

# INFORME RIESGO PAÍS

# CHILE

*Madrid: 17 de diciembre de 2013*





A destacar

**Estabilidad institucional y cultura política basada en el consenso y la negociación.** Previsible vuelta al poder de la izquierda en 2014 tras el breve paréntesis del gobierno de Piñera. La bonanza económica no ha venido acompañada de una mejora en la extremadamente desigual distribución de la renta, lo que suscita un creciente descontento y frustración social.

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 ritmo promedio del 5,8%, gracias a una política fiscal y monetaria de tono expansivo y unas favorables condiciones exteriores. **Desaceleración económica en 2013** a causa del menor dinamismo de la inversión 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.

**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. **Déficit exterior creciente pero en niveles razonables (4% del PIB) y sin problemas de financiación.** Además, el país disfruta de unos reducidos ratios de deuda externa y un nivel satisfactorio de reservas de divisas.

## ESTABILIDAD INSTITUCIONAL

### LA FRUSTRACIÓN SOCIAL DEVUELVE EL PODER A LA IZQUIERDA. LA OTRA CARA DEL “MILAGRO CHILENO”

- Previsible retorno de la izquierda en mayo de 2014, tras un breve paréntesis de gobierno conservador de Piñera. Bachelet se queda a tres puntos del triunfo en primera vuelta en las elecciones de noviembre de este año. Su victoria en diciembre se da por sentada.
- Los escasos avances en equidad empañan el éxito económico del país. Crecientes exigencias sociales han dominado la vida política de los dos últimos años.
- El programa político de la Nueva Mayoría, “Chile de Todos”, aboga por un mayor papel del Estado en la lucha por una sociedad más inclusiva y equitativa. La reforma educativa, tributaria y la aprobación de una Nueva Constitución serán las prioridades del nuevo gobierno.

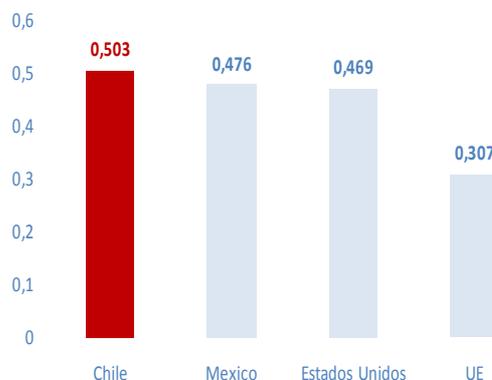
Las elecciones celebradas el pasado 17 de noviembre (legislativas y presidenciales) aportan lecciones significativas de la evolución de Chile desde la restauración de la democracia en 1990. Confirman que el país cuenta con una democracia plenamente consolidada donde la ausencia de incidentes es un ejemplo para un continente en el que los comicios suelen provocar gran inestabilidad. A su vez, el elevado nivel de abstención y los resultados de la primera vuelta, en la que la coalición de izquierda “Nueva Mayoría”<sup>(1)</sup> (con el 46,7% de los votos) se ha quedado a las puertas de evitar una segunda votación en diciembre, no son sino un reflejo de la otra cara del “milagro chileno”. 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 han estado marcados por un creciente malestar social<sup>(2)</sup>. El notable crecimiento chileno no ha venido acompañado de una mejora en la distribución de la riqueza. Chile es el país con mayor desigualdad de toda la OCDE. Su índice de Gini (0,503)<sup>(3)</sup> se encuentra muy por encima de la media de la Organización (0,310) sin que, además, se aprecie una evolución favorable en el tiempo. Existe, como consecuencia, un sentimiento creciente entre la población chilena de injusticia, de explotación por parte de los grupos económicos y de crisis de representatividad. El crecimiento económico, en lugar de aplacar las exigencias sociales, las ha aumentado. Las demandas de la ciudadanía, además, han cambiado y se han hecho más fuertes y radicales. En este contexto, no cabe duda de que las exigencias de igualdad, mayor justicia social, educación gratuita, mejores prestaciones de salud y reforma tributaria para financiar estos mayores costes calzan mejor con el centro- izquierda. Junto a esto, no debemos olvidar el gran carisma de Bachelet quien, cuando abandonó su cargo tras su mandato entre 2006 y 2010 (al impedir la constitución su reelección), contaba con altísimos niveles de popularidad.

- (1) La “Nueva Mayoría”, liderada por Michelle Bachelet, aglutina junto con los partidos que ya integrara la concertación (Partido Socialista (PS), Demócrata Cristiano (PDC), Por la Democracia (PPD) y Radical Socialdemócrata (PRSD)), el Partido Comunista (PC), el Movimiento Amplio y Social (MAS), la Izquierda Ciudadana (IC) e independientes.
- (2) Destacan las manifestaciones de los estudiantes, a nivel nacional desde mayo de 2011 hasta la actualidad, consideradas como una de las mayores movilizaciones desde el retorno de la democracia al país. Los estudiantes exigen una educación pública, gratuita y de calidad, en un país con un sector educativo fuertemente privatizado. El Estado financia el 25% del sistema educativo, mientras que el 75% restante depende de los aportes de los estudiantes. La educación gratuita solo está garantizada en el nivel básico.
- (3) 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 por sobre 0,5%. En Chile el decil más rico gana 27 veces más que el decil más pobre.



Por otra parte, los elevados niveles de abstención en estas primeras elecciones presidenciales en las que el voto era voluntario (la abstención ha alcanzado el 51%; en definitiva, seis millones y medio de chilenos con derecho a voto no acudieron a las urnas) constituye una muestra de cierta apatía política. Por último, estas elecciones también serán recordadas como las más polarizadas en términos ideológicos desde el fin de la dictadura. En estos comicios han entrado en discusión grandes reformas políticas, económicas y sociales, como nunca antes en los últimos 25 años. En definitiva, se ha debatido el propio modelo de desarrollo futuro.

### Indice GINI -2011



Fuente: Banco Mundial

POBLACIÓN	17,4 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	14.280 \$
EXTENSIÓN	756,626 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Presidencial
CORRUPCIÓN	20/174
DOING BUSINESS	34/185

Bachelet, candidata de la coalición “Nueva Mayoría”, ha obtenido un 46,68% de los votos, con lo que tendrá que enfrentarse el próximo 15 de diciembre a Evelyn Matthei, quien, con un 25,01%, ha logrado evitar una derrota definitiva. Este resultado era más que predecible: ya se adelantaba el triunfo de la izquierda y la única duda era si habría o no segunda vuelta. En tercer lugar ha quedado el exsocialista Marco

Enríquez-Ominami, con el 10,93%, muy igualado con el empresario independiente Franco Parisi (10,13%). Ninguno de los otros cinco candidatos, que representaban una posición antisistema, lograron superar el 3%. En estas elecciones también se renovó por completo la Cámara de Diputados, y a 20 de los 38 senadores. La Nueva Mayoría ha logrado 68 representantes en la Cámara Baja (de 120) y 21 en la Alta, lo que, si bien es una inestimable ventaja en el Parlamento, no será suficiente para aprobar algunas reformas clave de su programa sin el acuerdo de la derecha<sup>(4)</sup>. Bachelet pretende que las reformas constitucionales se acuerden en el Congreso, entre todos los sectores políticos, y no ha descartado el convocar una Asamblea Constituyente, aunque es reticente a esa fórmula, ya que produciría una polarización política y dificultaría la puesta en marcha de su programa.

La previsible vuelta al poder de Bachelet<sup>(5)</sup> ha despertado inquietudes, especialmente entre el sector empresarial y la derecha, en cuanto a un posible giro radical a la izquierda. El programa de Bachelet gira en torno a tres grandes pilares: reformas en la educación, el régimen tributario y una nueva Constitución.

- (4) Para llevar adelante el cambio en la Constitución, se requiere de dos tercios del Congreso, es decir, 80 diputados y 25 senadores.
- (5) La redacción de este informe se concluye antes de la segunda vuelta de las elecciones, cuyo resultado, ya se conocerá cuando se presente en el Consejo. Se da por hecho que Bachelet ganará con claridad.



LA AGENDA POLITICA DE LA "NUEVA MAYORIA"

"Chile de Todos"

Hacia una mayor equidad e inclusión social con una mayor participación del Estado

T  
R  
E  
S  
  
P  
I  
L  
A  
R  
E  
S

**Reforma educativa:** gratuidad universal en la educación universitaria en un plazo de seis años y fin del lucro en todo el sistema educativo que use recursos públicos. El Estado, de todas formas, respetará la existencia de un sistema mixto. Se estima que su coste será 1,5-2% del PIB al año. Las universidades con financiación pública estarán obligadas a establecer "cupos de equidad", es decir, deberán subvencionar el 20% de la matrícula a los estudiantes pertenecientes al 40% más vulnerable. Además, se hace hincapié en la mejora de la calidad educativa con el fin de solventar una clara deficiencia estructural del país.

**Reforma tributaria:** aumento del impuesto de sociedades, excluidas las pymes, del 20 al 25% de forma gradual, y rebaja de la tasa máxima del impuesto a las personas físicas del 40 al 35%, todo ello en el plazo de cuatro años. 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. Este mecanismo se implementará a partir del cuarto año de la reforma, coincidiendo con el cierre del Fondo de Utilidades Tributables (FUT), mecanismo que permite postergar el pago de impuestos por los beneficios no distribuidos. 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. No obstante, la 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. El objetivo de la propuesta es recaudar 8.200 mill.\$, que se destinarían, en principio, a financiar una eventual reforma educativa.

**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". Una nueva Constitución para borrar lo que sobrevive de la dictadura militar, como es el caso del sistema de elección binominal que difumina las diferencias entre primer y segundo clasificado.

En el entorno de la expresidenta sostienen que se pretende llevar adelante este paquete de reformas profundas gradualmente, cuidando la gobernabilidad y sin renunciar a acuerdos políticos con la derecha en el Congreso, que fue uno de los sellos de los Gobiernos de la Concertación (1990-2010). Además, la izquierda es consciente de que gran parte del éxito económico de Chile reside 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 34 a nivel mundial, el 21 respecto a las economías de la OCDE (por delante de países como Francia, España e Italia) y, el primer lugar en Latinoamérica. El avance en este indicador refleja las reformas dirigidas a favorecer el dinamismo empresarial, entre la que destaca las mejoras introducidas en el área de creación de una empresa, donde se avanza del lugar 32 al 22 gracias a la ley sobre agilización de trámites para constituir empresas (2011) y la publicación de la "ley de empresas en un día" en enero de este año.



## Factores de gobernabilidad (2012)



Fuente: BM

El gran reto al que se enfrenta el gobierno entrante es satisfacer las demandas de reforma y equidad del electorado sin comprometer la solida posición macroeconómica del país. Los riesgos del nuevo mandato no son menores. Entre ellos destaca una posible erosión de la confianza empresarial e inversora, la creciente presión del gasto sobre las finanzas públicas y el resurgimiento del malestar social si se incumplen las promesas electorales y se frustran las expectativas de alguna de las facciones de la Nueva Coalición, incluida el ala más radical del Partido Comunista. Además, la coalición de Bachelet tendrá en contra la minoría de bloqueo de la derecha en el Congreso Nacional.

### 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), el 11 de Enero de 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.



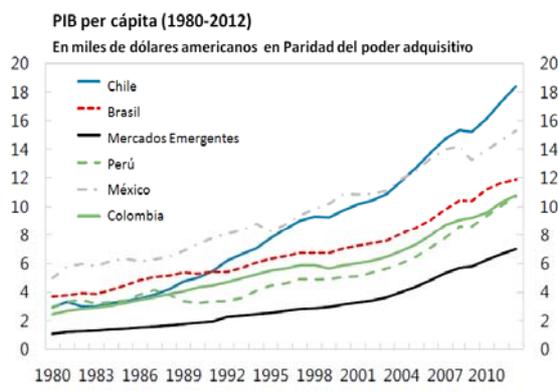
Chile mantiene ciertos conflictos con Argentina (relacionados con la provisión de gas natural), Bolivia (por una disputa territorial) y Perú (por la controversia sobre la frontera marítima), si bien se prevé que el nuevo gobierno trate de evitar cualquier enfrentamiento.

## DESACELERACIÓN ECONÓMICA

### DEUDA EXTERNA MANEJABLE, E INFERIOR A LA CIFRA DE RESERVAS DE DIVISAS

- 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 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. Un estudio reciente de la Cepal, con cifras de 2011, sitúa a Chile en el cuarto lugar, detrás de Venezuela, Bolivia y Canadá, entre las economías americanas cuyas exportaciones están en mayor grado en función de las materias primas con que se cuenta. Un 35,5% de las exportaciones del país corresponde a la venta en el exterior de productos primarios y un 54,2% a manufacturas basadas en estos recursos. Con la particularidad de que, además, en el caso chileno, las ventas exteriores están muy concentradas y enfocadas al mercado Asia-Pacífico, especialmente a China, 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.



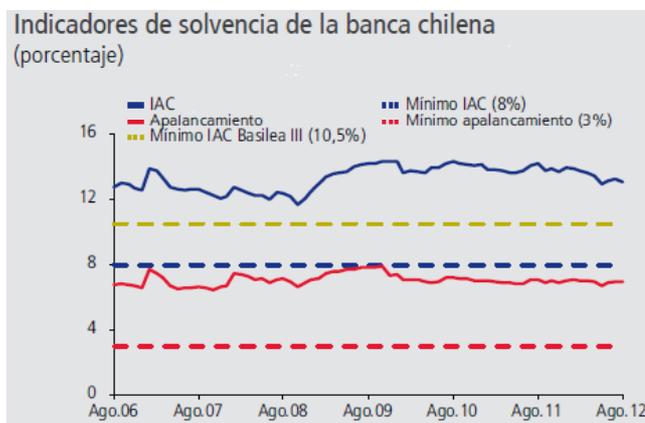
Fuente: Fondo Monetario Internacional



Fuente: Institute of International Finance

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.

La estabilidad financiera también está respaldada por un sistema bancario sano, 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)<sup>(6)</sup> se encuentra por encima del 12%. El nivel de apalancamiento<sup>(7)</sup> 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.



Fuente: Banco Central de Chile

- (6) 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.
- (7) 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**

PIB (mill.\$)	63.676
CRECIMIENTO PIB	3,0
INFLACIÓN	6,5
SALDO FISCAL	-3,8
SALDO POR C/C	-0,2

Datos a 2012 (FMI)

La recuperación de la economía chilena tras la crisis financiera internacional de 2009 y el terremoto sufrido en 2010<sup>(8)</sup> ha sido 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. El crecimiento

desde entonces ha promediado un 5,8% 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 ha permitido a Chile contar con un amplio margen de maniobra de cara a la crisis global. Además, Chile se ha beneficiado durante este 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%. En 2012 la tasa de crecimiento de la economía ascendió al 5,6%, favorecida por el fuerte impulso de la demanda interna, en particular del consumo y la inversión (que creció hasta alcanzar el 27% del PIB). El crecimiento del empleo, que ha promediado un 4,3% al año entre 2010 y la primera mitad de 2013, ha favorecido esta evolución así como la caída del desempleo (del 9% en 2010 a tan solo 5,7% en julio de 2013).

**Tasa de crecimiento del PIB real (en %)**



Fuente: FMI

(8) 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%.

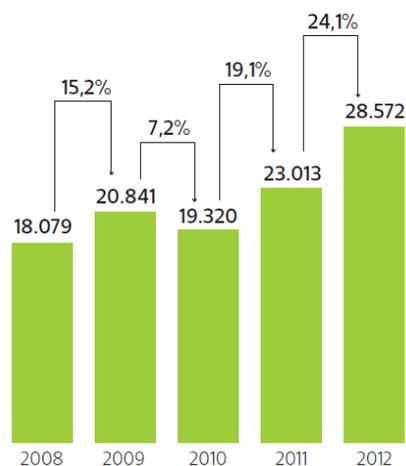


En 2013 se prevé una desaceleración, hasta el entorno del 4,4%, como resultado de la ralentización de la inversión y la caída de la demanda de sus principales mercados de exportación. El ritmo de expansión de la inversión fue del 12% en 2012, pero se va a reducir prácticamente a la mitad (6,5%) en 2013, debido al fin de algunos grandes proyectos mineros. Por otro lado, si bien es cierto que Chile ha demostrado una mayor resistencia a shocks externos que otras economías de la región, es indudable que la desaceleración de China, el 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, justifican gran parte de esta desaceleración.

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. Por último, 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. La conjunción de estos tres 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

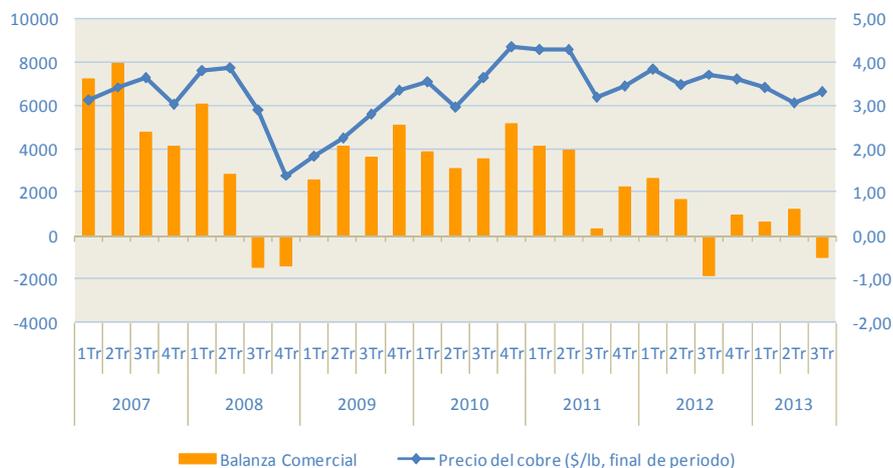
haciendo a día de hoy. En cualquier caso, hay indicios que apuntan al fin de este ciclo expansivo. Los altos precios del cobre de la década pasada, que tanto favorecieron el crecimiento y el aumento de la renta chilena (directamente e indirectamente vía inversiones) no parece que vayan a sostenerse a 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 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.

**Costos operacionales de la gran minería en Chile**  
 Millones de US\$ de cada año



Fuente: CRU, Cochilco, Consejo Minero

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



Fuente: IIF

## 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”.

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<sup>(9)</sup>, lo que aísla las decisiones fiscales de componentes cíclicos.

(9) 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).

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).

**Finanzas públicas como % del PIB**



Fuente: FMI

Gracias a los altos precios del cobre en 2011-12 el saldo de las cuentas públicas ha sido superavitario, y se ha producido 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<sup>(10)</sup> ante una caída del precio del cobre. Hay que tener en cuenta que la contribución del cobre a los ingresos públicos (a través de los beneficios de la empresa pública Codelco y de los impuestos pagados por las sociedades mineras privadas) probablemente se reduzcan considerablemente a partir de 2014 debido al aumento de los costes en el sector, unidos a una moderación de los precios internacionales.

La saneada situación de las finanzas chilenas también tiene su reflejo en la deuda pública: Chile es acreedor neto. De acuerdo al último informe de la Dirección de Presupuestos del gobierno de Chile (junio 2013), a marzo de 2013 la deuda bruta equivalía tan solo al 10,8% del PIB, y en términos netos la posición acreedora neta del Gobierno Central era de 111.094 mill.\$, lo que representa un 6,4% del PIB.

(10) Como ocurrió en 2009, 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.



Actualmente se están estudiando los presupuestos para 2014 (que fueron presentados al congreso el pasado 30 de septiembre). Bachelet, quien previsiblemente gobernará a partir de marzo de 2014, ya ha dejado claro que el presupuesto es insuficiente para cumplir con sus compromisos electorales, ya que se prevé un incremento del gasto del gobierno central del 3,9%, bajo la premisa de un crecimiento del PIB en 2014 del 4,9%, previsiones consideradas excesivamente optimistas. Si finalmente la recaudación por concepto de IVA e impuestos específicos es menor de lo previsto, atender el objetivo de déficit estructural de 1% en 2014 implicará menor espacio para el gasto. Como opciones, se encuentra el incumplimiento de la regla fiscal o aumentar los recursos fiscales vía una reforma tributaria (incluida en la campaña de la Nueva Mayoría). Como los frutos de una hipotética reforma aprobada en 2014 no se verán hasta 2015, no se descarta que el próximo año se incumpla la regla.

### 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 junio de 2012 los 20.409 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. No obstante, la inflación media en el año fue del 0,4%, mientras que a final de año se registró una tasa del -2,6%. 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 aumentar sus tipos en un contexto de recesión económica. Así, en las dos últimas reuniones (octubre y noviembre), el BCCH ha recortado la tasa 25 puntos básicos en cada ocasión, lo que sitúa el tipo en un 4,5%. La inflación se ha mantenido por debajo o cerca de la parte inferior del rango de tolerancia (3% +/- 1%). No se descarta que se apliquen nuevos recortes a medio plazo si la desaceleración continúa. Esta decisión también estará condicionada por la evolución de los tipos de cambio. El peso chileno no fue ajeno a las presiones sobre las monedas emergentes en el verano de 2013 ante la posible retirada de los estímulos monetarios de Estados Unidos (conocido como "tapering"), con lo que la moneda sufrió una depreciación entre enero y septiembre de este año del 8,3% (que fue permitida por el Banco Central).



A los temores de un posible tapering se sumó también 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.

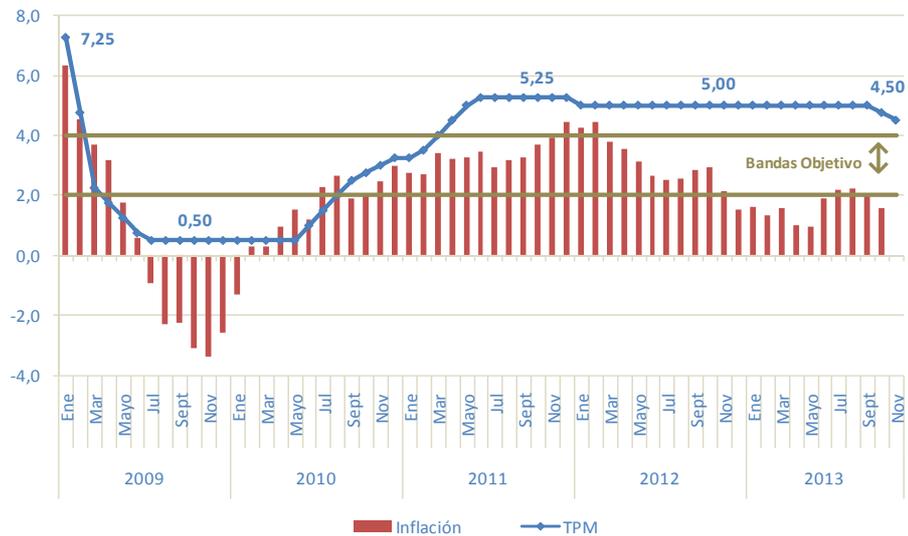
**Evolución del tipo de cambio (peso/\$ fin periodo)**



Fuente: IIF

Con la declaración de la Reserva Federal de que los estímulos monetarios se sostendrían junto con la publicación de mejores cifras macroeconómicas en China, se produjo una apreciación de las monedas emergentes, incluida la chilena. En el medio plazo, si se confirman las previsiones de una caída en los precios del cobre y se intensifica la desaceleración china, es posible que la divisa se deprecie nuevamente, pero en cualquier caso en el previsible contexto de desaceleración no existen riesgos de presión sobre los precios, por lo que queda margen para mayores recortes en los tipos en 2014 si fuera necesario.

**Tasa de política monetaria e inflación**



Fuente: Banco Central de Chile

**CDS spreads**



Fuente: Deutsche Bank

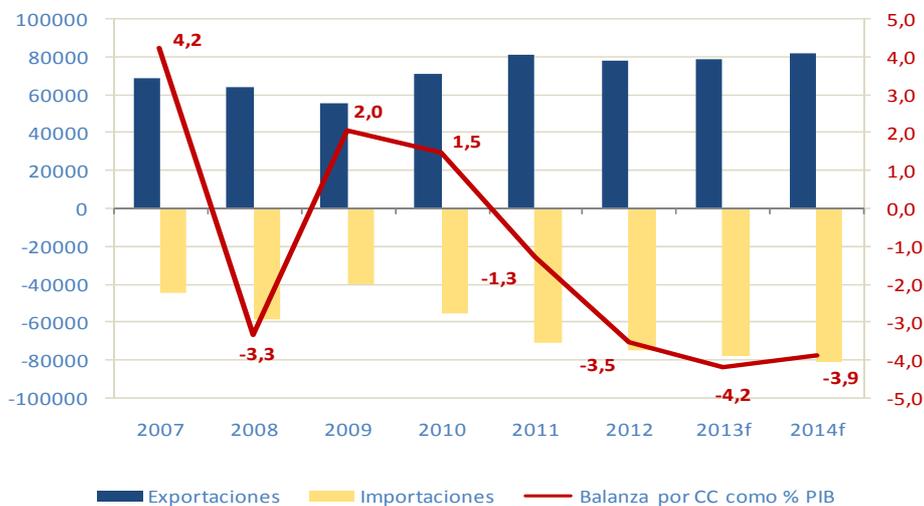
**EXCELENTE NIVEL DE SOLVENCIA EXTERIOR**

- **Economía muy abierta, con una gran capacidad para atraer inversiones por su estabilidad y su seguridad jurídica.**
- **Déficit exterior creciente pero en niveles razonables (4% del PIB) y sin problemas de financiación.**
- **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 mientras la producción minera creció únicamente un 0,5% entre 2010 y 2012, la economía creció un 5,8% 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**



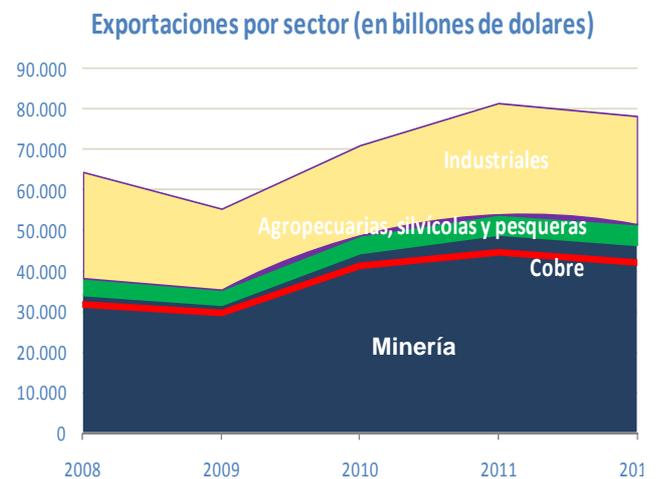
Fuente: IIF

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 de Chile (ya por encima del 4% del PIB) está creciendo. El superávit de la balanza comercial se está reduciendo, como resultado de los precios más bajos del cobre, una demanda de exportaciones más débil (78.277 mill.\$ en 2012 frente a 81.455 mill.\$ en 2011) y un mayor impulso de las importaciones (74.855 mill.\$ en 2012 frente a 70.911 mill.\$), tanto de bienes intermedios ligados a las fuertes inversiones realizadas, como de bienes de consumo, favorecidas por el aumento de los salarios reales. 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 tendrán una expansión del 6% en 2013, frente a los aumentos de dos dígitos registrados entre 2004 y 2011. También ha aumentado el déficit de la balanza de servicios, debido, en parte, al aumento de los fletes marítimos. Chile continúa presentando, además, el tradicional déficit en la balanza de rentas, asociado a la repatriación de beneficios de las empresas multinacionales allí establecidas.

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. Según el Informe Mundial de Inversiones de la UNCTAD de 2013, Chile registró un crecimiento en la IDE del 32% en 2012 (los flujos de entrada superaron los 30.000 mill.\$) con lo que se situó, por primera vez, en el selecto grupo de las 10 economías con mayor atracción de IED del mundo (sin considerar paraísos tributarios). No obstante, las previsiones apuntan a que la inversión extranjera en minería, en general, tienda a moderarse durante los próximos años como resultado de la caída en el precio de las materias primas metálicas.

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.

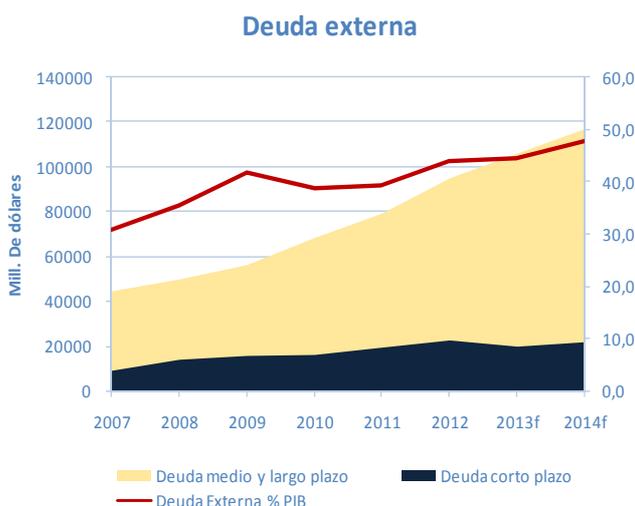


Fuente: FMI



La deuda externa se ha multiplicado por 2,5 entre 2006 y 2013, aunque en términos relativos se mantiene en niveles moderados. En 2012 se situó en 117.776 mill.\$ (el 43,9% del PIB y el 119,9% de las exportaciones de bienes y servicios), de los que algo menos del 20% es a corto plazo. El 90% 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 61% por el sector privado (responsable, además, del grueso de su crecimiento en los últimos tiempos), un 21% por el sector público y el resto por el sector bancario. Por su parte, el pago del servicio de la deuda se ha reducido hasta el 14,8% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos (frente al 19,5% en 2011). Chile cuenta además con un cómodo colchón de reservas, que ascienden a 41.636 mill.\$, lo que equivale a 4,5 meses de importaciones y el dos veces el volumen de deuda externa a corto plazo. Además, la robusta posición financiera del gobierno se ha visto recompensada con bajos spreads soberanos y recientes mejoras en su calificación crediticia. Chile posee grado de inversión en 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
<b>Chile</b>	<b>Aa3</b>	<b>AA-</b>	<b>A+</b>
México	Baa1	BBB	BBB+
Brasil	Baa2	BBB	BBB
Colombia	Baa3	BBB	BBB-



Fuente: IIF