

Puntos de Referencia

EDICIÓN ONLINE
N° 483, junio 2018

El momento económico internacional y nacional

Junio 2018

Rodrigo Vergara

Resumen

Si bien se mantienen indicadores positivos con respecto a la economía mundial, han surgido algunas señales que podrían implicar una moderación de este ciclo expansivo. En efecto, mientras hasta hace poco se hablaba de un crecimiento fuerte y además sincronizado, en el sentido que abarcaba prácticamente todas las regiones del mundo, durante el primer trimestre el PIB de Japón cayó y el de la Zona Euro creció menos que lo previsto. Se acrecientan, por otra parte, los riesgos de proteccionismo en el mundo desarrollado. A su vez, la salida de capitales de países emergentes pone a algunos de ellos, como Turquía, Brasil y Argentina, en una situación de mayor vulnerabilidad.

Estados Unidos, en contraposición, mantiene un sólido crecimiento. La inflación también ha repuntado en este país lo que, de profundizarse, podría llevar a un alza de las tasas de interés por parte de la FED más rápido de lo esperado, con el consiguiente riesgo para el mundo emergente.

Vuelven a surgir ciertas dudas sobre aquellas economías emergentes que han aumentado en forma considerable su endeudamiento en moneda extranjera. Ello es particularmente cierto en el sector corporativo y en aquellos países en que dicha deuda no tiene cobertura cambiaria.

Chile experimentó un importante repunte el primer trimestre. El Imacec de abril, por su parte, aumentó un 5,9% anual, lo cual constituye la mayor expansión de dicho indicador desde el año 2012. La velocidad del crecimiento (trimestre a trimestre desestacionalizado) es también elevada, lo que evidencia una expansión significativa en el margen. Estas cifras son importantes porque sugieren que el elevado crecimiento que muestra este año la economía, estaría asentado en bases más sólidas que simplemente un repunte minero y bajas bases de comparación.

A pesar de las buenas cifras de actividad de nuestro país, este repunte de la economía está dado por factores cíclicos relacionados con la economía internacional y no por cambios estructurales. Al mismo tiempo, sigue siendo válido que el crecimiento de la economía para el segundo semestre de este año sería más bajo.

Por cierto el dinamismo es bienvenido, pero como es habitual trae el riesgo de complacencia si se malinterpreta como un cambio estructural más que cíclico. Un segundo riesgo para nuestra economía dice relación con los riesgos globales antes mencionados y que podrían revertir o moderar el favorable escenario externo que hoy enfrenta Chile. La inflación, por su parte, se ha mantenido baja, pero se espera que comience a moverse gradualmente hacia la meta de 3%.

Finalmente, la situación fiscal es delicada producto del fuerte incremento del gasto público de los últimos años. La moderación del gasto fiscal sigue siendo uno de los principales desafíos que enfrenta el actual gobierno.

Rodrigo Vergara M. Investigador senior del CEP e Investigador Asociado del Centro Mossavar-Rahmani de la Escuela de Gobierno (Kennedy) de la Universidad de Harvard.

Este artículo corresponde a una transcripción de la presentación que realizó el autor en el CEP el 7 de junio de 2018.

1 / Introducción

Desde el año pasado la economía mundial transita por una positiva senda de crecimiento. Hasta hace poco se hablaba de un crecimiento fuerte y además sincronizado, en el sentido que abarcaba prácticamente todas las regiones del mundo. Sin embargo, durante el primer trimestre de este año se han comenzado a manifestar ciertos problemas que ponen sobre la mesa una posible desaceleración del crecimiento global hacia adelante. Por una parte, el PIB de Japón cayó durante el primer trimestre del 2018 y la Zona Euro tuvo un crecimiento inferior a lo esperado. Por otra parte, siguen presentes y se acrecientan los riesgos de proteccionismo a nivel global. Además, la salida de capitales del mundo emergente ha generado presiones importantes en países como Turquía, Brasil y Argentina. Vuelven a surgir ciertas dudas sobre aquellas economías emergentes que han aumentado en forma considerable su endeudamiento en moneda extranjera durante los últimos años de condiciones financieras favorables. Ello es particularmente cierto en el sector corporativo y en aquellos países en que dicha deuda no tiene cobertura cambiaria. En contraposición, Estados Unidos exhibió un sólido primer trimestre, en el cuál destacó el fuerte crecimiento de la inversión en capital fijo. Se espera que dicho país, apoyado entre otros por el impulso fiscal, cierre el año con un crecimiento cercano a 3%. Por cierto, las dudas en este caso dicen relación con cuán sostenible es este crecimiento una vez que dicho impulso fiscal se acabe.

La inflación en 12 meses ha aumentado en el último tiempo en Europa y Estados Unidos, lo cual, a pesar del menor crecimiento en el viejo continente, abre la posibilidad de una normalización monetaria en dicha parte del mundo y reafirma el proceso de normalización monetaria que está llevando a cabo la FED desde hace algún tiempo. En este contexto de mayor inflación, un alza de tasas por parte de la

FED más rápido de lo esperado constituye un factor de riesgo no despreciable. En Japón en cambio, la inflación sigue en un rango relativamente bajo por lo que una normalización monetaria aún no estaría en el horizonte del Banco Central de dicho país.

Un foco de preocupación relevante lo constituye Argentina. Dicho país atraviesa por una delicada situación económica, producto de la cual ha vuelto a acudir a la ayuda financiera del FMI. Hasta ahora su ajuste fiscal ha sido muy modesto, por lo que para tener éxito en este nuevo programa deberá hacer esfuerzos mucho mayores.

En relación a la economía nacional, nuestro país experimentó un importante repunte el primer trimestre. En efecto, la economía exhibió el mayor crecimiento del PIB desde el año 2013, donde des-

En relación a la economía nacional, nuestro país experimentó un importante repunte el primer trimestre.

taó el crecimiento de la inversión en capital fijo. A su vez, el Imacec aumentó un 5,9% anual en el mes de abril, lo cual constituye la mayor expansión de dicho indicador desde el año 2012. La velocidad del crecimiento (trimestre a trimestre desestacionalizado) es también elevada, lo que evidencia una expansión importante en el margen.

Es interesante y positivo este dinamismo por al menos dos razones. En primer lugar, el crecimiento del sector no minero empieza a despejar las dudas sobre si el repunte era solo minería, dada su baja base de comparación del año pasado. En segundo lugar, y relacionado también con lo anterior, no es sólo base de comparación y efectos puntuales (como días hábiles). En otras palabras, el elevado

crecimiento que muestra este año la economía, pareciera estar asentado en bases más sólidas que simplemente un repunte minero y bajas bases de comparación.

A pesar de las buenas cifras de actividad de nuestro país, este repunte de la economía vendría dado por factores cíclicos y no por cambios estructurales. Al mismo tiempo, sigue siendo válido que se espera un menor crecimiento de la economía para el segundo semestre de este año. Con todo, el repunte cíclico ha sido mayor al esperado hace unos meses atrás.

Por cierto, el dinamismo es bienvenido, pero como es habitual trae el riesgo de complacencia si se malinterpreta como un cambio estructural más que cíclico. Un segundo riesgo para nuestra eco-

A pesar de las buenas cifras de actividad de nuestro país, este repunte de la economía vendría dado por factores cíclicos y no por cambios estructurales.

nomía dice relación con los riesgos globales antes mencionados y que podrían revertir o moderar el buen escenario externo que hoy enfrenta Chile. La inflación, por su parte, se ha mantenido baja, pero se espera que comience a moverse gradualmente hacia la meta de 3%.

Finalmente, la situación fiscal es delicada producto del fuerte incremento del gasto público de los últimos años. La moderación del gasto fiscal sigue siendo uno de los principales desafíos que enfrenta el actual gobierno y, aunque hay anuncios en ese sentido y todavía es muy temprano para hacer una evaluación, aún no se han observado mayores cambios en la trayectoria de esta variable.

2 / Situación Internacional

La economía mundial sigue exhibiendo una significativa fortaleza. Las estimaciones del FMI apuntan a que el mundo crecería cerca de 4% tanto este como el próximo año. No obstante, en los últimos meses han surgido una serie de preocupaciones, que podrían alterar este positivo panorama, particularmente para 2019. En primer lugar, el crecimiento coordinado de las principales economías del orbe, que se había observado más claramente a partir de 2017, muestra síntomas de cierto agotamiento. En Japón el PIB cayó en el primer trimestre del 2018, lo cual constituyó una sorpresa negativa en este contexto internacional. Por su parte, Europa experimentó un crecimiento de 1,5% en el primer trimestre de este año, inferior a lo que tuvo el año pasado y lo que se espera para el año, lo cual genera dudas y plantea la posibilidad de un dinamismo menor al esperado. En el lado positivo dentro de las economías avanzadas está Estados Unidos, que creció 2,2% en el primer trimestre, donde destacó el fuerte crecimiento de la inversión en capital fijo (6,5%) y de las exportaciones (4,2%). Se espera que el PIB crezca a una tasa significativamente mayor en el segundo cuarto del año y cierre el año en algo menos de 3%. Aún así, se mantienen dudas con respecto a cuánto de este desempeño se explica por el impulso fiscal derivado de la baja de impuestos y, por lo tanto, qué va a pasar cuando ese efecto se agote.

Por otro lado, el desempleo se encuentra actualmente bajo el 4% en dicho país y se estima que podría llegar a un 3,5% a fines de este año. Esto da cuenta de un mercado laboral actual muy estrecho, lo cual presiona los salarios y la inflación. En Europa también se observa una caída en la tasa de desempleo, aunque sigue en niveles elevados en relación a Estados Unidos y Japón (ver gráfico 1).

La inflación en 12 meses ha aumentado en el último tiempo en Europa y Estados Unidos (ver

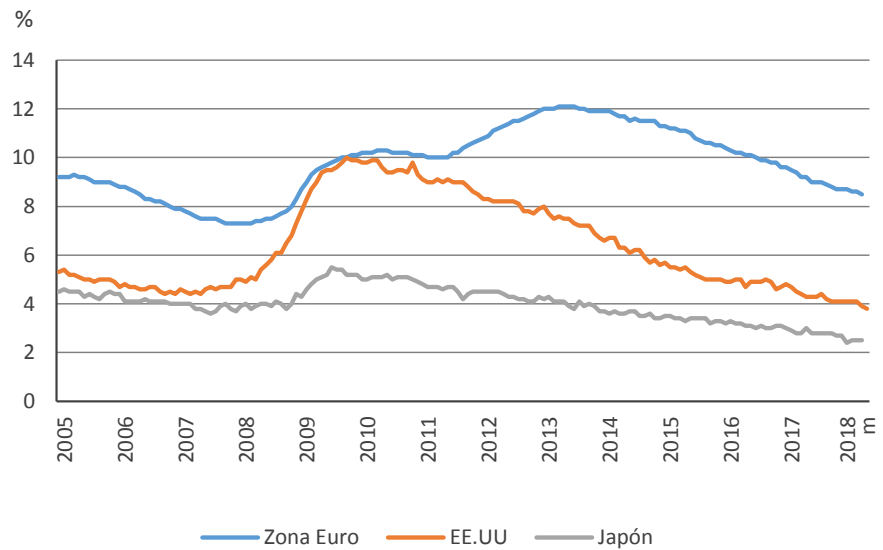
gráfico 2). En este último país la variación en 12 meses del IPC se ubicó en 2,8%, la más alta en seis años. Por otra parte, los salarios por hora han continuado su tendencia al alza, aunque de forma moderada, aumentando en 2,7% en mayo de este año en relación al mismo mes el año anterior (ver gráfico 3). En tanto, la estimación preliminar del Banco Central Europeo, indica que en mayo de este año la inflación se encontraría en torno al 1,9% anual, lo cual es 0,7 puntos porcentuales superior a la inflación experimentada en abril. Esta fuerte alza constituye una sorpresa, considerando la desaceleración de la actividad que experimentó la economía europea durante el primer trimestre. Por otro lado, esta mayor inflación pone nuevamente en discusión el retiro del estímulo monetario en la Zona Euro. Por una parte la actividad menos dinámica va en la dirección de una mantención del estímulo monetario, mientras que el alza de la inflación apoya la idea de disminuirlo. Con todo, se espera que se reduzcan o eliminen las compras de activos por parte del Banco Central Europeo en el segundo semestre de este año y que durante 2019 se produzca la primera alza de tasas de interés en dicha parte del mundo.

En la vereda contraria, en Japón la inflación en 12 meses alcanzó un 0,6% en abril, cifra bastante inferior al 1,3% promedio que obtuvo en el primer trimestre de este año. Por esta razón, una normali-

zación monetaria aún no estaría en el horizonte del Banco Central de Japón, aunque es un tema que ha formado parte de algunas discusiones en dicho país.

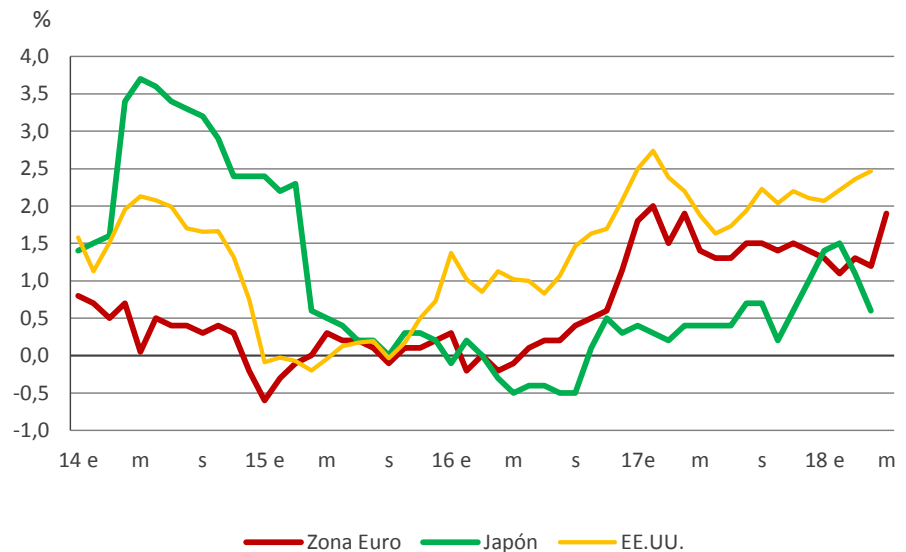
A su vez, la Reserva Federal sigue con decisión en su proceso de normalización monetaria. Se esperan al menos dos, y muy probablemente tres, alzas adicionales de la tasa de política monetaria para lo que

GRÁFICO 1: Desempleo ZE, Japón y EE.UU.

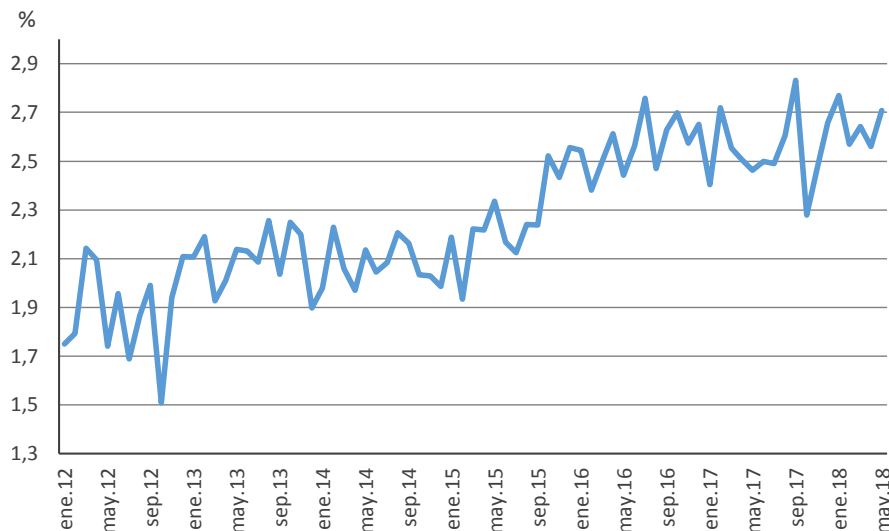


Fuente: Eurostat y Statistics Bureau of Japan.

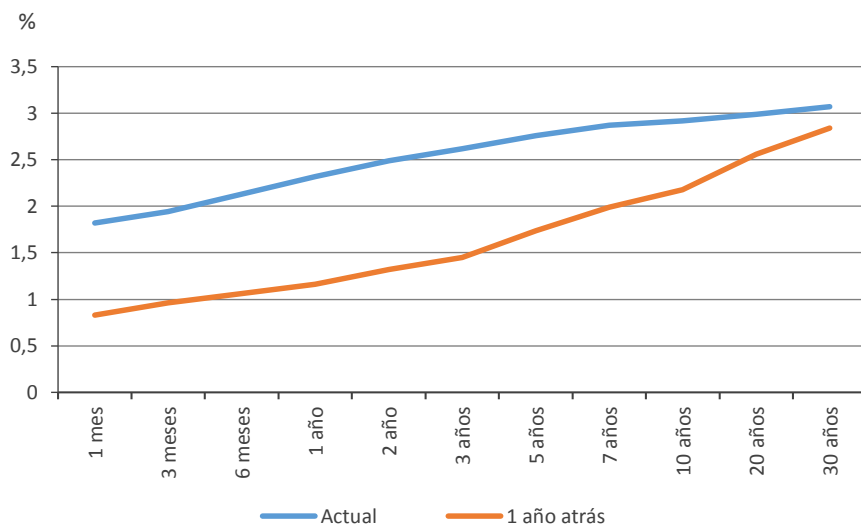
GRÁFICO 2: Inflación ZE, Japón y EE.UU.



Fuente: OECD y Banco Central de Chile.

GRÁFICO 3: Salario por hora EE.UU. Salario por hora (% variación 12 meses)

Fuente: Bureau of Labor Statistics.

GRÁFICO 4: Curva de rendimiento EE.UU.

Fuente: US Department of the Treasury.

resta de este año. En un contexto de mayor inflación y salarios crecientes, una subida de tasas más rápido de lo esperado no es una opción descartable. Ello, asimismo, constituye un factor de riesgo no despreciable, que es particularmente relevante para aquellos países con fuerte dependencia del financiamiento externo y cuya deuda en moneda extranjera ha subido en forma significativa en los últimos años.

En resumen, actualmente la economía mundial sigue transitando por una senda positiva. Sin embargo, se han generado dudas en relación a la sostenibilidad en el tiempo del crecimiento elevado y coordinado de las mayores economías mundiales. Ello por cuanto se ha observado cierta desaceleración en el crecimiento de algunas de ellas, así como

Las tasas de largo plazo en Estados Unidos se ubican hoy en día en torno al 3%, valor que no se observaba hace mucho tiempo (ver gráfico 4). La curva de rendimiento se ha aplanado debido a que el alza en las tasas de interés de corto plazo ha sido muy superior al alza en las de largo plazo. Dado que históricamente las curvas de rendimiento con pendiente negativa han sido buenos predictores de recesión, una discusión reciente es qué significaría si el alza en las tasas de corto plazo proyectada para los siguientes meses no fuera acompañada con alzas en las tasas de largo plazo y la curva de rendimiento se invirtiera. Es una discusión académicamente interesante, pero hoy se está lejos de ello y también lejos de proyectarse una caída en la actividad en Estados Unidos.

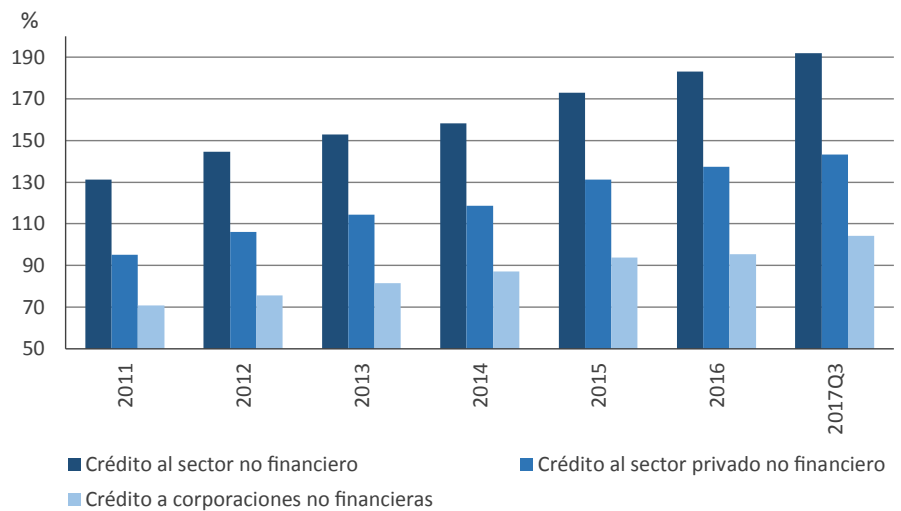
El dólar ha vuelto a cobrar fuerza en los mercados internacionales, luego de un periodo de depreciación, lo que por cierto está relacionado con la fortaleza relativa de la economía norteamericana y con su política fiscal fuertemente expansiva.

problemas puntuales en ciertas economías desarrolladas y en otras emergentes. Entre los primeros destaca la incertidumbre que implicó el nuevo gobierno, fuertemente anti-sistema, en Italia. Aunque es natural que este tipo de eventos preocupen, también es cierto que los mercados muchas veces sobre-reaccionan ante estos cambios. Debe destacarse que las nuevas autoridades han declarado que no ponen en duda su participación en la Unión Europea y en la Zona Euro.

En el mundo emergente ha surgido preocupación por la salida de capitales, lo que se relaciona con una política monetaria menos expansiva en Estados Unidos. Argentina, Brasil y Turquía son algunos países que han visto caer el precio de sus activos, depreciar sus monedas y/o aumentar sus tasas de interés. Sobre Argentina se hacen algunas reflexiones más adelante.

Esta preocupación sobre el mundo emergente no es sin fundamento. El nivel de deuda ha ido aumentando sostenidamente desde la Crisis Financiera Global de fines de la década pasada, lo cual pone a economías con alto nivel de deuda, y particularmente de deuda en moneda extranjera, en una situación de mayor vulnerabilidad. En el gráfico 5, observamos que el crédito al sector no financiero en el mundo emergente ha aumentado en 60 puntos porcentuales, como porcentaje del PIB, entre 2011 y el tercer trimestre del 2017. Un patrón similar ocurre con el crédito al sector privado no financiero y el crédito a corporaciones financieras, los cuales han aumentado 48 y 33 puntos porcentuales respectivamente, como porcentaje del PIB, en el mismo periodo de tiempo. El principal riesgo,

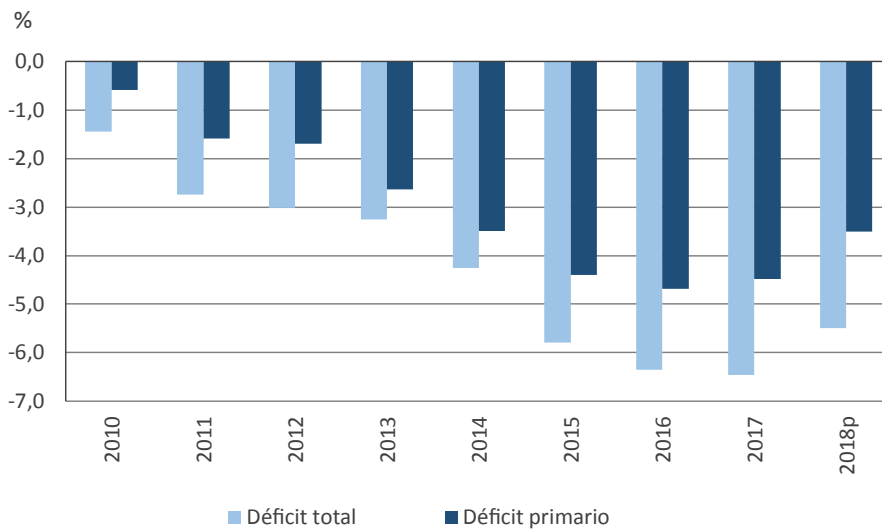
GRÁFICO 5: Deuda países emergentes % PIB



Fuente: BIS.

es que esta mayor deuda, que es esencialmente deuda corporativa y en moneda extranjera, en muchos casos se encuentra no cubierta, por lo que una depreciación cambiaria traería serias consecuencias en los balances de las empresas de este grupo de países. Cabe mencionar que esto no ocurre, u ocurre menos intensamente, en el caso de Chile. De acuerdo al Informe de Estabilidad Financiera del Banco Central, la deuda corporativa en moneda extranjera de nuestro país tiene en gran parte seguros de cambio.

Otro foco de preocupación, especialmente para países como Chile, lo constituye la delicada situación económica por la cual atraviesa actualmente Argentina. El crecimiento del PIB en dicho país alcanzó un 2,9% en 2017, sin embargo, la proyección del FMI para este 2018 alcanza solo un 2,0% y luego de la turbulencia reciente incluso dicha cifra es puesta en duda. El país llegó a un acuerdo con el FMI por USD 50 mil millones, lo que es más que lo que el mercado estimaba, pero no es claro que sea suficiente para calmar los ánimos y para bajar la tasa de interés rápidamente. Se sabe

GRÁFICO 6: Balance fiscal Argentina % PIB

p=Proyección

Fuente: FMI.

GRÁFICO 7: Reservas internacionales Argentina (millones de dólares)

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

que una tasa de interés como la que actualmente prevalece en dicho país (40%) produce un daño significativo sobre la economía real, por lo que su mantención en dicho nivel no es sostenible políticamente.

La crisis argentina deja varias lecciones. Primero, los ajustes graduales, como los realizados en di-

cho país, son riesgosos. Como el tiempo de ajuste es largo, cualquier imprevisto tiene el potencial de producir una gran disrupción en la economía. En este caso el imprevisto fue la mayor inflación en USA con la consecuente salida de capitales de países emergentes. Para entender la gradualidad del ajuste en Argentina basta destacar que entre 2015 y 2017 el déficit fiscal no sólo no bajó sino que aumentó, mientras que el déficit primario se mantuvo constante (ver gráfico 6). Segundo, para hacer creíble un programa anti inflacionario, es clave la autonomía del banco central. En el caso argentino se notó demasiado la no independencia de su instituto emisor. El aumento en las metas inflacionarias y las bajas en las tasas de interés en la primera parte de este año, fueron percibidos como una imposición del gobierno más que como una decisión racional de política monetaria. Tercero, el tipo de cambio, para estas economías, es una variable de ajuste superior a la tasa de interés. En otras palabras, los costos de que el ajuste, ante shocks externos, se haga vía tasas de interés y no vía tipo de cambio son demasiado elevados.

Una vez desatada la crisis era inevitable acudir al FMI. Las reservas internacionales habían caído en USD 10 mil millones (ver gráfico 7), y el ataque a la moneda continuaba. No obstante, en el caso del país vecino esto tiene costos políticos mayores,

tal es así que ha empezado a surgir la duda si Macri logrará la reelección el próximo año. En todo caso, de haber tenido claro las lecciones previas, quizás no hubiera sido necesario acudir a este organismo internacional.

3 / La situación nacional

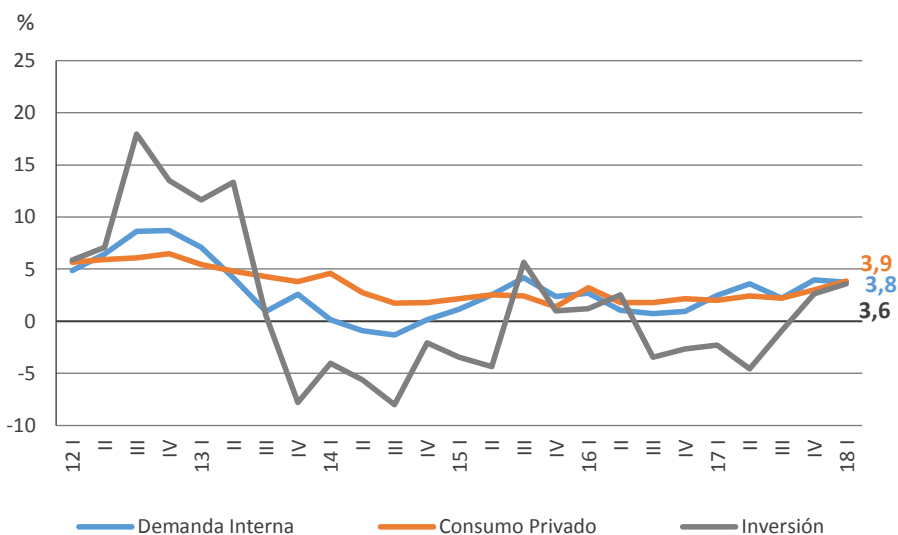
La actividad económica de nuestro país experimentó un sólido crecimiento en el primer trimestre de este año. En efecto, la economía creció un 4,2%, el mayor incremento desde el tercer trimestre de 2013. Destacó el dinamismo de la inversión que sube 3,6% y el de las exportaciones que lo hace en 7,2%. A su vez, el consumo privado también experimentó un considerable aumento en relación a las cifras mostradas los trimestres anteriores (ver gráfico 8).

En términos de velocidad (primer trimestre versus el cuarto del año pasado desestacionalizados y anualizados) la expansión fue de 4,9%, lo que muestra que la economía está mostrando una fuerte expansión en el margen. El mes de abril fue aún más dinámico. El Imacec se expandió un 5,9%, el mayor desde 2012, con la parte minera subiendo 4,6% y la no minera 6,2% (ver gráfico 9).

Es interesante y positivo este dinamismo por al menos dos razones. En primer lugar, el crecimiento del sector no minero empieza a despejar las dudas sobre si el repunte era solo minería, dada su baja base de comparación del año pasado en

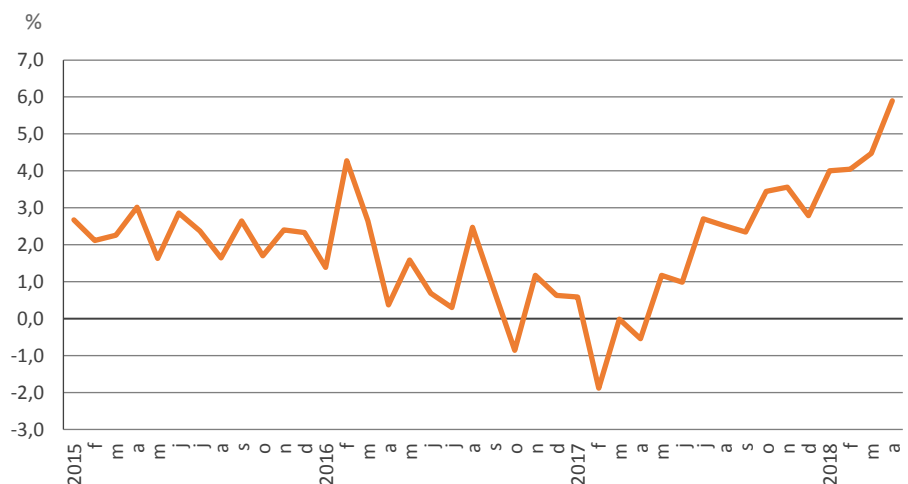
esta fecha (influenciada por la huelga de la minera La Escondida). En efecto, hay fuertes indicios que el repunte es más que sólo minería. En segundo lugar, y relacionado también con lo anterior, no es sólo base de comparación y efectos puntuales. En los sectores no mineros la base de comparación también era baja y además se sabía que estarían beneficiados por efectos puntuales, tales como el mayor número de días hábiles. Las cifras de los

GRÁFICO 8: Demanda interna, consumo e inversión Chile

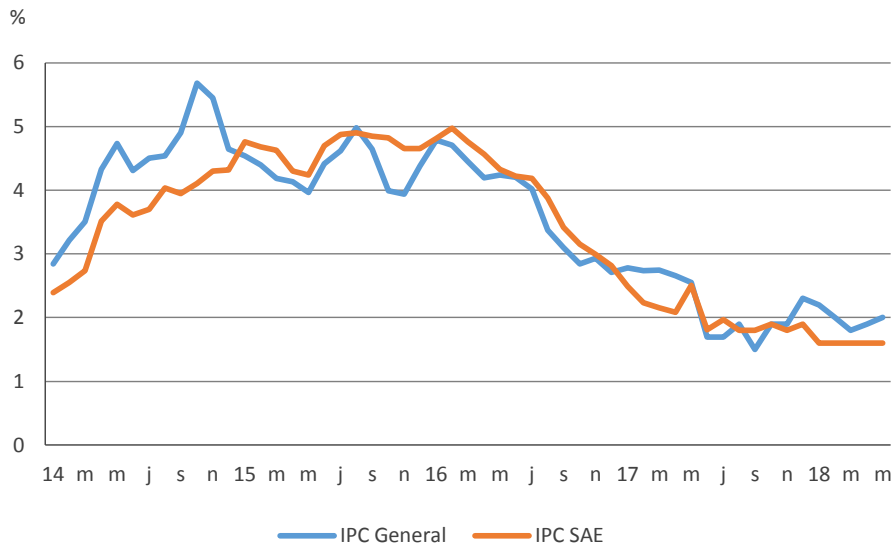


Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 9: Imacec Chile



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 10: Inflación Chile (% variación anual)

Fuente: Banco Central de Chile.

primeros cuatro meses del año sugieren que el dinamismo va más allá de eso. En otras palabras, el elevado crecimiento que muestra este año la economía, pareciera estar asentado en bases más sólidas que simplemente un repunte minero y bajas bases de comparación.

A pesar de las buenas cifras de actividad de nuestro país, es importante mencionar que aún no se observan señales de un cambio de tendencia en el crecimiento del producto. Así, este repunte de la economía chilena vendría dado por factores cíclicos y no por cambios estructurales, los cuales son necesarios para sostener esta senda expansiva en el tiempo. Al mismo tiempo, sigue siendo válido que se espera un menor crecimiento de la economía para el segundo semestre de este año. Con todo, el repunte cíclico ha sido mayor al esperado hace unos meses atrás.

En relación a la inflación, la variación en 12 meses del IPC total se ha mantenido relativamente baja, alcanzando un 2,0% en mayo de este año, cifra que está en línea con los valores observados durante todo el 2018 (ver gráfico 10). Sin embargo,

se espera que ésta comience a moverse progresivamente hacia la meta del 3% anual. Esto más el repunte de la actividad, lleva a suponer que el ciclo de mayor expansividad de la política monetaria llegó a su fin y que en un tiempo más la pregunta que surgirá es cuándo empieza el ciclo de normalización.

Por otro lado, la tasa de desempleo nacional alcanzó un 6,7% en abril de este año. El crecimiento en 12 meses del empleo total alcanzó un 2,1% en abril, sin embargo, fueron los cuenta propia los que experimentaron

un mayor crecimiento alcanzando un 4,1% de aumento, en comparación al 1,9% de aumento del empleo asalariado. Al mismo tiempo, dentro del empleo asalariado, son los empleados públicos quienes crecieron en mayor proporción en abril de este año, aunque a una tasa considerablemente inferior a la mostrada los meses anteriores. El crecimiento de los asalariados públicos alcanzó un 9,1% en abril, en cambio los asalariados privados crecieron un 0,6% en el mismo periodo. Es esperable que, con el mayor dinamismo de la actividad, el empleo asalariado privado retome un mayor dinamismo en los meses venideros.

Los indicadores de confianza continúan con su tendencia al alza (ver gráfico 11), lo cual es el reflejo de la buena situación de la economía.

A pesar de que la economía ha tenido un buen comienzo de año y parece encaminarse a un crecimiento más cercano a 4%, el que sería el mayor desde 2013, existen ciertos riesgos que debemos tener en cuenta para evitar sacar cuentas alegres antes de tiempo. En primer lugar, como ya se mencionó, el repunte económico se debe princi-

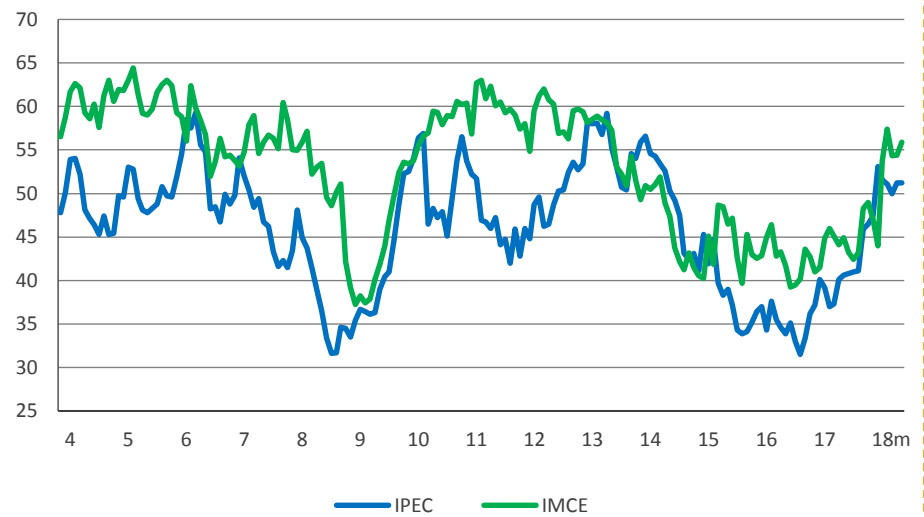
palmente a factores cíclicos relacionados con la economía internacional. En efecto, el mayor crecimiento mundial y el alza en el precio del cobre explican en buena parte este repunte. No hay indicios fuertes de algo que vaya más allá de eso, que esté afectando el PIB de tendencia, aunque cabe destacar que si el dinamismo de la inversión se sostiene, ello podría cambiar en el tiempo. Todo esto conlleva un cierto riesgo de complacencia, en el sentido de que el buen desempeño de la economía lleve a la inacción y a pensar que el crecimiento se mantendrá solo. Ello, a su vez, llevaría a no tomar las medidas necesarias para incrementar la productividad y la inversión en el tiempo, de forma que el actual dinamismo se sostenga y no vuelva a los crecimientos de los últimos años una vez que el ciclo se revierta.

Un segundo riesgo y en línea con el anterior, dice relación con el escenario externo que ya hemos comentado. Se ha empezado a observar una cierta desaceleración en algunas economías desarrolladas, lo cual, de sostenerse, implicaría un menor crecimiento

global y alguna reversión del ciclo externo antes de lo esperado. Ello se complementa con el riesgo de proteccionismo ya presente por un tiempo.

Por último, la situación fiscal sigue generando dudas. Las cifras fiscales están estresadas producto del fuerte incremento del gasto público de los últimos años. La moderación del gasto fiscal sigue siendo uno de los principales desafíos que enfrenta el actual gobierno y, aunque hay anuncios en ese sentido, aún no se han observado mayores cambios en la trayectoria de esta variable. **PdR**

GRÁFICO 11: IMCE e IPEC Chile



Fuente: Banco Central de Chile.