

TRAS EL IPOM DE JUNIO

- Los más recientes datos de actividad y confianza no parecen adelantar una inminente recuperación del dinamismo, sino lo contrario.
- Se ha configurado una compleja situación para el país en el corto plazo, especialmente considerando que las herramientas tradicionales para enfrentar el ciclo económico, la política fiscal y monetaria, ya han sido fuertemente desplegadas.
- La caída en la tasa de inversión -reforma tributaria de por medio-; una productividad estancada desde hace más de una década, y la escasez de reformas para incrementarla; sumada al cambio demográfico que el país experimenta, no parecen consistentes con niveles de crecimiento cercanos al 4%, como estimara recientemente el FMI, sino más bien cercanos al 3%.

PRINCIPIO LYD:

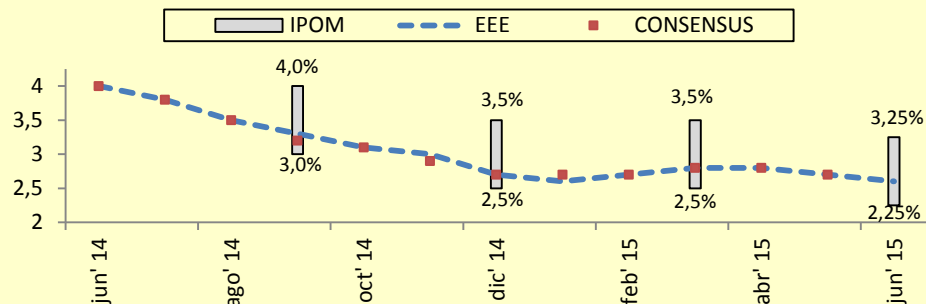
Estabilidad Macroeconómica

De la misma forma en que diversas encuestas han capturado una sistemática caída en las proyecciones de los agentes, el Banco Central (BCCH) ajustó una vez más su proyección a la baja su estimación para el crecimiento del producto en 2015 en su más reciente Informe de Política Monetaria (IPOM). Esta corrección, desde la perspectiva del gasto, se explica por una menor proyección para crecimiento de la Formación Bruta de Capital Fijo (Inversión), desde 1,2% a 0,7%, lo que es compensado por un mayor dinamismo del Consumo Total, desde 2,5% a 2,7%, con lo que son las exportaciones netas las que efectivamente caen.

Más allá de este recorte en las proyecciones, este nuevo IPOM -y sus dos minutas-, entregan antecedentes complementarios respecto al rol de las expectativas y la situación del mercado laboral, que ayudan a entender de mejor manera el actual ciclo negativo que vive nuestra economía, la cual completa 6 trimestres de caída de la inversión, sólo comparable con las peores crisis de los últimos 30 años: la Crisis Asiática y la Crisis Subprime, al menos en materia de inversión en maquinaria y equipos. En este punto, vale la pena recordar que, a diferencia de los dos episodios mencionados, cuando las condiciones externas eran absolutamente críticas para el país, y que, por cierto, se trató de episodios de crisis global. Hoy el escenario mundial resulta bastante más benévolo: los términos de intercambio no han cambiado mayormente pese a la caída del cobre. Gracias al petróleo, nuestros socios comerciales crecen de manera razonable, y las tasas de interés a nivel mundial continúan históricamente bajas¹.

DESDE MEDIADOS DE 2014 QUE VIENEN CAYENDO LAS PROYECCIONES

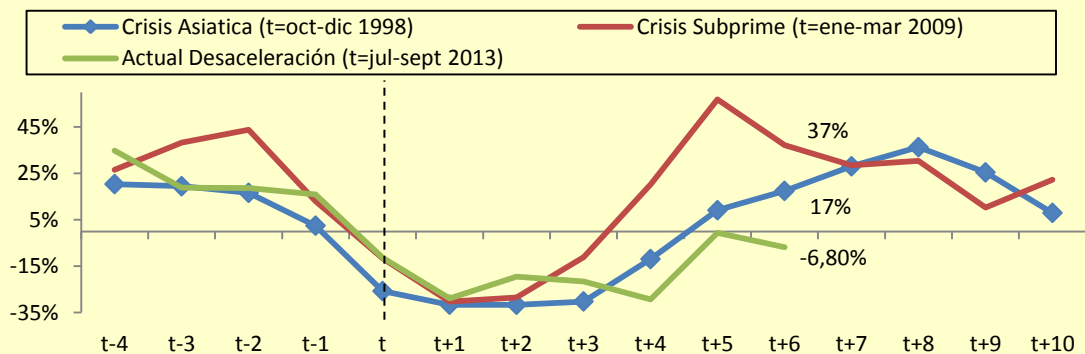
Gráfico N°1: Expectativas PIB 2015 (var. % real)



Fuente: IPOM, Encuesta de Expectativas Económicas del BCCH (EEE), y CONSENSUS FORECAST.

LA CAIDA DE LA INVERSIÓN EN MAQUINARIA Y EQUIPOS ES SÓLO COMPARABLE CON LAS CRISIS ASIÁTICA Y SUBPRIME

Gráfico N°2: Inversión en Maquinaria y Equipos (var. % real en 12 meses)



Fuente: LyD con datos del BCCH, "t" corresponde al primer trimestre de caída interanual de la inversión.

EL ROL DE LA CONFIANZA Y LA INCERTIDUMBRE

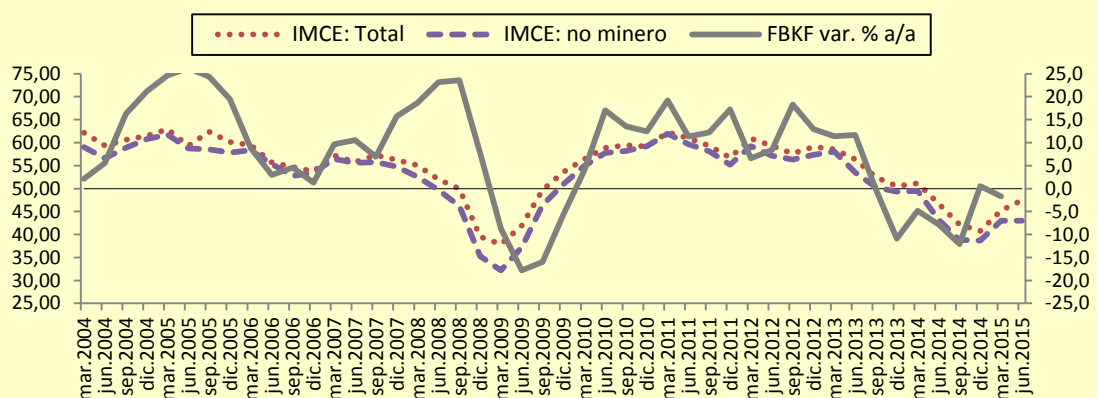
En sus publicaciones, el Banco Central cumple con el rol de dar a conocer el diagnóstico que tiene sobre la economía, orientando así las expectativas. Su lenguaje es preciso y estrictamente técnico. Con frecuencia profundiza algunas áreas con estudios específicos, cumpliendo el rol nuevamente de subrayar áreas donde está profundizando su análisis y con el de dar sustento técnico por sobre cualquier apreciación en su análisis. Es a través de este mecanismo que ha ido ganando en credibilidad y ha logrado anclar las expectativas inflacionarias, incluso en algunos períodos en que ella se muestra más rebelde.

En los últimos informes ha mostrado interés por profundizar en el mercado laboral, para tratar de entender la coherencia de su evolución con el ciclo económico y como

un elemento para monitorear las brechas que existen en la economía. En esta ocasión vuelve a analizar el mercado laboral e incluye un análisis empírico de los efectos de la confianza y la incertidumbre sobre la inversión. Ello, considerando que ya en las publicaciones anteriores del IPOM, el escenario base de proyección del BCCH consideraba una recuperación de los índices de confianza en la primera mitad del año, como condición previa para que la inversión repuntase, lo que finalmente no se dio. Asimismo, otras publicaciones recientes han profundizado en el análisis de la coyuntura del mercado laboral y del traspaso a precios del tipo de cambio, en la búsqueda de afinar el diagnóstico sobre la coyuntura, y son una parte necesaria del rol del BCCH al dar cuenta de los focos (y los riesgos) que éste ve.

LA CONFIANZA (IMCE) MUESTRA UNA INEGABLE CORRELACIÓN CON LA INVERSIÓN

Gráfico N°3: IMCE (nivel) e Inversión (var. % anual)



Fuente: LyD con datos del BCCH, "t" corresponde al primer trimestre de caída interanual de la inversión.

En concreto, el BCCH se aproxima a la relación confianza-inversión a través de un enfoque con datos macro y otro con datos a nivel de empresas individuales. A nivel agregado, se estudia cómo el ciclo mundial, variables macro domésticas, la confianza y la incertidumbre contribuyen al componente cíclico de la inversión en Chile, utilizando especificaciones alternativas -controlando por el ciclo mundial de inversión minera del cobre- con resultados sumamente decisivos para la coyuntura actual: los factores que mayormente explican cada uno de los últimos 3 ciclos recientes de inversión son distintos en cada caso. Mientras en la caída de la inversión total de 2009-2010, el ciclo externo, dependiendo de la especificación utilizada, explicaba entre un 64% y un 83% de la caída en la inversión, y el cambio en la confianza de hecho moderó la caída; en el ciclo actual, entre un 3% y un 4% de la caída es atribuible al ciclo externo, mientras que entre un 23% y un 87% se explicaría por una disminución de la confianza. Los valores más bajos para el impacto tanto del ciclo externo como la confianza, como es de esperarse, se observan al incluir el control por el ciclo mundial de inversión cuprífera. De hecho, en la especificación donde se

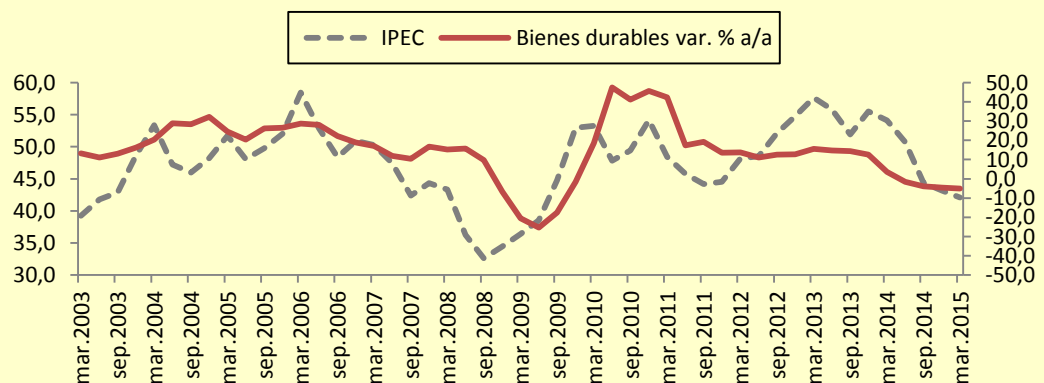
obtiene el 23% de incidencia de la confianza, se le atribuye un 46% al ciclo minero del cobre internacional.

En cuanto al enfoque micro, utilizando un panel de 51 firmas que reportan sus balances a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y los datos para cada una de ellas del Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), el BCCH obtiene resultados consistentes con la evidencia macro: un deterioro de la confianza implica una caída en la inversión de alrededor de 8%, cuantitativamente similar a la caída cíclica de la inversión en 2014, y más bien consistente con las estimaciones macro que más importancia asignan a la confianza.

Adicionalmente, debe considerarse que la confianza de los consumidores, medida por ejemplo a través del Índice de Percepción de la Economía (IPEC), también ha sufrido una importante caída a partir de 2014, lo que correlaciona de manera importante con el consumo, especialmente de bienes durables. Es decir, el factor confianza, antes analizado para la inversión, también impacta adversamente al consumo, componente de la demanda agregada.

EL CONSUMO DE BIENES DURABLES TAMBIEN CAERÍA A LA PAR DE LA CONFIANZA

Gráfico N°4: IPEC (nivel) y Consumo de Bienes Durables (var. % 12 meses)



Fuente: LyD con datos del BCCH.

Ahora bien, al igual que el caso de la inversión, no se puede determinar *a priori* si la caída en las expectativas explica la caída en el consumo de durables o viceversa, por lo que se requiere de mayor investigación para cuantificar la incidencia directa. Sin embargo, al igual que en el caso de las expectativas y la inversión, resulta bastante razonable asumir que existe un impacto no despreciable.



EL MERCADO LABORAL

Estudiar la evolución del mercado laboral no sólo permite evaluar el ciclo desde el punto de vista de la oferta y creación de empleo, sino que entrega información adicional acerca de la dinámica del consumo a través del ingreso disponible de los hogares.

Estudiar la evolución del mercado laboral no sólo permite evaluar el ciclo desde el punto de vista de la oferta y creación de empleo, sino que entrega información adicional acerca de la dinámica del consumo a través del ingreso disponible de los hogares. Esto, considerando la preponderancia del empleo y los salarios en el periodo como fuente de ingresos y determinante del consumo, especialmente si existen restricciones al crédito .

Así, al igual que en su IPOM de marzoⁱⁱ, el BCCH incluye en junio un recuadro y minuta indagando en la situación del mercado laboral chileno. En marzo, fue a través de la llamada Ley de Okun, tradicional observación empírica que correlaciona la tasa de crecimiento del producto -o desviaciones respecto al PIB potencial- con cambios en la tasa de desempleo -o su nivel-, concluyendo que el nivel de desempleo actual sería significativamente más bajo que la experiencia histórica dado el escaso crecimiento. El documento ofrece una explicación “estructural”: la demografía y escolaridad del país han cambiado y hay menos jóvenes, quienes tradicionalmente presentan elevadas tasas de desempleo, entrando más tarde y más educados al mercado laboral, por lo que -a diferencia de décadas pasadas- niveles de desempleo más bajos serían compatibles con un menor crecimiento. De hecho, se estima que la tasa podría ser hoy hasta 1,4 puntos porcentuales (pp) menor por este efecto. Ésta puede ser una muy buena noticia, pero no entrega demasiada información coyuntural respecto a si el mercado laboral está en una peor condición que a comienzos de 2013. Para esto, la minuta explora algunos factores más puntuales que podrían estar detrás del moderado aumento de la tasa de desempleo: el empleo público y minero. Los contrafactuales que se construyen son claros, de no ser por cada uno de estos factores la tasa de desempleo habría sido 0,7pp mayor, en el caso minero, y entre 1,1-1,3pp mayor, en el caso del empleo público.

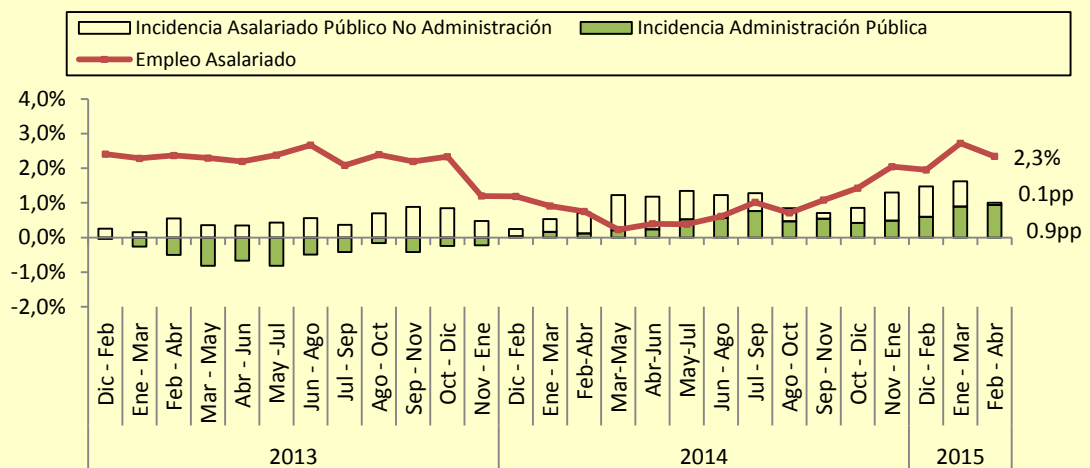
En la minuta de junio, se buscan antecedentes adicionales respecto a la baja tasa de desempleo, pero también hacer frente a una aparente paradoja: el alto crecimiento de los salarios nominales (en torno a 7%) en este contexto de evidente menor dinamismo. Respecto a los antecedentes adicionales, se recuerda que es la creación de empleos asalariados la que estaría superando lo que la experiencia histórica sugiere -no así por cuenta propia-, lo que explica el escaso crecimiento total (0,9%), insistiendo una vez más que la creación de empleo público asalariado explicaría una parte importante del dinamismo.

Esta descomposición, sin embargo, debe mirarse con precaución puesto que el número de los denominados “asalariados públicos” responde a una pregunta de

auto clasificación, por lo que puede estar sujeto a errores y sesgos asociados a las creencias del entrevistadoⁱⁱⁱ. Sin embargo, cuando se compara el número de nuevos asalariados públicos, con aquellos empleos creados en la rama de actividad denominada “Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria”, (una de las 17 ramas tradicionales de actividad a la cual se asignan las personas de acuerdo a las características de la empresa es que esta se desempeña), se aprecia que esta rama explicaría gran parte del aumento reciente, lo que robustece la conclusión.

CRECIMIENTO DEL EMPLEO SE EXPLICA EN GRAN MEDIDA POR LOS ASALARIADOS PÚBLICOS

Gráfico N°5: Empleo Asalariado e Incidencia de la Administración Pública y los Asalariados Públicos



Fuente: LyD con datos del INE.

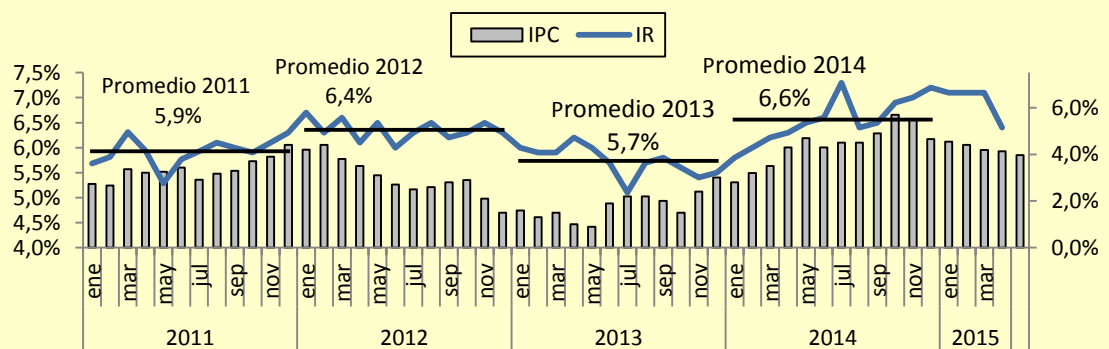
En cuanto al elevado crecimiento nominal de los salarios, el BCCH plantea en esta minuta que una forma de entender el comportamiento de la inflación de los salarios -medido a través del Índice de Remuneraciones del INE- es a través de una ecuación que relaciona esta variable con rezagos de la inflación pasada^{iv}, el crecimiento pasado de la productividad y la brecha de desempleo hace un año, asumiendo constante las expectativas de inflación^v. Las conclusiones de la estimación empírica de dicha ecuación muestran que un incremento de la inflación de un 1% se traduciría en un incremento de los salarios tras un año de entre 0,2% y 0,3%.

Lo anterior implica que nuestra economía sigue mostrando bastante indexación de los salarios, y que las elevadas tasas de inflación que hemos observado, especialmente en el tercer trimestre de 2014, continuarán empujando el crecimiento de los salarios nominales en los meses próximos. A esto se suma las bajísimas tasas de desempleo en el pasado reciente, por debajo de las de tendencia, las cuales

influidas por el empleo público como se mencionó, explicarían también una importante porción de la inercia que han mostrado los salarios. Esta descomposición permite entender que el sostenido crecimiento nominal de los salarios no resulta paradójico, considerando la elevada tasa de inflación del último año y las bajas tasas de desempleo observadas durante 2014.

CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS AÚN REFLEJA ALTA INFLACIÓN DE 2014

Gráfico N°6: Índice de Remuneraciones Nominales e IPC (var. % 12 meses)



Fuente: LyD con datos del INE.

DATOS RECIENTES Y LO QUE VIENE

Los más recientes datos de actividad y confianza no parecen adelantar una inminente recuperación del dinamismo, sino lo contrario. Luego de que el IMACEC de abril decepcionara, tanto el IMCE como el IPEC vuelven a caer en sus últimas mediciones, a raíz de los aparentes rebotes de comienzos de año, por lo que si estos efectivamente preceden a la actividad, se ve difícil pensar en un tercer trimestre demasiado auspicioso. Adicionalmente, las importaciones de bienes de capital, que suelen mostrar una altísima correlación con la inversión en maquinaria y equipos -un coeficiente de 95% contemporáneo en los niveles y las tasas de variación-, presentan una caída de 16% en el cuarto y quinto mes del año respecto de igual período del año anterior, lo que ya confirma un muy mal segundo trimestre.

Todos estos antecedentes configuran una compleja situación para el país en el corto plazo, especialmente considerando que las herramientas tradicionales para enfrentar el ciclo económico, la política fiscal y monetaria, ya han sido fuertemente desplegadas: el gasto fiscal (sin intereses) ha aumentado en un 7,9% durante los primeros 4 meses del año 2015, lo que es -al menos parcialmente- neutralizado por una mayor carga impositiva; mientras que la Tasa de Política Monetaria se ubica desde fines de 2014 en un 3,0% nominal, lo que en términos reales equivale a una

tasa de interés negativa, y que como ya adelanta el mercado, muy probablemente no cuente con espacio para nuevas bajas.

Pero más preocupante resulta la situación de mediano plazo. La caída en la tasa de inversión -Reforma Tributaria de por medio-, que determina el stock de capital futuro; una productividad estancada desde hace más de una década, y la escasez de reformas para incrementarla; sumada al cambio demográfico que el país experimenta, no parecen consistentes con niveles de crecimiento cercanos al 4% como estimara recientemente el FMI, sino más bien cercanos al 3%^{vi}, cifra absolutamente decepcionante.

ⁱ Aunque no exento de riesgo, como el alza de tasas en EE.UU., la situación griega, el menor dinamismo de China, etc.

ⁱⁱ http://www.bcentral.cl/publicaciones/politicas/pdf/MinutasIPOM_032015.pdf

ⁱⁱⁱ Presentación Comité Técnico Encuesta Nacional de Empleo, 14 de Mayo de 2015

^{iv} En un polinomio del a forma $0.7 * 1/2 * (\pi(-1) + \pi(-2)) + 0.3 * 1/3 (\pi(-1) + \pi(-2) + \pi(-3))$

^v Las expectativas de inflación futura son determinantes, y no las omite sino que las asume constantes, puesto que la meta de inflación del BCCH es desde hace ya años considerada como sumamente creíble.

^{vi} <http://clapes.uc.cl/wp-content/uploads/2015/05/Informe-Macroecono--mico-Clapes-UC.pdf>