

LIBERTAD Y DESARROLLO

TEMAS PÚBLICOS

www.lyd.org

Nº 1.189

19 de diciembre 2014

ISSN 0717-1528

ESCENARIO ECONÓMICO: SIN MAYORES SEÑALES DE RECUPERACIÓN EN EL HORIZONTE

- La estimación de crecimiento para 2015 centrada en 3% que hace el IPOM se fundamenta en una expansión de 4% de las exportaciones, estimuladas por la depreciación del tipo de cambio real, por un moderado crecimiento de la inversión pública y privada de 1,9% y por una expansión del consumo total de 2,8%.
- Existen antecedentes que permiten pensar que efectivamente hay un componente interno relevante –sobre el que efectivamente se puede actuar, a diferencia del ambiente externo– que ha llevado a profundizar la caída de la inversión más allá del ciclo minero.
- La incertidumbre generada por las reformas sólo puede revertirse si éstas se mantienen condicionadas a un análisis más profundo que considere su impacto sobre inversión, empleo, productividad y crecimiento.

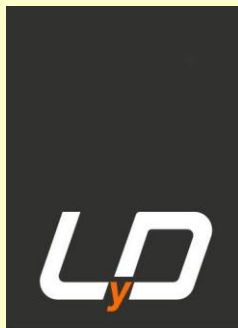
El Banco Central dio a conocer recientemente el último Informe de Política Monetaria (IPoM) del año y, como se anticipaba, las proyecciones de crecimiento e inflación, tanto para el año que termina como para el siguiente, han sido nuevamente corregidas: crecimiento a la baja e inflación al alza.

MAS INFORMACIÓN

<http://www.bcentral.cl/publicaciones/politicas/pdf/ipm122014.pdf>

MENOR CRECIMIENTO

Para 2014 se proyecta un crecimiento de 1,7%, inferior al rango 1,75-2,25% estimado en el informe de septiembre y al de 3,0-4,0% de comienzos de año. La economía continuó desacelerándose durante el tercer trimestre, sin aún mostrar signo alguno de recuperación, con una Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) que sigue cayendo y un consumo cada vez menos dinámico, especialmente en lo que a bienes durables se refiere (vehículos, electrodomésticos, etc). Esto ha generado una caída de la demanda interna ya por tres trimestres consecutivos, tanto en términos interanuales como respecto al trimestre anterior. El país ha logrado no caer en recesión sólo por el comportamiento de la demanda externa¹.



LIBERTAD Y DESARROLLO

TEMAS PÚBLICOS

www.lyd.org

Nº 1.189

19 de diciembre 2014

ISSN 0717-1528

LA INVERSIÓN

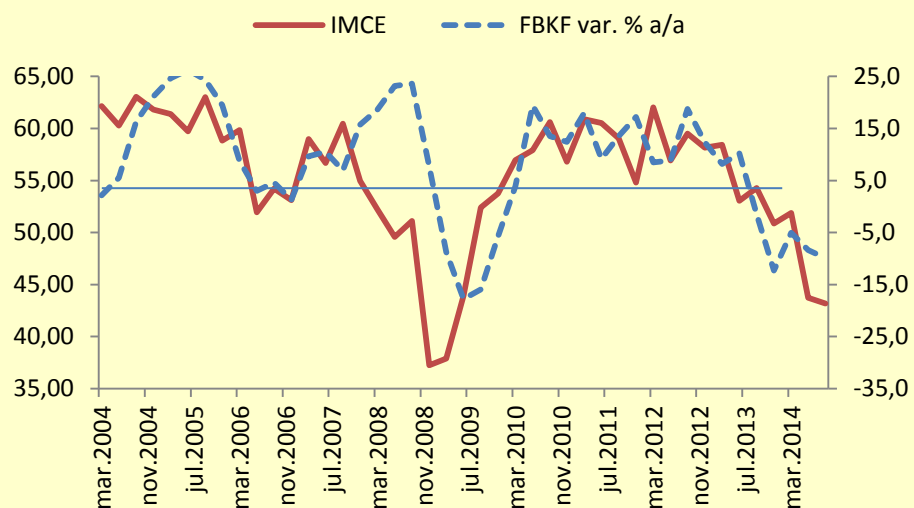
Destaca que la disminución de la inversión (especialmente en maquinaria y equipos) ha sido acompañada por una marcada caída en el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), excluyendo el sector minero.

A comienzos de año, el Banco Central proyectaba una caída de la inversión de 0,8% y en este informe se corrige a una caída de 6,2%. Al indagar en el desplome de la inversión, la discusión acerca de la incidencia de factores externos asociados a la caída del precio del cobre y término del boom de inversión es priorizada en el IPoM frente a factores internos que corresponden al clima de incertidumbre generado por proyectos de reformas radicales que impulsa el Gobierno, y que ha perjudicado las expectativas de empresas y consumidores. La incertidumbre radica en el carácter refundacional de ellas, no existiendo un marco para su discusión. En efecto, la Reforma Tributaria cambió sustantivamente el esquema tributario al generar el sistema atribuido y otro parcialmente integrado. Lo mismo puede ocurrir con las otras reformas en discusión como la de educación y la constitucional, así como con el sistema de salud y previsional. En estas condiciones, no sólo es incierta la reforma que finalmente se aprueba, sino que también sus posibles efectos sobre la actividad económica y, por consiguiente, las decisiones de inversión, contratación y consumo durable que tienen un costo de revertirlas y son postergadas.

Si bien es cierto que es difícil precisar la importancia de los factores internos y externos, existen antecedentes que permiten pensar que efectivamente hay un componente interno relevante –sobre el que efectivamente se puede actuar, a diferencia del ambiente externo– que ha llevado a profundizar la caída de la inversión más allá del ciclo minero.

Entre estos elementos destaca que la disminución de la inversión (especialmente en maquinaria y equipos) ha sido acompañada por una marcada caída en el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), excluyendo el sector minero, lo que muestra un importante deterioro en la percepción del empresariado. Si bien este deterioro no puede ser directamente interpretado como un causante de la menor inversión, pues la causalidad podría ser bidireccional, la percepción empresarial es un elemento que debe considerarse: la apreciación del ambiente de negocios no es el mismo que hace unos años.

EXPECTATIVAS EMPRESARIALES (EXCLUYENDO MINERIA) CAEN JUNTO A FBKF
Gráfico N° 1: IMCE (nivel) y Formación Bruta de Capital Fijo (var. %12 meses)



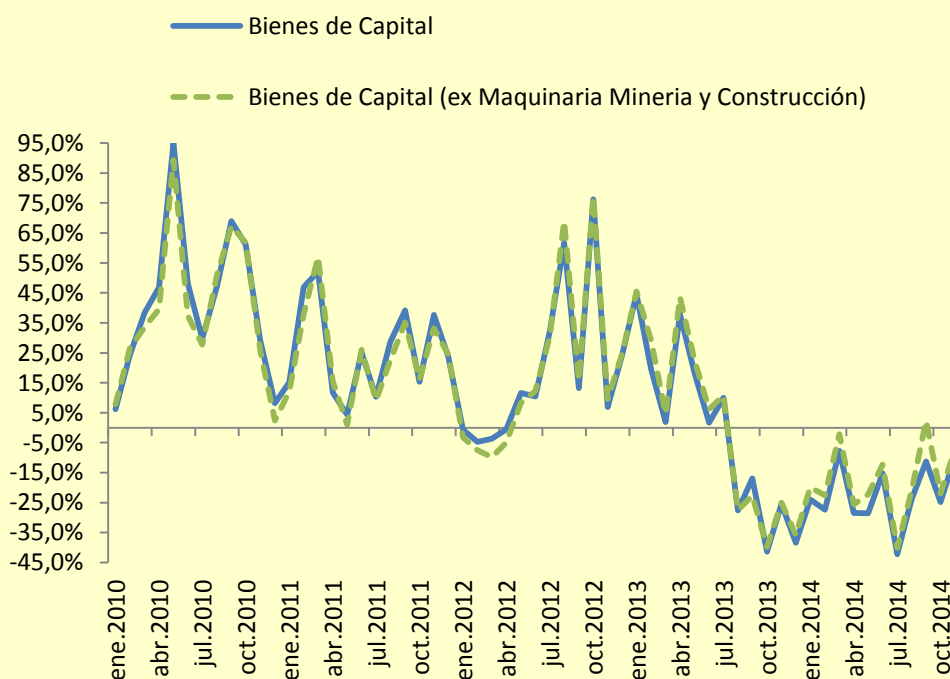
Fuente: Banco Central de Chile I/ ICARE UAI

El IMCE presenta una alta correlación con la FBKF, especialmente cuando se compara con períodos rezagados de la FBKF (coeficiente de correlación de más de 80% con FBKF seis meses después), por lo que puede servir como un buen indicador líder que de pistas de lo que podría suceder en el futuro con la inversión, la cual no parece demasiado alentadora. Esto, en línea con el IPoM, que sugiere un crecimiento del producto de apenas 2,5%-3,5% para 2015 con una expansión de la FBKF de tan sólo 1,9%.

Un segundo elemento a considerar es que la importación de bienes de capital, excluyendo transporte y equipos para la minería, ha presentado una importante caída interanual, que sugeriría que la menor inversión no es un fenómeno exclusivo de la actividad minera, sino más bien algo generalizado en la economía.

LA IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL CAE DE MANERA GENERALIZADA

Gráfico N° 2: Valor en US\$ de la Importación de Bienes de Capital (var. % 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este mismo dato para el cuarto trimestre hace pensar, tal como lo expone el Banco Central en su IPoM, que la baja en la inversión estaría lejos de revertirse, cerrándose el año con una caída del a FBKF de -6,2%.

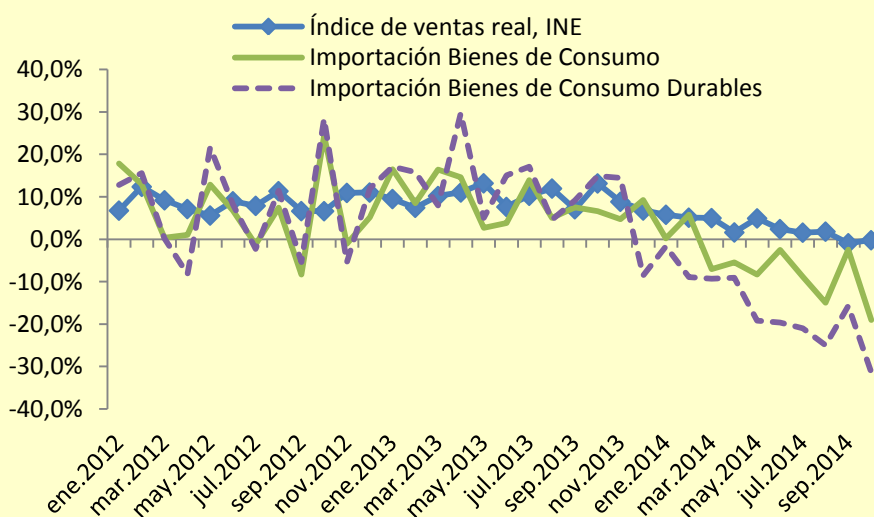
Por último, las condiciones externas en un escenario base serían más favorables debido a la caída del precio del petróleo y mayor crecimiento de la economía global. Un factor de riesgo lo constituye la trayectoria de las tasas de interés largas en EE.UU. que podrían subir abruptamente con la normalización de la política monetaria, incrementando el costo de financiamiento externo y las propias tasas largas domésticas.

EL CONSUMO

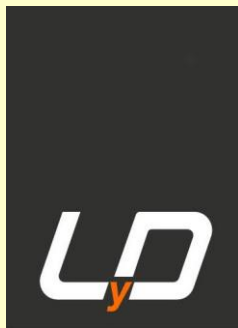
El consumo, si bien no ha presentado caídas como las de la FBKF en los últimos trimestres, sí ha mostrado un muy marcado menor dinamismo. Así, en 2013 la expansión de este componente del gasto fue de un 5,4%, mientras que la proyección para 2014 en este último IPoM es de apenas un 2,4% y de 2,8% para 2015, incluso considerando un gasto público que crecerá por sobre el 9%. Como se mencionó, el consumo de bienes durables, aquel que requiere mucha veces de endeudamiento por parte de los hogares y puede postergarse, ha efectivamente retrocedido en los últimos 2 trimestres de la mano de una menor confianza de los hogares como muestra el índice IPEC y una masa salarial real que cada vez crece menos (especialmente influido por el menor crecimiento de las remuneraciones reales). Datos mensuales de consumo, como Ventas del Comercio Minorista, Importación de Bienes de Consumo (con fuerte caída de los durables) y Ventas de Automóviles, entre otros, muestran esta debilidad del consumo que se acentuaría el próximo año con un incremento en el desempleo.

CRECIMIENTO DEL CONSUMO CADA VEZ MENOS DINÁMICO

Gráfico N° 3: Ventas del Comercio (INE y CNC), Importación de Bienes de Consumo (var. % 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile, INE y CNC.



La importante depreciación del peso frente al dólar ha introducido efectos directos sobre el precio de bienes importados y transables, pero también ha tenido efectos de traspaso aparentemente mayores a los que adelantaba la autoridad monetaria.

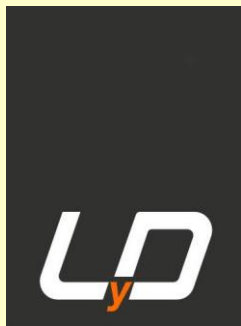
MAYOR INFLACION

En cuanto a la inflación, el 2014 puede caracterizarse como un año bastante sorpresivo. El IPoM de marzo, al igual que las estimaciones privadas a esa altura del año, anticipaba una inflación en torno a 3,4%, lo que fue sistemáticamente corrigiéndose al alza durante el año. Esto, en parte por la importante depreciación del peso frente al dólar –al igual que le ha ocurrido a otras monedas emergentes- que en lo que va del año se acerca al 20%, lo cual ha introducido efectos directos sobre el precio de bienes importados y transables, pero también ha tenido efectos de traspaso aparentemente mayores a los que adelantaba la autoridad monetaria en un contexto de grandes holguras como el actual. A esto se han sumado otros efectos más bien puntuales como alzas en el precio de frutas y verduras frescas y los nuevos impuestos al alcohol, tabaco y bebidas azucaradas que llevaron a que en octubre la inflación medida en 12 meses alcanzara un 5,7%.

Recientemente esta tendencia parece empezar a revertirse, con la caída del precio internacional del crudo y mayores holguras de las previstas, tras tres trimestres donde la demanda interna ha caído, lo que probablemente se traducirá en una convergencia al centro del rango meta del Banco Central más veloz de lo antes previsto durante 2015. De hecho, en este último IPoM se estima que a diciembre de 2015 la inflación medida en 12 meses alcanzaría un moderado 2,8%. Si bien el Banco Central reafirma su sesgo neutral respecto a la tasa de interés de política, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) incluso adelanta una nueva rebaja en la Tasa de Política Monetaria en el primer semestre de 2014.

Sin embargo, no puede descartarse una mayor depreciación del peso considerando el escenario de apreciación global del dólar, mayor caída en el precio del cobre y el clima de deterioro de los indicadores de confianza. Esto incrementaría el traspaso a precios locales y, por consiguiente, una convergencia más lenta de la inflación hacia la meta. Asimismo, la estimación que ha hecho el Banco Central de un crecimiento del PIB de tendencia en el rango 4%-4,5% parece optimista, ya que ésta estaría más bien entre 3%-3,5% lo que restaría espacio para una política monetaria más expansiva.

CAÍDA EN EL PRECIO DEL PETROLEO



LIBERTAD Y DESARROLLO

TEMAS PÚBLICOS

www.lyd.org

Nº 1.189

19 de diciembre 2014

ISSN 0717-1528

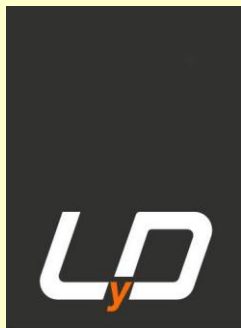
En los últimos días el principal shock que ha afectado a la economía global es la caída de 40% del precio del petróleo a partir de junio pasado.

En los últimos días el principal shock que ha afectado a la economía global es la caída de 40% del precio del petróleo a partir de junio pasado. Si bien era conocido el incremento de la producción debido a la nueva tecnología de “fracking”, no se anticipó la magnitud y rapidez de la caída. El incremento de oferta se explica por la mayor producción en EE.UU., que aumentó su participación desde 6% de la producción mundial en 2010 a 9% en 2014 y por la decisión de Arabia Saudita de mantener su producción. También ha influido en la trayectoria del precio una demanda más débil debido al menor dinamismo de China y otras economías y la mayor eficiencia energética. En la medida en que el principal elemento corresponde al incremento de la oferta, la caída en el precio del petróleo genera efectos positivos para la economía global. Este shock produce una transferencia de ingresos importante entre los pocos países exportadores y los muchos importadores netos de petróleo. En el corto plazo domina el efecto ingreso en los países importadores que incrementa el consumo, generando así un efecto positivo que podría alcanzar hasta 0,5 puntos adicionales en el crecimiento de la economía global. En el mediano plazo, la pérdida de ingreso de los productores lleva a que el efecto global sea menor, pero persiste la disminución de costos para las empresas que significa un menor precio del petróleo. Por cierto, este shock podría tener efectos desestabilizadores para algunas economías emergentes productoras de petróleo como Rusia o Venezuela.

Para Chile, como país importador de petróleo, el menor precio de éste es claramente beneficioso, si consideramos que el gasto en importaciones de petróleo alcanzó US\$ 6.500 millones en 2013, el cual podría caer en un 40%. En general, el menor precio del petróleo permite atenuar el efecto de la caída en el precio del cobre sobre los términos de intercambio. Si consideramos la variación de 1,7% en los términos de intercambio para 2015 que proyecta el Banco Central, el mayor ingreso nacional alcanzaría a alrededor de 0,64% del PIB, lo que atenuaría la disminución en el crecimiento del consumo para 2015.

COMENTARIOS FINALES Y PERSPECTIVAS PARA EL FUTURO

La estimación de crecimiento para 2015 centrada en 3% que hace el IPOM se fundamenta en una expansión de 4% de las exportaciones, estimuladas por la depreciación del tipo de cambio real, por un moderado crecimiento



LIBERTAD Y DESARROLLO

TEMAS PÚBLICOS

www.lyd.org

Nº 1.189

19 de diciembre 2014

ISSN 0717-1528

de la inversión pública y privada de 1,9% y por una expansión del consumo total de 2,8%. En estas predicciones se incorpora una mejora gradual de las expectativas. Sin embargo, el Banco Central no nos dice qué gatillaría el mayor optimismo en los indicadores de confianza. En nuestro análisis, la incertidumbre generada por las reformas sólo puede revertirse si estas se mantienen condicionadas a un análisis más profundo que considere su impacto sobre inversión, empleo, productividad y crecimiento. En el caso específico de la Reforma Tributaria, para evitar sus efectos negativos sobre inversión y crecimiento, debería limitarse el aumento de tasas impositivas a algo en torno a 23% y replantearse las demás medidas considerando aspectos de equidad, pero también de eficiencia.

El Banco Central plantea que el tema de las reformas está fuera de su ámbito de análisis, lo cual es correcto en la etapa de discusión. Sin embargo, una vez aprobados los proyectos, la autoridad monetaria no puede soslayar en su análisis el efecto que tendrán estas reformas sobre la capacidad de crecimiento de tendencia de la economía y, por consiguiente, sobre la conducción de la política monetaria para alcanzar la meta de inflación.

ⁱ Se considera una recesión técnica cuando el PIB cae durante dos trimestres seguidos.