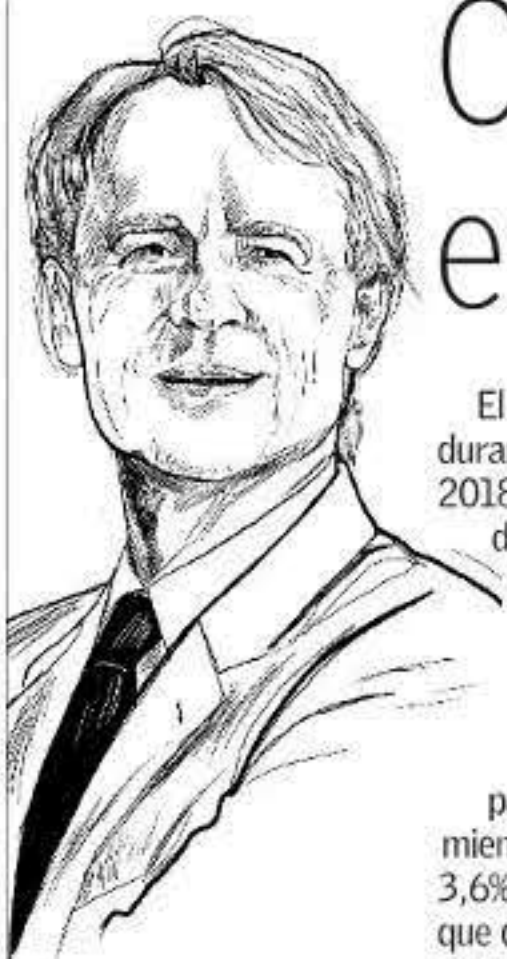


DE
PUÑO
Y
LETRA

KLAUS
SCHMIDT-HEBBEL

Profesor, Universidad
del Desarrollo



Crecimiento y política monetaria en EE.UU. y en Chile

El crecimiento económico de Chile se ha moderado durante este año, después de un vigoroso desempeño en 2018. ¿Cuáles son las causas globales y cuáles son las domésticas? ¿Cuánto es cíclico y qué es estructural? ¿Cuáles son las perspectivas para el crecimiento futuro del país?

La economía mundial

El escenario base de las proyecciones mundiales para 2019-2020 del FMI es aún muy bueno: un crecimiento promedio de 3,5% y una inflación promedio de 3,6%. Pero el mundo enfrenta grandes y crecientes riesgos, que definen escenarios alternativos, los cuales apuntan a un menor crecimiento e incluso a una recesión mundial. Entre los riesgos mayores están la guerra comercial entre EE.UU. y China, el Brexit y las tensiones geopolíticas entre poderes mundiales. Los mercados globales de capitales, monedas y *commodities* se han resentido debido a estos riesgos, exhibiendo altas volatilidades y significativos ajustes de precios.

EE.UU.

La proyección actual del Banco de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) para el crecimiento de EE.UU. es de 2,0% promedio para 2019-2020. Hoy la economía de EE.UU. está en pleno empleo, con una tasa de desempleo de 3,6% —el desempleo más bajo desde 1970!— Este sobrecalentamiento de EE.UU. se observa al final del periodo de *boom* de crecimiento más largo de la historia americana desde 1854, cubriendo 10 años exactos, desde julio de 2009 hasta junio de 2019. Además viene acompañado por el cuarto

periodo más extendido de alzas de precios de acciones en EE.UU. desde 1925: un *bull market* que ya cumple 10,5 años de duración.

A la luz de los riesgos globales y el sobrecalentamiento de la economía, los modelos y los analistas han elevado las estimaciones de la probabilidad de una recesión para los siguientes 12 meses en EE.UU. El modelo de la Fed, basado en datos financieros, proyecta una probabilidad de recesión que ha aumentado desde un 8% hace un año a un 29,6% ahora. La encuesta más reciente a 54 departamentos de estudios arroja una probabilidad de recesión de 24% para los siguientes 12 meses.

Ante la disyuntiva de seguir aumentando su tasa de política monetaria (TPM) para hacer frente a la coyuntura sobrecalentada o de

anticiparse a un enfriamiento futuro de la economía, bajando la TPM, la Fed se está inclinando por la segunda opción. Así, los mercados anticipan unánimemente una reducción desde 2,5% a 2,25% en la próxima reunión del 31 de julio, seguida de posibles disminuciones adicionales de la TPM. Esta política monetaria más expansiva, que complementa la política fiscal muy expansiva de Trump, significa echar más bencina a la hoguera del sobrecalentamiento actual. Además, una TPM baja y un déficit público elevado, adoptados en la actual fase del ciclo, no deja mucho espacio para adoptar políticas macroeconómicas fuertemente expansivas cuando realmente se requieran, al inicio de una recesión.

Chile

Mientras que en 2014-2017 la economía mundial crecía a una tasa promedio anual de 3,5%, Chile lo hacía a la mitad durante Bachelet II: un 1,8% promedio anual. Este mediocre resultado fue consecuencia de la caída del precio internacional del cobre, de malas reformas adoptadas bajo Bachelet II (tributaria y laboral, en particular), de la incertidumbre por los anuncios de otras reformas potencialmente dañinas (Constitución, pensiones) y de una política fiscal insostenible. Todo ello dañó las expectativas de consumidores y empresarios, haciendo caer la inversión en cada uno de los cuatro años del gobierno anterior.

Piñera II revirtió las expectativas adversas, con lo cual

Distintas medidas del crecimiento económico

Brecha de actividad y tasas de crecimiento del PIB efectivo, PIB minero, PIB no minero y PIB potencial, 2016 - 2021 (%).

	PIB efectivo (FMI)	PIB efectivo (BCCh)			PIB No Minero	
		Total	No Minero	Minero	Potencial	Brecha
2016	1,7	1,6	2,0	-2,1	2,4	-0,3
2017	1,3	1,5	1,6	-1,8	2,5	-1,2
2018	4,0	4,0	3,9	5,2	3,1	-0,4
2019	3,4	3,1	3,0	3,8	3,3	-0,7
2020	3,2	3,5	3,7	2,0	3,4	-0,4
2021	3,0	3,5	3,6	2,8	3,4	-0,1

Notas: el PIB No Minero refleja el 88,1% del PIB total. La brecha es la diferencia entre el PIB No Minero efectivo y el PIB No Minero potencial.

Fuentes: IPoM (BCCh), junio 2019 y WED (FMI), abril 2019.

EL MERCURIO

comenzó a recuperarse la inversión y la actividad en 2018, que crecieron a robustas tasas de 4,7% y 4,0%, respectivamente. Pero desde inicios de este año se ajustan las expectativas domésticas a la baja, reflejando la incertidumbre global y la baja disposición de la mayoría parlamentaria para discutir y revisar las propuestas de importantes reformas que ha propuesto el Gobierno. Con ello el crecimiento de la demanda y de la actividad ha disminuido notoriamente. Para el segundo semestre se anticipa una recuperación, con lo cual el Banco Central de Chile (BCCh) proyecta un crecimiento del PIB de 3,1% en 2019 y de 3,5% en 2020. Este escenario base del BCCh está asociado a escenarios de riesgo, pero que son muy moderados, excluyendo la posibilidad de recesión global y doméstica.

¿Qué dicen los datos históricos del Índice Mensual de Actividad Económica (Imacec) trimestral, disponibles para 1997.I-2019.I? Pues bien, en estos 22 años el crecimiento promedio anualizado fue de 3,9% y la distribución de probabilidades de tasas de crecimiento indica episodios de baja probabilidad pero intensa caída del Imacec. La frecuencia de crecimientos negativos fue de 15,9%. Aunque este dato sirve de referencia útil, no representa la probabilidad actual de una recesión futura en Chile, porque las condiciones actuales —estructurales y cíclicas, internas y externas— no son las del pasado. Por ejemplo, si los países desarrollados cayeran en recesión —como en 2008-2009—, la probabilidad de recesión en Chile sería superior al 15,9%.

Volviendo al BCCh, este sorprendió al mercado y a los analistas hace dos semanas, al reducir su TPM desde 3,0% a 2,5%. Son excepcionales —y lo deben ser— las ocasiones en que los bancos centrales ajustan sus tasas de política en más de 25 puntos base. Ocurren cuando se producen cambios grandes y no anticipados en las condiciones co-

yunturales o, alternativamente, en los modelos y las estimaciones de variables no observables que los bancos utilizan para evaluar el estado de la economía y la conducción de su política monetaria. Como expone bien el BCCh en su Informe de Política Monetaria de junio, las dos razones anteriores motivaron su reciente decisión. Primero, la actividad y los precios fueron más débiles en los últimos meses a lo anticipado previamente. Segundo, el BCCh corrigió sus estimaciones de variables inobservables claves. Debido a la significativa inmigración que eleva la oferta de trabajo, el BCCh corrigió hacia arriba sus estimaciones de los niveles de PIB potencial y tendencial. Con ello, su estimación de la brecha de actividad (la diferencia entre PIB efectivo y potencial) se hizo más negativa. Finalmente, el Banco Central redujo de 4,25% a 4% su estimación de la TPM neutral.

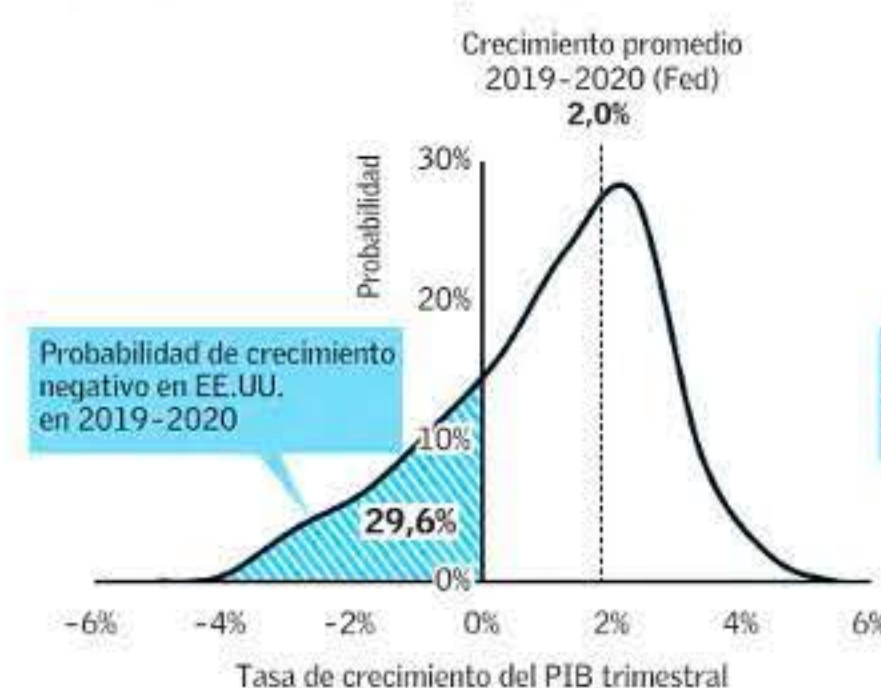
Así, el BCCh proyecta un crecimiento del PIB no minero efectivo de 3,6-3,7% en 2020-2021, superior al crecimiento del PIB no minero potencial, proyectado en 3,4% en ambos años. Con ello, la actual brecha de actividad, estimada en -0,7%, convergería a cero en 2021-2022. Por supuesto, estas proyecciones son las del escenario base para Chile, que supone una continuación de las favorables condiciones del escenario base global.

Para el largo plazo —vale decir, todo el decenio 2019-2028— el BCCh proyecta un crecimiento del PIB tendencial total de 3,4% anual. Estimo que detrás de esta proyección está el supuesto de que una parte de las muy necesarias reformas emblemáticas del gobierno de Piñera son aprobadas por el Congreso. En mi opinión, si todas fueran aprobadas y complementadas por necesarios cambios regulatorios y administrativos adicionales, Chile podría alcanzar un crecimiento tendencial de 4% anual. De lo contrario, sin reformas ni cambios regulatorios y de la administración del Estado, Chile volverá a crecer al 2% anual o menos.

EL MUNDO
ENFRENTA
GRANDES Y
CRECIENTES
RIESGOS, QUE
DEFINEN
ESCENARIOS
ALTERNATIVOS.

Crecimiento de EE.UU. en 2019 - 2020

Distribución de probabilidades del crecimiento del PIB trimestral desestacionalizado para 2019 - 2020

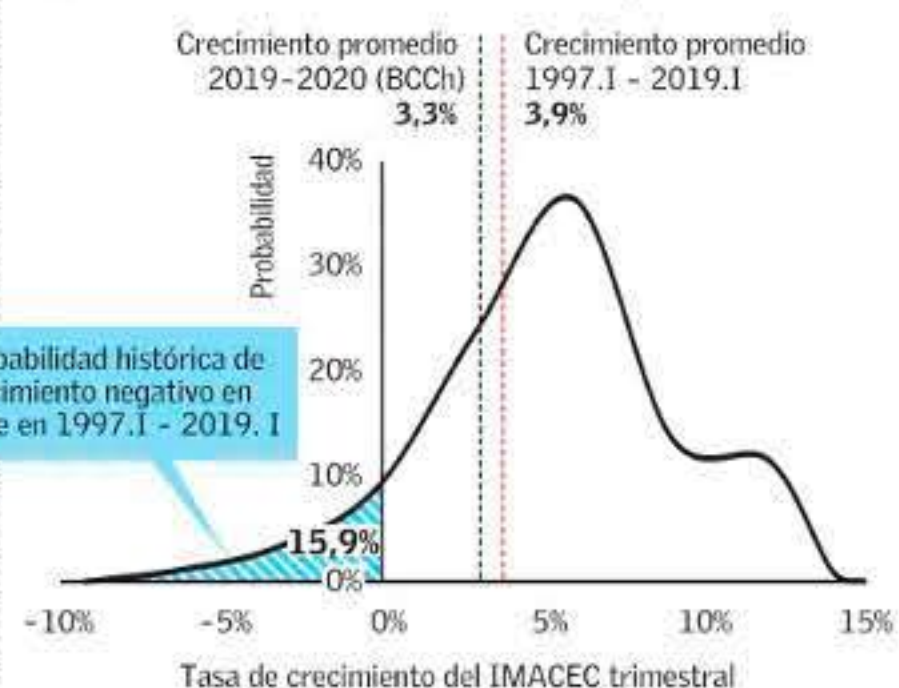


Nota: La distribución de probabilidades se obtuvo mediante una traslación de la distribución de probabilidades del crecimiento del PIB trimestral desestacionalizado histórico de EE.UU. en el periodo 1980.I - 2019.I. Esta traslación se realizó con el objetivo de que la probabilidad de crecimiento negativo fuese equivalente a la calculada por la Fed en junio 2019.

Fuente: Elaboración del autor basado en datos de la Fed, junio 2019.

Crecimiento económico de Chile

Distribución de probabilidades del crecimiento del IMACEC trimestral desestacionalizado anualizado, 1997.I - 2019.I



Fuente: Elaboración del autor basado en datos del BCCh, junio 2019.