

Prosperidad: Oportunidades y Desafíos

Aldo Lema

***Economista Jefe de Grupo Security
Profesor Asociado Pontificia Universidad Católica de Chile
Socio de Vixion Consultores***

Universidad de Montevideo

23 de Setiembre de 2010

www.aldolema.com

www.security.cl

www.vixionconsultores.com

alema@security.cl

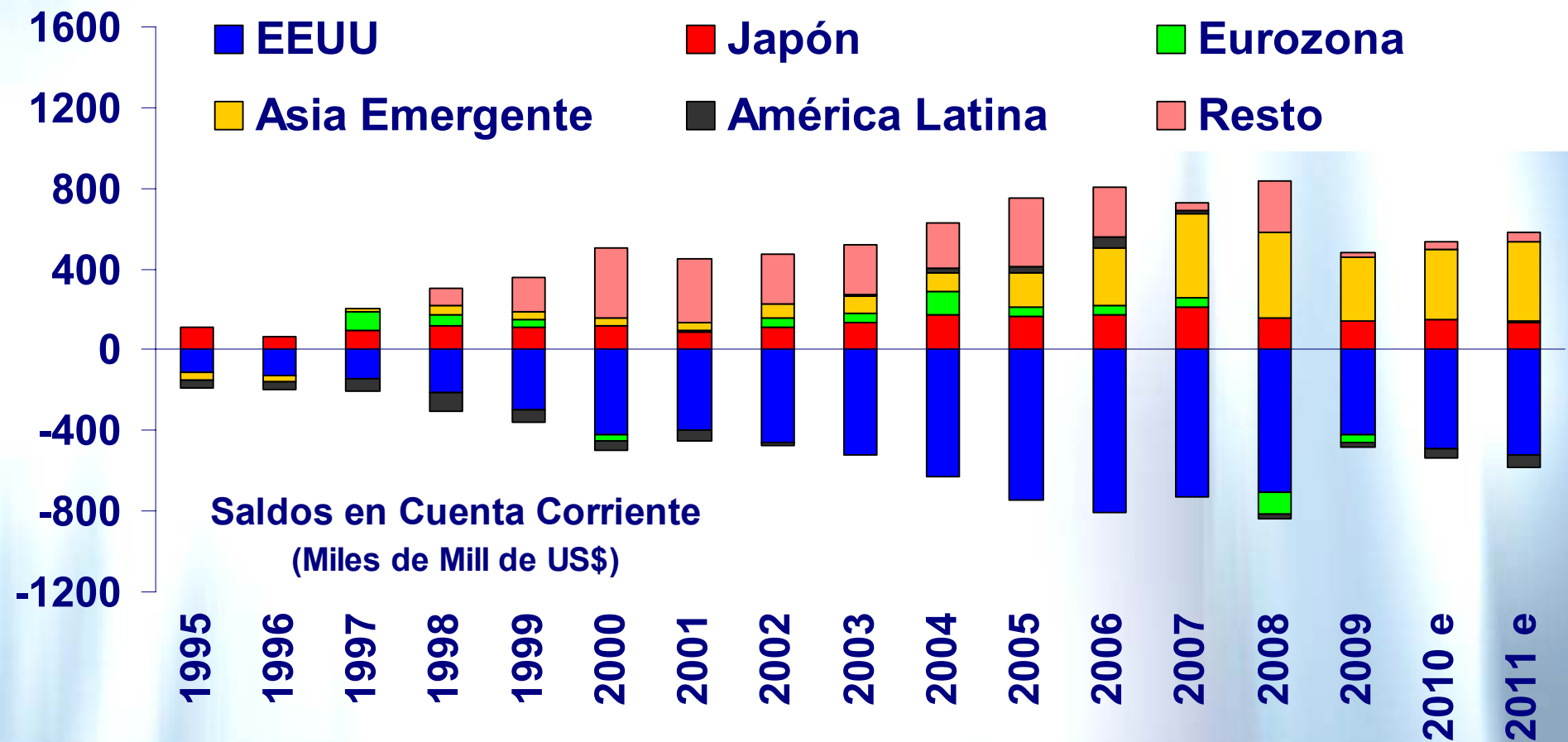
De los Brotes Verdes a una Cosecha Heterogénea

- 2009: Brotes verdes en el mundo.
- 2010: Pobre cosecha en los países desarrollados y muy abundante en los emergentes.
- El desacople sigue vigente => prolongación de la prosperidad de la región y de Uruguay.
- ¿Por cuánto tiempo? ¿Se sostendrá la reactivación global o tendremos una recaída? ¿Basta con el impulso de China? ¿Cuáles son las oportunidades y desafíos que el nuevo escenario económico le impone a las políticas públicas y al sector privado?

El Mundo no Cambió Tanto

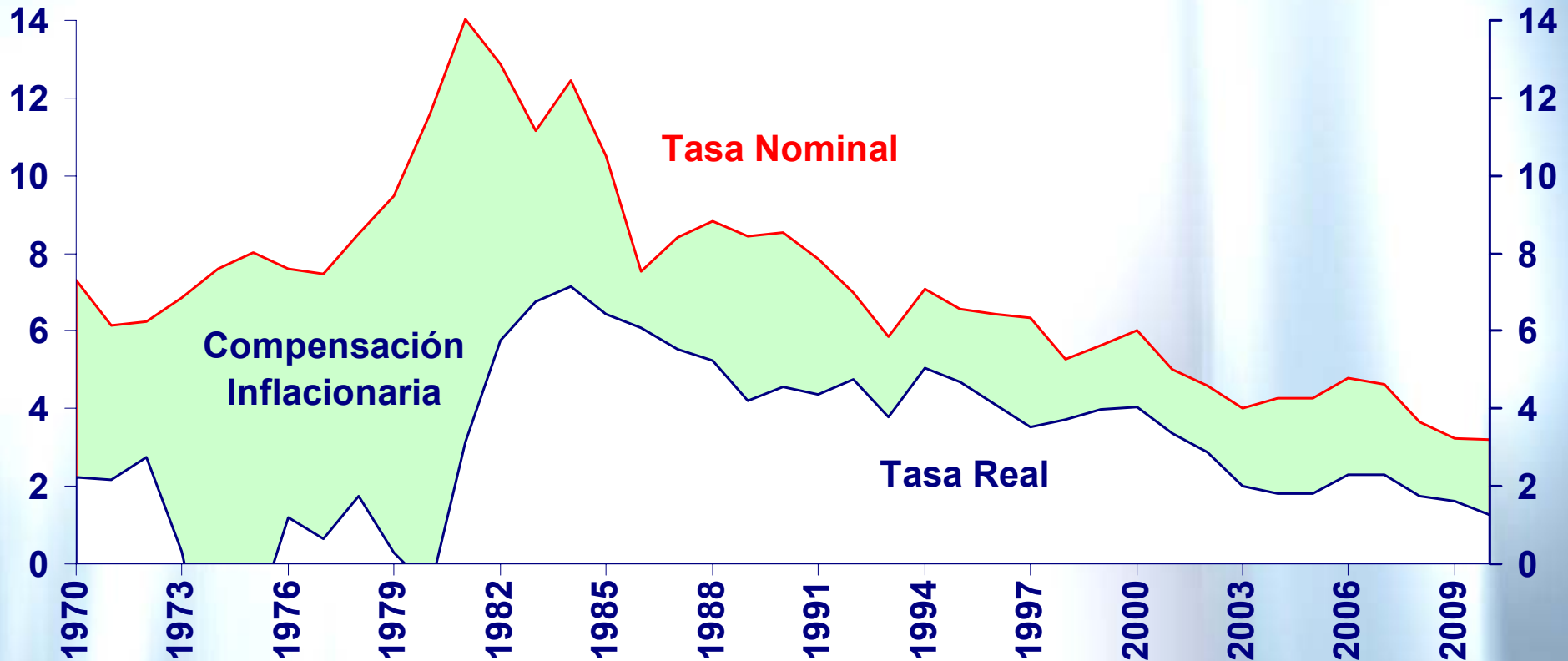
- No fue el fin del capitalismo, ni del mundo reglobalizado.
- No más Estado en el sentido de los '30 (Estados totalitarios, Estados “productivos”), ni represión financiera.
- Continúan los excesos de ahorro y el déficit de activos: ¿dónde veremos la próxima burbuja?
- Seguimos en un mundo de tasas de interés bajas.
- Persiste el rol de China, India y Asia en general: presiones desinflacionarias y piso más alto para el crecimiento mundial.

El Mundo no Cambió Tanto: Los excesos de ahorro persisten

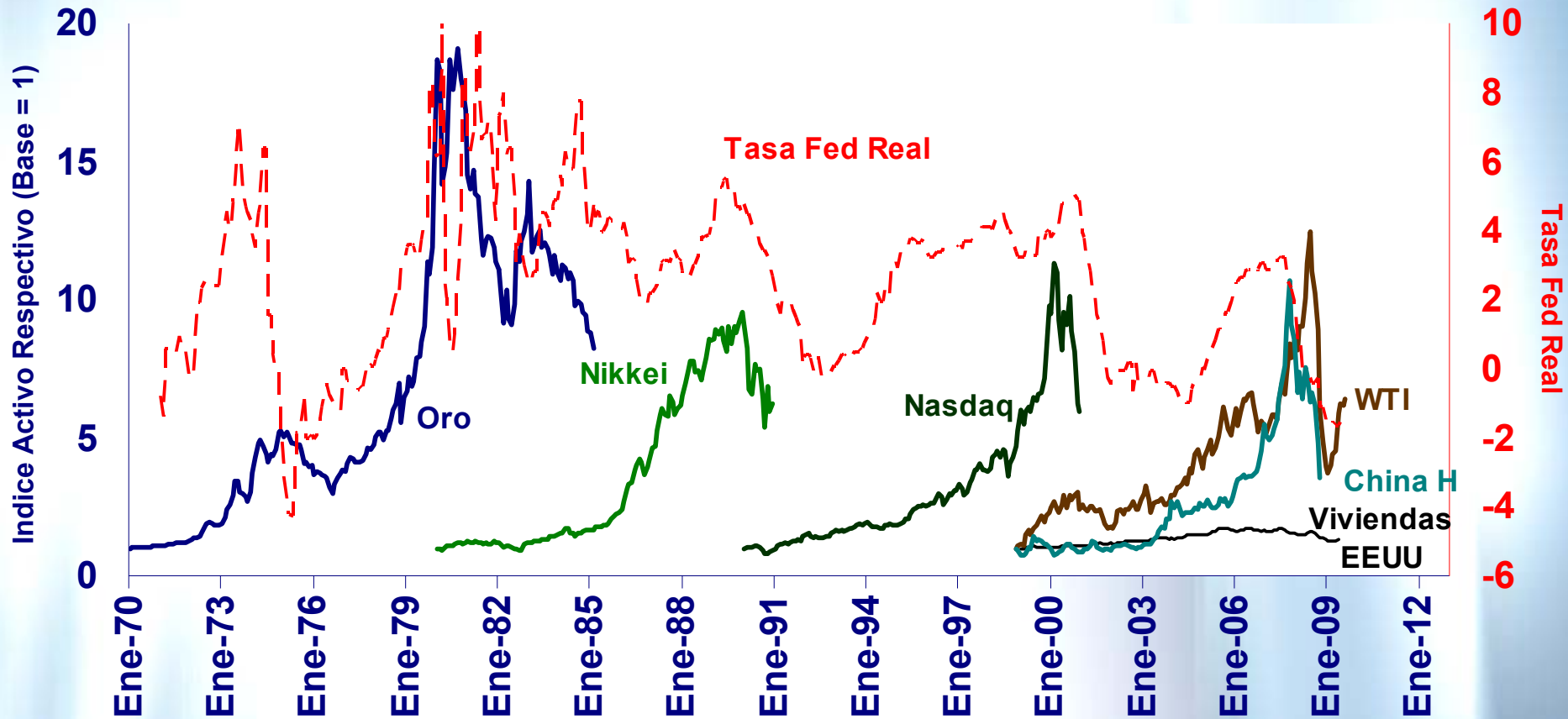


El Mundo no Cambió Tanto: Seguimos con tasas bajas

Tasas de interés a 10 años en EEUU



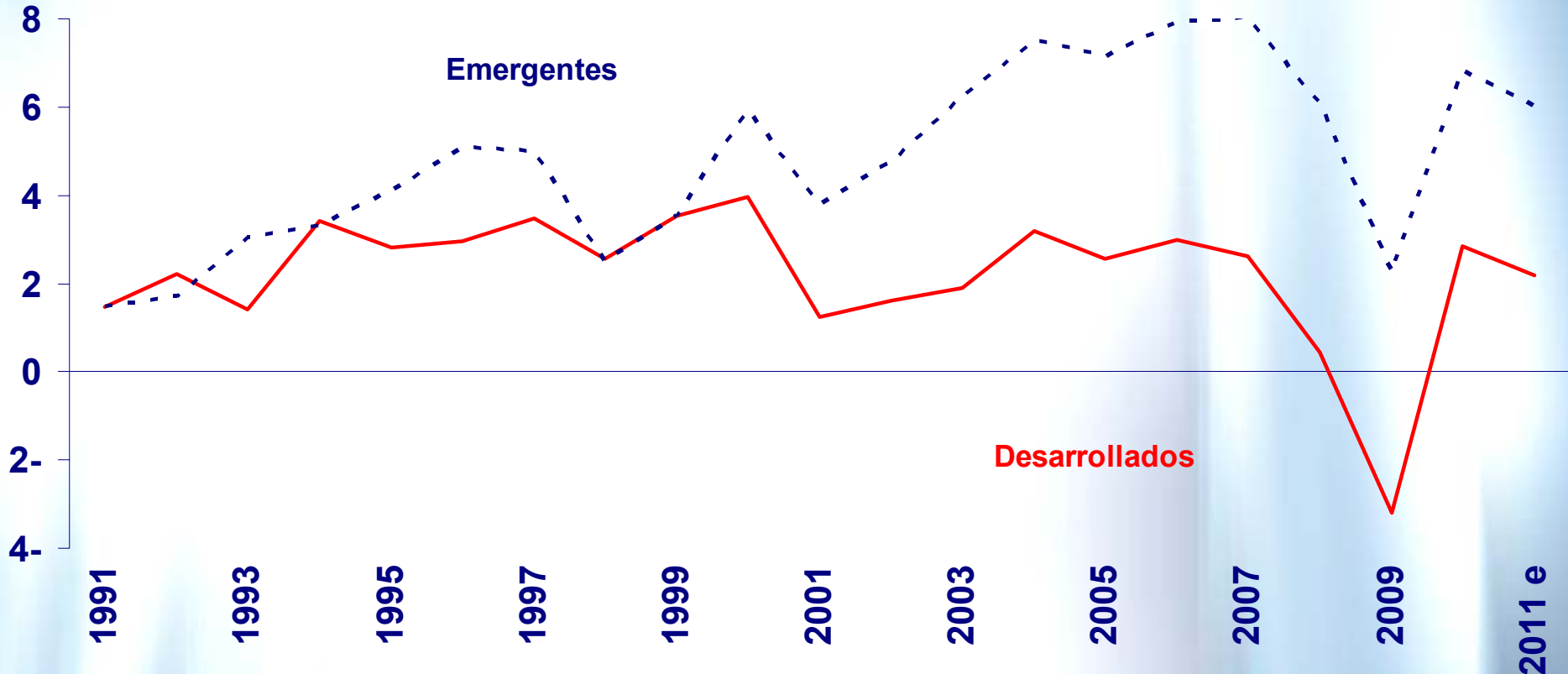
El Mundo no Cambió Tanto: Se mantiene el déficit estructural de activos



Sigue la rotación la inflación de activos (burbujas): ¿veremos la próxima en los países emergentes?

El Mundo no Cambió Tanto: Desacople entre Emergentes y Desarrollados

Crecimiento del PIB

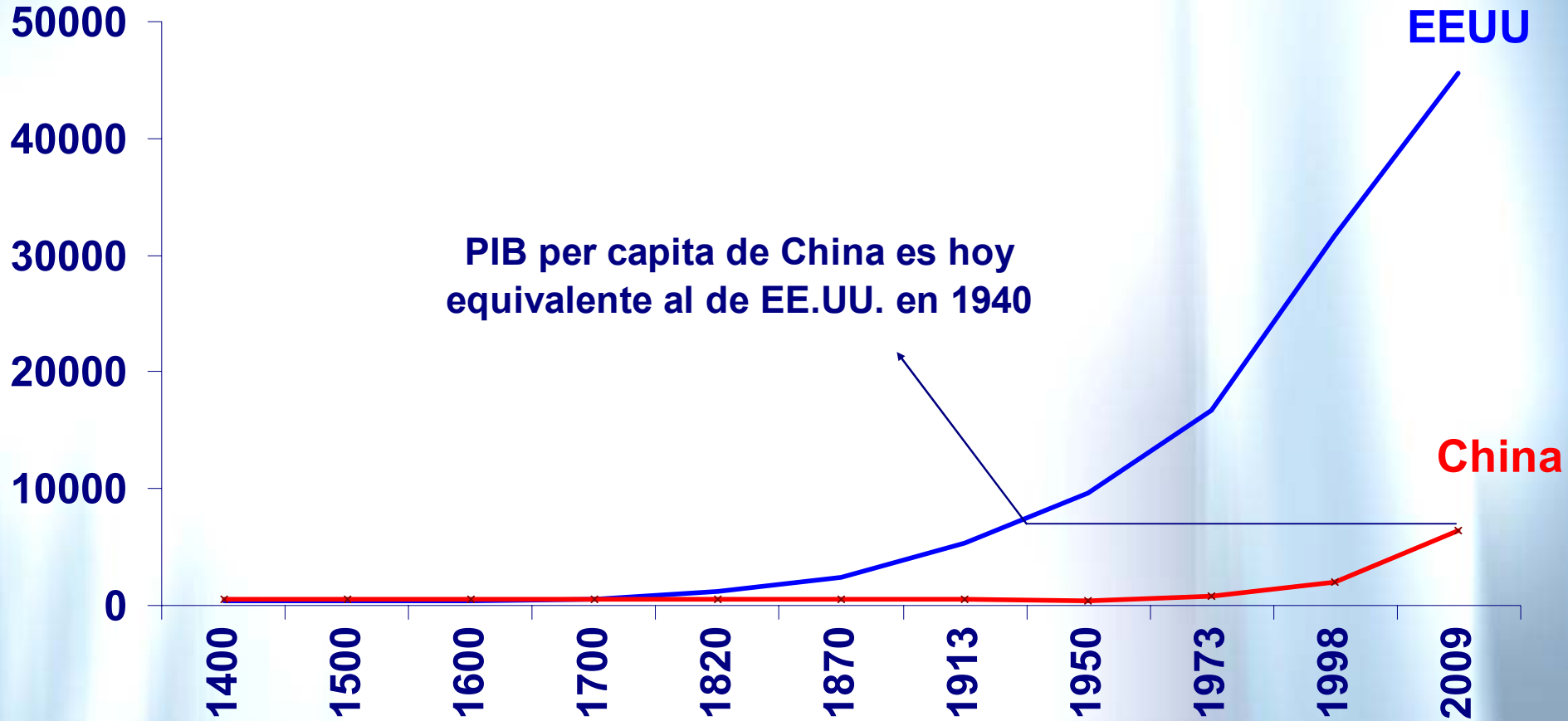


Factores: China, mejor macro en emergentes, fortaleza de sus sistemas financieros y menor dependencia de los desarrollados

China: Austeridad para la Prosperidad

- Crecimiento próxima década: en torno a 8% según estimaciones disponibles (FMI).
- Expansión acompañada con altas tasas de ahorro internas.
 - Continuos superávits en las cuentas externas.
 - Sin depender del financiamiento externo.
 - Exportador de ahorro, sobre todo a EE.UU.
 - Sin depender del financiamiento externo.
- Más frugalidad que exceso de gasto: Consecuencias:
 - Yuan depreciado (sin generar presiones inflacionarias).
 - Ayuda a la estabilidad mundial de precios y a las menores tasas de interés globales.

El Mundo no Cambió Tanto: Sigue el crecimiento y la desinflación desde China



PIB per cápita en US\$, basado en paridad de poder de compra

China: Alto Crecimiento Potencial

Table 1. Growth accounting (1978-2015); change, in percent

	1978-94	1995-2009	2010-15	2016-20
Potential GDP growth	9.9	9.6	8.4	7.0
Employment growth	3.3	1.0	0.2	-0.5
Labor productivity growth	6.4	8.6	8.2	7.5
From TFP growth	3.0	2.7	2.3	2.3
From higher H/L	0.5	0.3	0.5	0.6
From higher K/L ratio	2.9	5.5 **	5.4 ***	4.6
Memorandum items (in percent)				
Investment/GDP ratio (period average)	30.0	37.3	41.1	39.1

Source: NBS, and staff estimates.

* Methodology as in Kuijs and Wang (2006), but with human capital.

** The contribution from higher K/L is much higher in 2000-09 than in 1994-99.

*** This is influenced by the dramatic increase in investment in 2009.

China: Riesgos de Crisis Acotados

- Sobrecalentamiento:
 - Acotado por menor expansión mundial.
 - Ajustes de política de las autoridades.
- Ajuste de inflación de activos (burbujas):
 - No hay evidencia concluyente.
 - Consecuencias podrían amortiguarse:
 - ✓ Bajo endeudamiento del sector público.
 - ✓ Fuerte intervención estatal el sistema bancario.
- Sobreenfriamiento: poco probable.

EEUU: La historia no se repite, pero rima

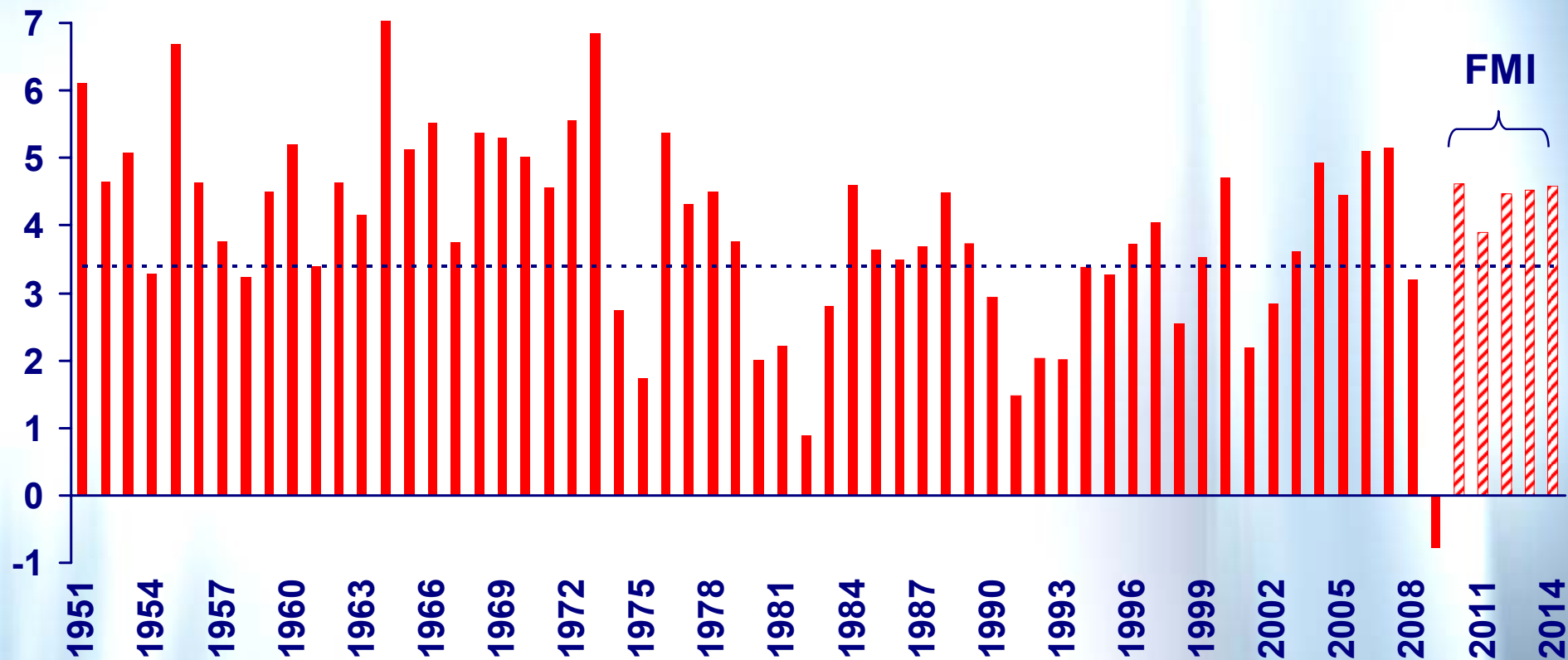
- *“La economía de EE.UU. sigue casi grogui...la contracción actual ya es el período más prolongado de debilidad sostenida desde la Gran Depresión...Dislocaciones únicas...que tardarán años en corregirse. Entre ellas: la falta de empleo, la resaca de la deuda, la contracción de la industria de la defensa, el colapso bancario, la depresión inmobiliaria, la explosión en los costos de salud y el déficit federal desatado.*

Time, Setiembre 1992

- Recuperación lenta e incierta por daños en sistema financiero y desendeudamiento privado.
- Política fiscal clave: estimuladores vs consolidadores.

Sin grandes cambios en las megatendencias, la salida de la crisis ha sido tipo “V”

Crecimiento del PIB (%)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

En Resumen: Bonanza Extendida para Emergentes

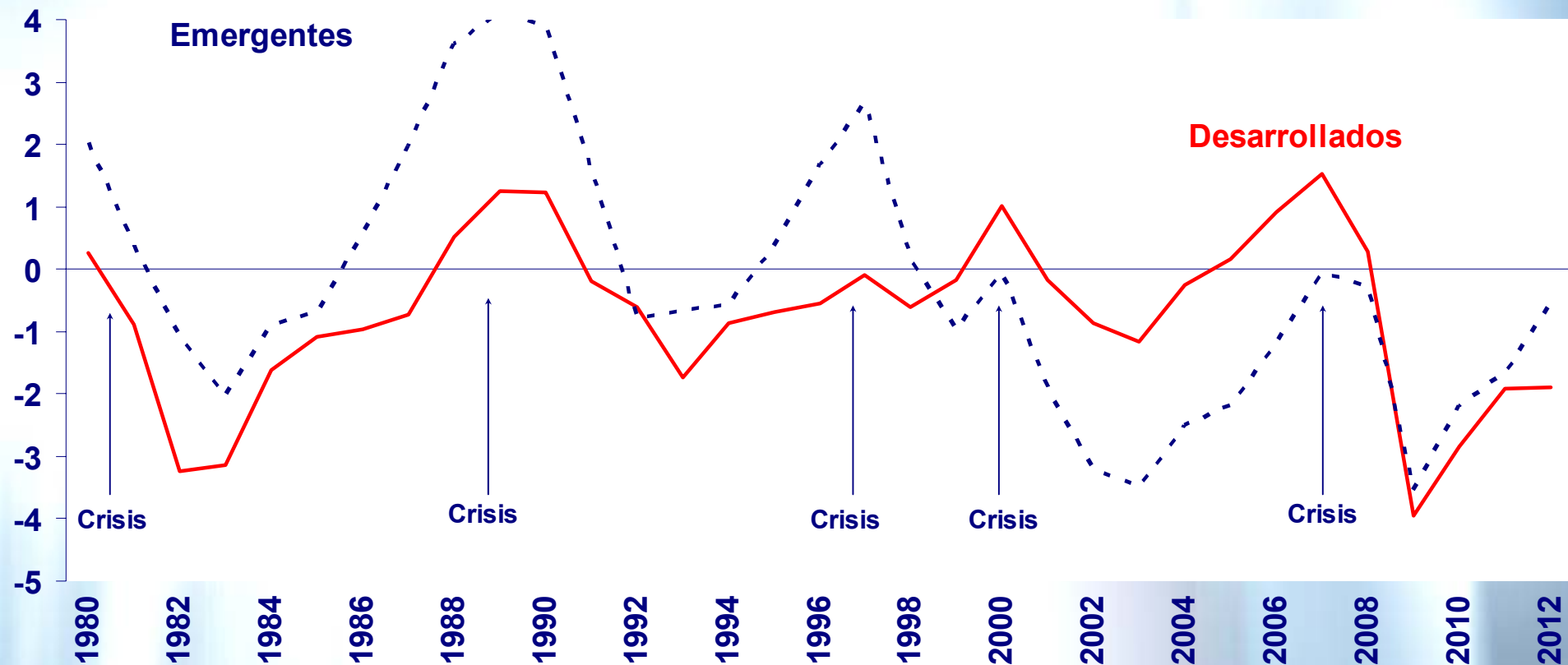
- El crecimiento de la economía mundial convergería al promedio histórico (4%) impulsado por los emergentes.
- Europa ha comprado tiempo, pero sigue en un equilibrio frágil: riesgo de reestructuraciones y caída del euro.
- Los precios de las materias primas continuarían altos, favorecidos por la reactivación y el dólar débil.
- La inflación se mantendría contenida por la gran capacidad ociosa y las expectativas de precios ancladas.
- Seguimos en un mundo de tasas de interés bajas, déficit de activos de bajo riesgo y rotación de burbujas → países emergentes grandes beneficiados.

Bonanza Extendida: Riesgos

- Bonanza podría estar vigente mientras no se incuben grandes desequilibrios en materia inflacionaria y/o financiera
- Ni escenario deflacionario, ni desborde inflacionario => Estabilidad de precios justificada en:
 - Amplias holguras de capacidad.
 - Alto desempleo
 - Anclaje de las expectativas inflacionarias.
- Riesgo de burbujas o reventones aún lejano: señales (alfileres)
 1. Pleno empleo e inflación en bienes y servicios.
 2. Necesidad de retirar estímulos.
 3. Largo período con baja volatilidad: riesgos subestimados.

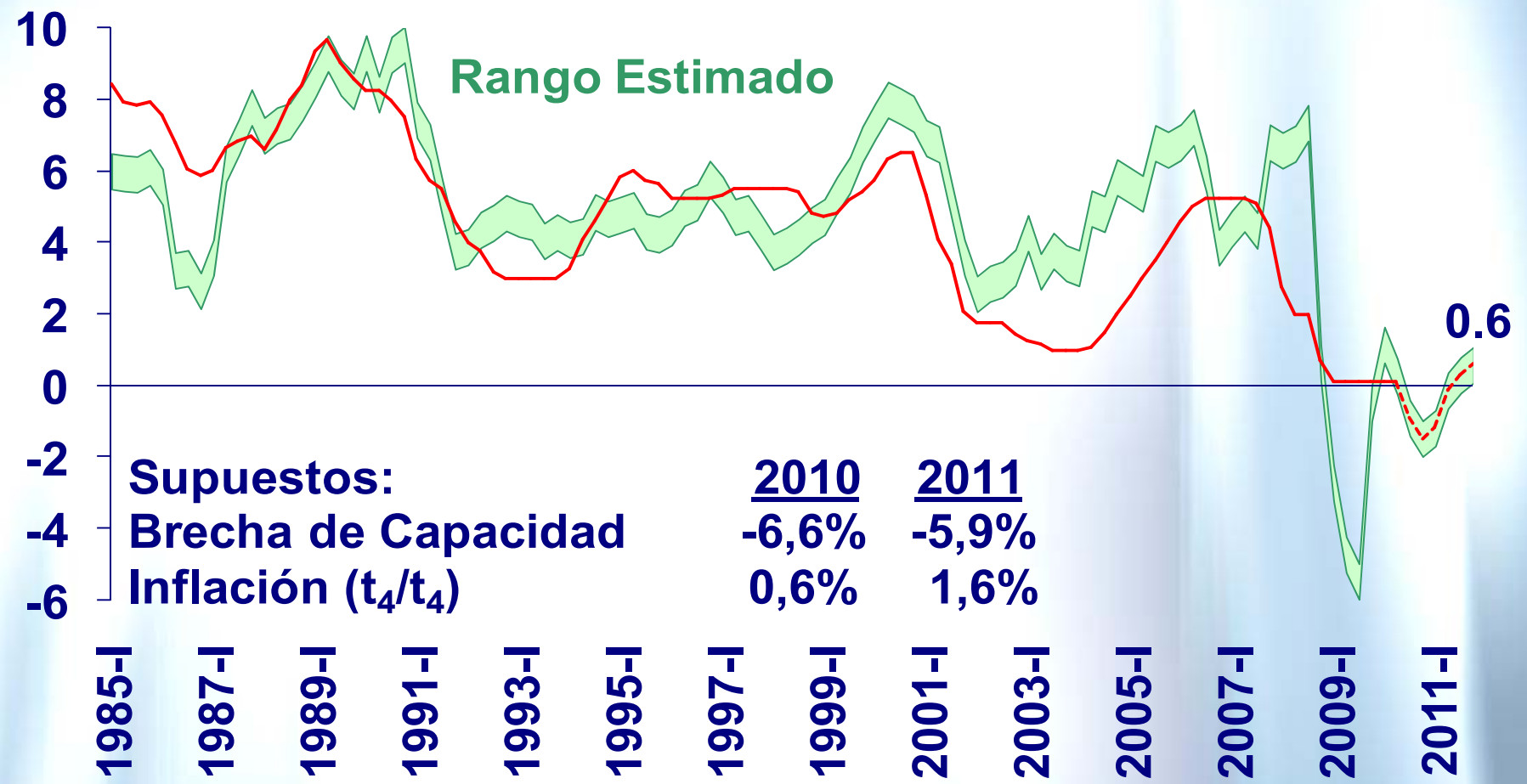
Aún estamos lejos del pleno, sobre todo en los países desarrollados

(Brecha de capacidad, %)

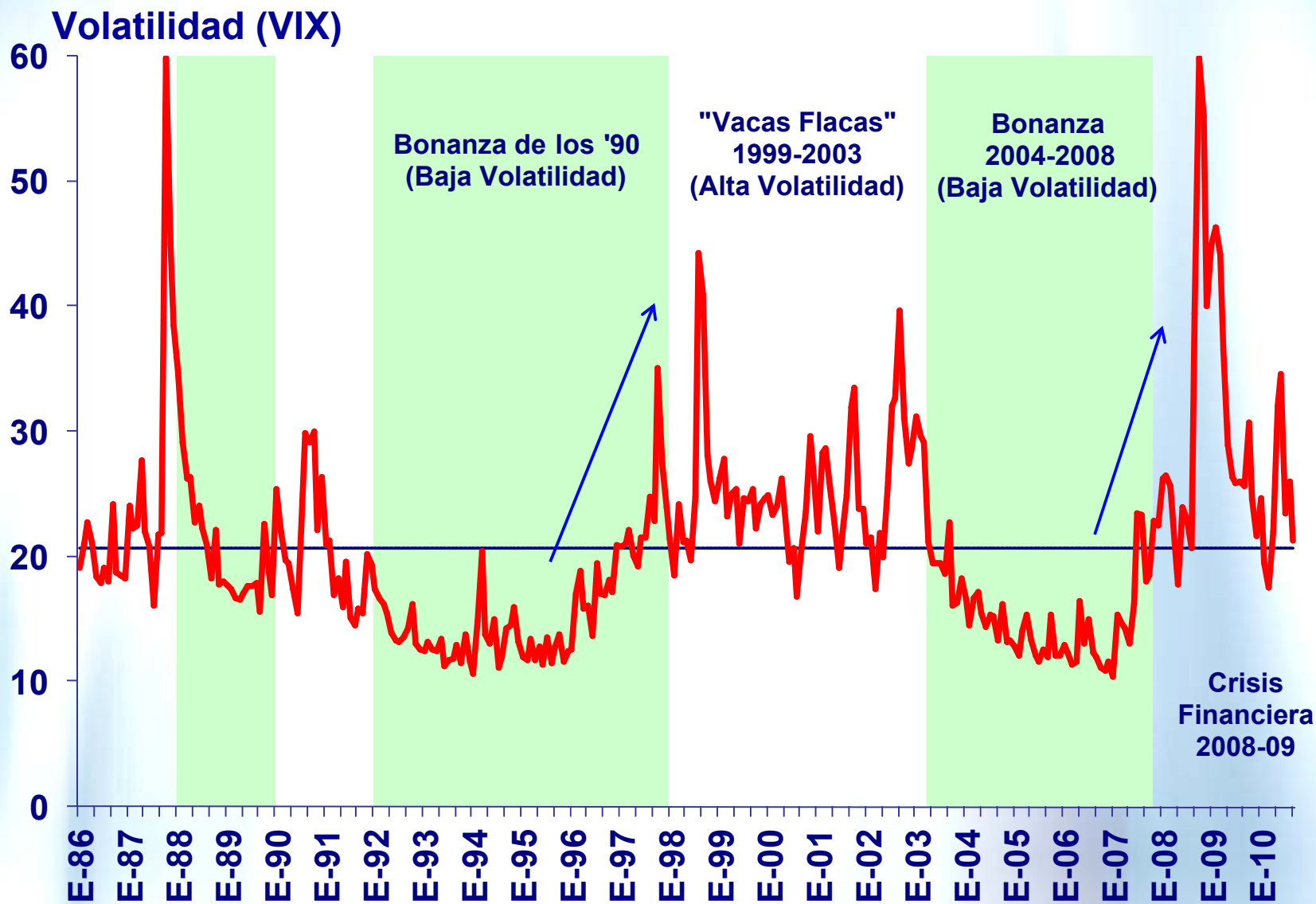


Según la regla de Taylor se justifica que la tasa de fondos federales siga en 2011 por debajo de 1%

Tasa de Fondos Federales

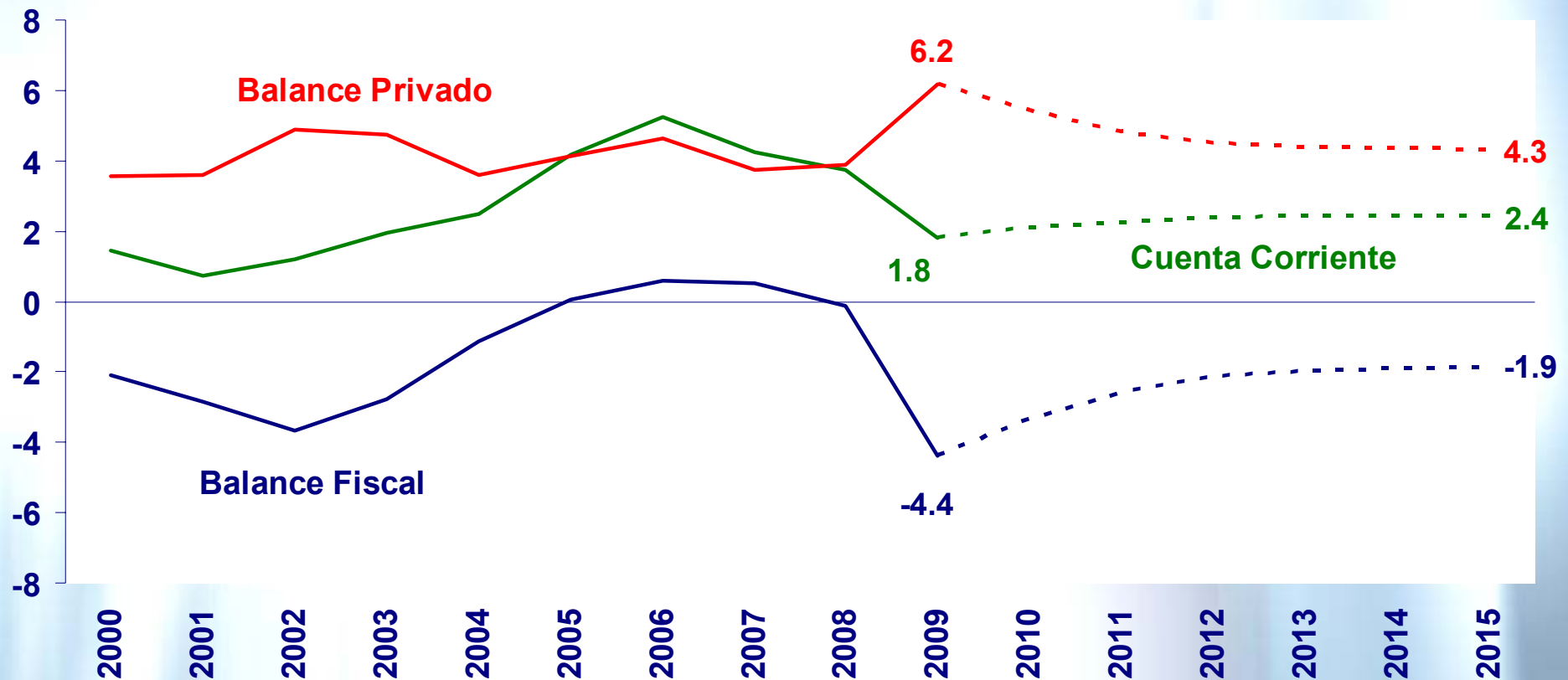


Mucho miedo persiste en los mercados: seguimos en una etapa de escepticismo



Tras el sobreajuste por la crisis, el sector privado de los emergentes parte con grandes holguras

Descomposición de la cuenta corriente de emergentes (% PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

El exceso de ahorro privado se irá desvaneciendo

Desafíos y Alternativas de Política en el Ciclo

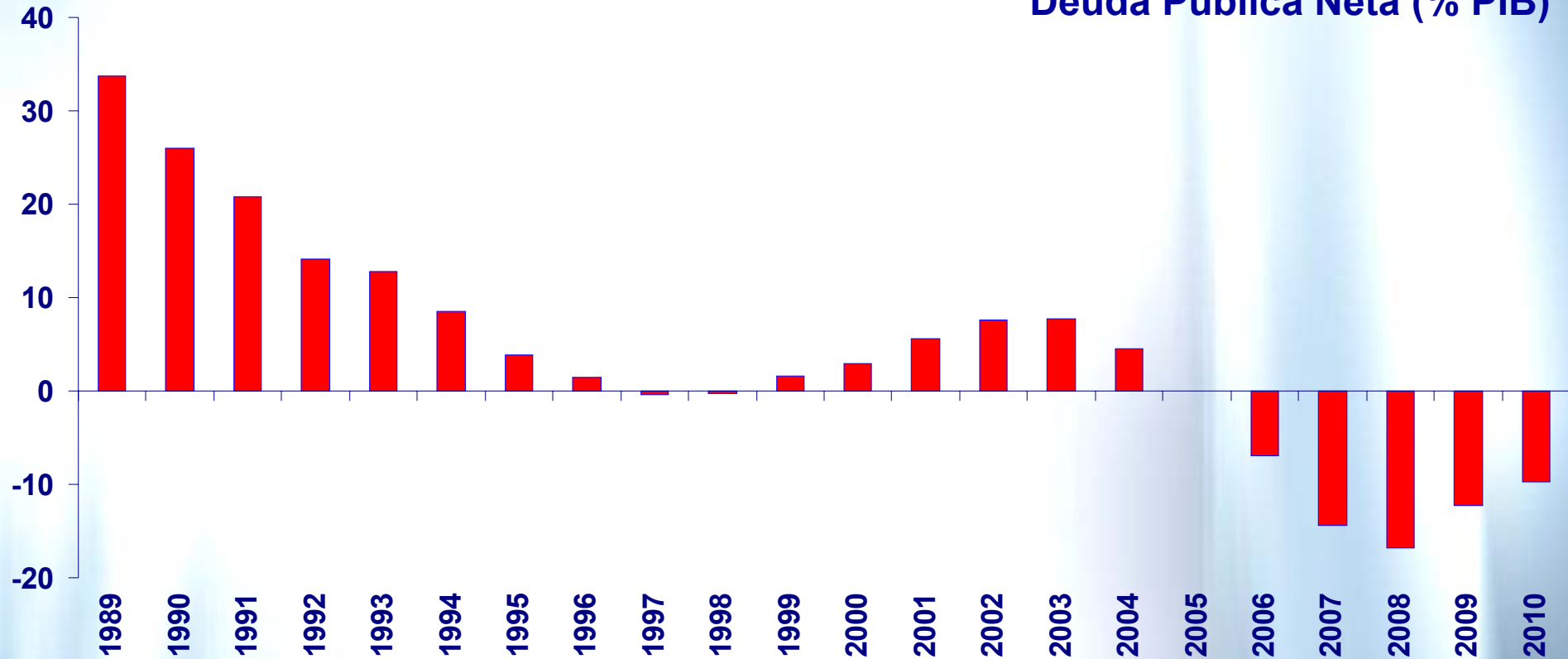
- Manejo “Ortodoxo”:
 - Política fiscal fuertemente contracíclica.
 - Política monetaria que acote desequilibrios.
- Manejo “Heterodoxo”:
 - Frenar dinamismo privado con aumentos de impuestos o mayores alzas de tasas de interés.
 - Masivas intervenciones cambiarias y grandes pérdidas cuasifiscales.
 - Controles de capitales con el fin de limitar los flujos externos y ganar potencialmente autonomía monetaria.
- Chile probó ambas alternativas en últimas dos décadas.

Chile en los '90

- Se ganó poca autonomía monetaria.
 - Diferencial de tasas fue poco relevante (1% en promedio) y temporal.
- No impidieron la caída del TCR.
 - Cayó 30% entre 1990 y 1997.
- No evitaron los costos cuasifiscales de la intervención cambiaria.
 - Banco Central perdió todo su patrimonio y debió ser recapitalizado.
- Leve impacto sobre la posición de endeudamiento externo.
 - “Se les cierra la puerta y entran por la ventana”.
- Algún efecto sobre la composición de flujos.
 - Sesgaron la estructura de financiamiento hacia deuda de largo plazo.

Chile en los últimos 10 años: De Deudor a Acreedor Neto

Deuda Pública Neta (% PIB)



Desafíos en Políticas Públicas

Profundizar estabilidad macro, con mayor eficiencia

- Institucionalizar solvencia y disciplina fiscal (regla de balance estructural), **PERO** con menor presión tributaria (efectiva y encubierta).
 - Alta presión tributaria castiga el emprendimiento, al ahorro, al capital humano (acumulación y rentabilización local).
- Seguir reduciendo de vulnerabilidades:
 - Reducción más acelerada de la deuda pública.
 - Desdolarización de la economía.
- Importancia del ahorro público para limitar apreciación real.

Desafíos en Políticas Públicas

Ahorro y Competitividad

- Llama la atención que la competitividad siga tan asociada a la trayectoria del TCR o peor aún al comportamiento del TCN.
- Dimensión Cambiaria: factores que moderan la apreciación.
 - Mayor ahorro fiscal.
 - Mayor apertura de la economía (acceso más estable y profundo a los mercados externos).
 - Promover la productividad de los sectores no transables.
 - Mayor ahorro del sector privado.
- Otras Dimensiones:
 - Reducir la presión tributaria y “el costo del Estado”.
 - Potenciar infraestructura (transporte, puertos, aeropuertos).
 - Mayor capital humano, mejor educación.
 - Mejores (y más baratos) servicios de telecomunicaciones y energía.

El rol de la política cambiaria

$$TCR = \frac{TC * PT^{US}}{P} = f$$

Posición Riqueza del País
Gasto Interno/PIB
Diferencial Ingreso Per Cápita
Términos de intercambio
Gasto Público/PIB
Apertura de la Economía
(Tamaño Sector Transable)

Neutralidad: La política monetaria y/o cambiaria no afectan el TCR en el largo plazo.

Si TC evoluciona en forma inconsistente con lo sugerido por los fundamentos para TCR => Efectos sobre P (en el c/p y l/p).

Desafíos en Políticas Públicas

Política Monetaria y Tipo de Cambio Real

- Un TCR alto no se consigue a través de mantener tasas de interés bajas en términos reales, a menos que estén justificadas en altos niveles de ahorro (fiscal).
- Un escenario de tasas bajas en términos reales induce una expansión de gasto que, vía presión sobre los precios no transables, deprime el TCR.
- En pro de una mayor competitividad la PM debe:
 - Limitar los excesos de gasto privado.
 - Mantener la inflación baja y estable.
 - Ayudar a corregir algún desalineamiento cambiario de corto plazo.

Desafío Más Estructural de las Políticas Públicas: Hacer el crecimiento sostenible y estable

- El progreso o estancamiento económico de una sociedad queda condicionado al tipo, desarrollo y calidad de las instituciones y políticas públicas.
- Díaz (liberal) y Rama (institucional): mirar el Uruguay de 1830 a 1930.
- En un mundo tan abierto y globalizado como el actual:
 - Estabilidad macro.
 - Inserción externa plena.
 - Estado neutral, autónomo y subsidiario.
- Con este triángulo de oro: Uruguay puede acortar distancias si se recupera calidad de la educación.

Desafíos en Políticas Públicas

Neutralidad

- Estado subsidiario y autónomo de las presiones corporativas (Díaz, Rama, etc).
- Promover imparcialidad en políticas y relaciones laborales.
 - Asumiendo el “nuevo mercado laboral” y la “nueva empresa”
 - *“Hemos vivido una historia pendular y no es que ahora les toca a los otros, ahora nos va a tocar a todos. Debemos centrar el péndulo.”*
René Cortázar, Ministro de Trabajo de Patricio Aylwin.
- Innovación con incentivos parejos, acotando políticas “sectoriales”.

Oportunidades para el Sector Privado

- Mucho crecimiento para aprovechar por el viento a favor.
- La cancha de aplanó: grandes espacios para exportar servicios.
- Hay que pensar en Asia, Rusia, Brasil y Chile.
- Amplia disponibilidad de capitales: para traspasar activos, incorporar socios y endeudarse a bajo costo.
- Mayores opciones para innovar e incorporar tecnología vía flujos de inversión extranjera.

Desafíos para el Sector Privado

- Diversificar inversiones: cuidado con activos expuestos a shocks similares.
- Manejar cuidadosamente el endeudamiento y calce de monedas.
- Prepararse para enfrentar problemas de competitividad.
- Plantear agendas inteligentes, eficaces y plausibles.
- Prepararse para competir y ganar en la cancha global.
 - Ir a desfilas no tiene premio.
 - Evitar el talenteo.

Del escepticismo al optimismo

- El mundo no cambió tanto: megatendencias vigentes.
- Bonanza extendida: riesgo bajo de recaída.
 - El liderazgo de China.
 - La resiliencia de EEUU.
- Bonanza extendida: tasas bajas, dólar débil, precios de materias primas altos y condiciones financieras expansivas.
- Seguiría el rebote de activos mientras no veamos inflación en bienes y servicios.
 - Posibles burbujas en emergentes.
- Turbulencias seguirán presentes, pero declinando.

Oportunidades y Desafíos

- La bonanza tiene sus complejidades.
- Mucho ahorro fiscal es necesario.
- Urge atacar otras dimensiones de la competitividad.
- Buen clima para buena siembra en políticas públicas.
- En el siglo XIX aprovechamos la oportunidad, en el siglo XX la desperdiciamos.
- ¿Qué haremos en el siglo XXI?

Prosperidad: Oportunidades y Desafíos

Aldo Lema

***Economista Jefe de Grupo Security
Profesor Asociado Pontificia Universidad Católica de Chile
Socio de Vixion Consultores***

Universidad de Montevideo

23 de Setiembre de 2010

www.aldolema.com

www.security.cl

www.vixionconsultores.com

alema@security.cl