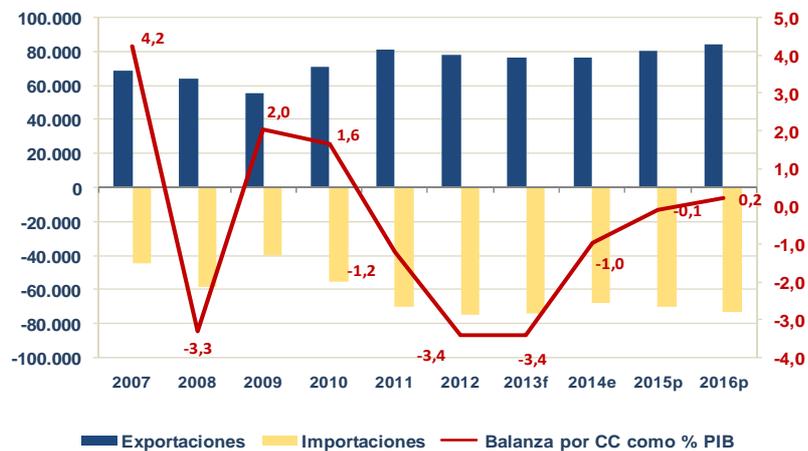
Fuente: Deutsche Bank

EXCELENTE NIVEL DE SOLVENCIA EXTERIOR

- **Economía muy abierta, con una gran capacidad para atraer inversiones por su estabilidad y su seguridad jurídica.**
- **El déficit exterior se ha reducido como resultado de la fuerte contracción de la demanda interna.**
- **La carga de la deuda externa es modesta y está reforzada por la posición de acreedor neto del soberano y un amplio colchón de reservas.**
- **Alta dependencia del cobre, que representa más del 50% de sus ventas al exterior.**

Las autoridades chilenas han insistido recientemente en que el país está preparado para afrontar una desaceleración más intensa de la economía china, con la correspondiente caída del precio del cobre. Argumentan que el peso de los ingresos fiscales provenientes del cobre ha caído considerablemente (desde el 34% del total de ingresos públicos hasta un 11% que se estima en 2013) y que la economía ha crecido en los últimos años mucho más rápido que la producción minera, gracias a la expansión de los sectores de bienes no comercializables (minorista, finanzas, utilidades, comunicaciones etc.), que crecieron a mayor ritmo que el PIB.

Balanza por cuenta corriente y comercial



Fuente: IIF

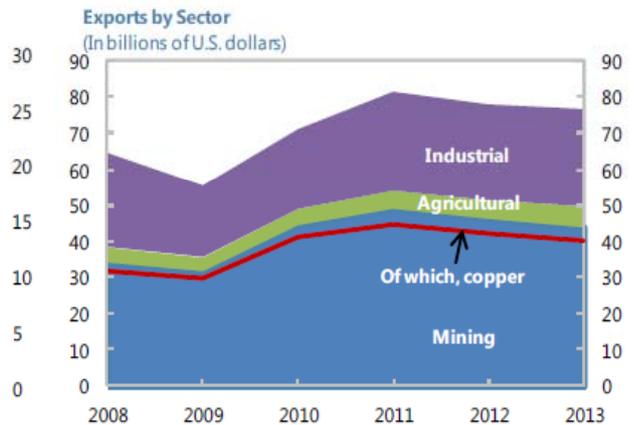
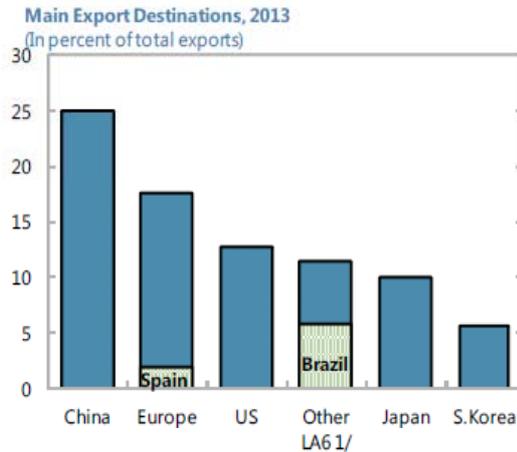
Sin embargo, sería un engaño no reconocer que la economía de Chile todavía es altamente dependiente del cobre. Más del 50% de los ingresos de la exportación provienen de este producto. En segundo lugar, gran parte del boom inversor que impulsó el crecimiento económico se centró en la minería y el cobre. Además, el saldo de la cuenta corriente está seriamente condicionado por el precio de este metal: incrementos en sus precios han estado asociados con superávits en la balanza comercial y caídas con déficits. Incluso es posible asociar parte de la mejora en el consumo a la creación de empleo asociado a los proyectos de explotación minera.

El déficit por cuenta corriente, que creció en 2012 y 2013 a niveles próximos al 3,5% del PIB, se ha reducido considerablemente en 2014 como resultado de la fuerte contracción de la demanda interna. La balanza comercial ha registrado un superávit mucho mayor que en el año 2013 (8.500 mill.\$ frente a 2.100 mill.\$). El valor de las exportaciones en este año se redujo un 0,7% como resultado de la baja demanda externa (hasta 76.684 mill.\$), pero la caída de las importaciones compensó sobradamente el efecto anterior (cayeron un 7,6% hasta 68.100 mill.\$). El resto de balanzas han seguido una trayectoria semejante a la de los años anteriores, con la balanza de servicios y rentas deficitaria (asociado a la repatriación de beneficios de las empresas multinacionales allí establecidas) y la de transferencias ligeramente positiva. Se cierra el año, por tanto, con un déficit por cuenta corriente del 1% del PIB (en torno a 2.500 mill.\$, frente al año anterior, en que alcanzó los 9.500 mill.\$). El problema de fondo de Chile es que el valor de sus exportaciones se ha estancado en los últimos años, lo que refleja el menor crecimiento del PIB de los socios comerciales, la pérdida de competitividad interna y la estabilización en el precio del cobre. Las exportaciones de productos distintos del cobre se estima que tuvo una expansión del 6% en 2013, frente a los aumentos de dos dígitos registrados entre 2004 y 2011.

La financiación de este déficit no presenta problemas, ya que aún es pequeño y se cubre de forma holgada con la entrada de IDE. Tradicionalmente, Chile ha recibido unos flujos de inversión considerables, favorecidos por un régimen legal muy atractivo y estable y por los numerosos convenios de protección de inversiones y de doble imposición. La estabilidad, tanto económica como social y política (muy superior al resto de países de la zona), junto con un marco jurídico claro para la inversión, ha conducido a que su importancia como destino de inversiones esté muy por encima de lo que le correspondería de acuerdo a su tamaño. En 2014 los flujos de IDE superaron los 23.000 mill. \$ (15% superior a las de 2013), consolidando a Chile nuevamente como uno de los principales receptores de inversión foránea de América Latina. Estos positivos resultados contrastan con el contexto regional, ya que los flujos de IDE hacia Latinoamérica y el Caribe tuvieron una baja de 19%, y a nivel global de un 8%, según proyecciones de la UNCTAD. Los otros componentes de los flujos financieros mostraron una evolución menos favorable, debido al mayor rendimiento de los activos externos y a la incertidumbre sobre el curso de la política de la Reserva Federal de los Estados Unidos, lo que indujo una menor entrada neta de inversiones de cartera y una salida de los flujos más volátiles, que comprenden instrumentos de inversión financiera de corto plazo y créditos bancarios, entre otros.

En todo caso, es importante señalar que los mercados de capitales locales son lo suficientemente profundos y líquidos como para sustituir a la financiación exterior en caso de que se redujera el flujo de fondos financieros internacionales ante un resurgimiento de las turbulencias financieras. Además, el país cuenta con inversores institucionales, particularmente los fondos de pensiones, que suelen repatriar fondos cuando aumenta la incertidumbre en el extranjero, compensando las salidas de capitales por parte de inversores extranjeros.



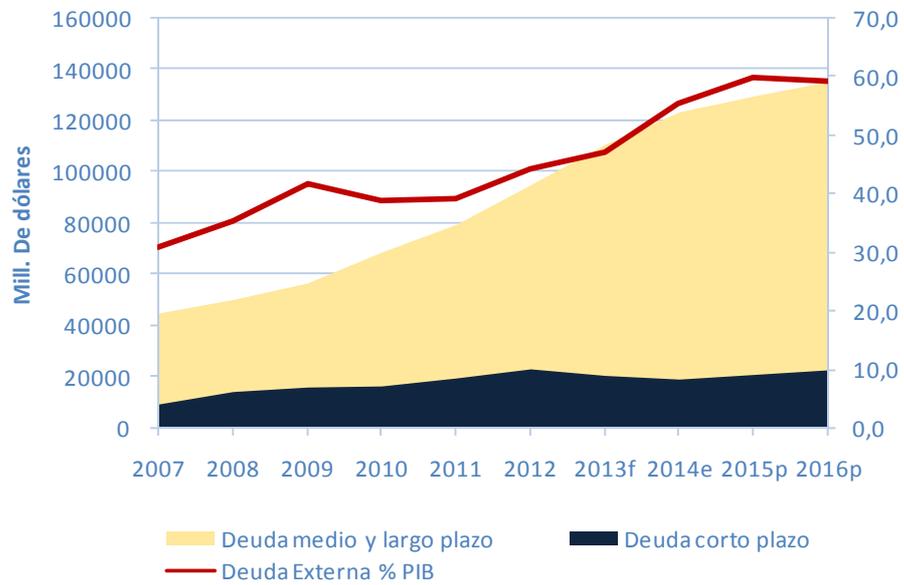


Fuente: FMI

La deuda externa prácticamente se ha triplicado entre 2006 y 2014, aunque en términos relativos se mantiene en niveles moderados. En 2014 se situó en 142.000 mill.\$ (el 55,5% del PIB y el 144,3% de las exportaciones de bienes y servicios), de los que algo menos del 15% es a corto plazo. El 88% está denominada en dólares (al igual, por otra parte, que los voluminosos activos en el exterior con los que cuenta el país). Esta deuda está contratada en un 60% por el sector privado (responsable, además, del grueso de su crecimiento en los últimos tiempos), un 19% por el sector público y el resto por el sector bancario. Por su parte, el pago del servicio de la deuda ha aumentado hasta el 19,2% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos (frente al 14,9% en 2012). Chile cuenta, además, con un cómodo colchón de reservas, que en febrero de 2015 se sitúan en 40.338 mill.\$, el equivalente a más de 4,5 meses de importaciones de bienes y servicios y más del doble del volumen de la deuda externa a corto plazo. Además, la robusta posición financiera del gobierno se ha visto recompensada con bajos spreads soberanos. Chile recibe grado de inversión por parte de todas las agencias de calificación (Fitch califica al país con A+, Moody's con Aa3 y S&P con AA-, varios escalones por encima del nivel de inversión) y sus spreads son los más bajos de la región.

	Moody's	S&P	Fitch
Chile	Aa3	AA-	A+
México	A3	BBB+	BBB+
Brasil	Baa2	BBB-	BBB
Colombia	Baa2	BBB	BBB

Deuda externa



Servicio de la deuda



Fuente: IIF

