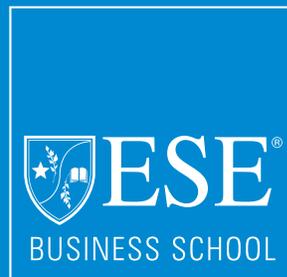


CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

Nº 7 / NOVIEMBRE 2017



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

ACTIVIDAD ECONÓMICA

COMERCIO EXTERIOR ¿DINAMISMO O RECUPERACIÓN?

BANCA

REVOLUCIÓN TECNOLÓGICA: CAMBIOS AL MODELO DE NEGOCIOS DE LA BANCA TRADICIONAL

PENSIONES

CHILE BIEN POSICIONADO EN RANKING MMGPI: CAUSAS Y CONCLUSIONES

MERCADO DE CAPITALES

AUMENTO DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS MUTUOS EN ASIA

TEMA DE ANÁLISIS DEL MES

WORLD ECONOMIC OUTLOOK DE OCTUBRE: LAS PROYECCIONES DEL FMI

NUEVA NORMATIVA FINANCIERA



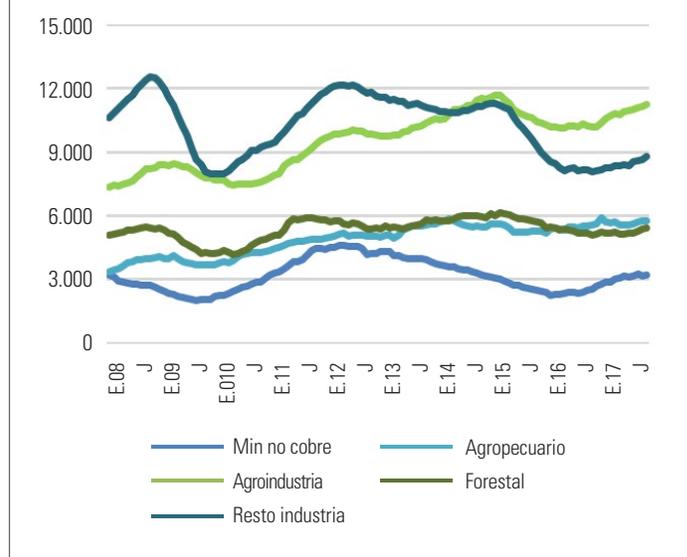


COMERCIO EXTERIOR ¿DINAMISMO O RECUPERACIÓN?

Las cifras de exportaciones e importaciones de los últimos meses han pasado a ser una señal adicional del proceso de recuperación de la economía, que se suma a mejores indicadores de expectativas y de consumo de bienes y servicios. Recordemos que ambas, exportaciones e importaciones, han tenido un comportamiento negativo en los últimos 3,5 años (medido en quantum). En ese lapso, el PIB registró un crecimiento promedio de 1,7% y la demanda interna, de 1,3%. Las exportaciones de bienes cayeron un 0,8% promedio, y las importaciones, un 2%, por lo que el comercio exterior fue un elemento que acentuó el proceso de desaceleración económica. En el caso de las exportaciones, aunque el sector silvo-agropecuario registró bastante dinamismo en el período, con un crecimiento promedio de 6%, las exportaciones mineras cayeron a una tasa promedio de 1,8% y las industriales, de 0,3%.

Efectivamente, ahora vemos cifras de crecimiento de exportaciones e importaciones de dos dígitos. No obstante, más que ser interpretadas como un gran dinamismo del sector externo, deberían ser leídas como un proceso de recuperación de los niveles anteriores, que se vieron bastante castigados. Por el lado de las exportaciones, llevamos ya seis meses con tasas de crecimiento en 12 meses de dos dígitos, mostrando en el pasado octubre un aumento de 25% respecto al mismo mes de 2016. Esto se explica en parte importante por la mejoría del precio del cobre, ya que si miramos el resto de los rubros de exportación, los resultados son aún bastante modestos. Las exportaciones del sector agropecuario y silvícola, que han sido las de mejor comportamiento relativo en estos 3,5 años, acumulan en los diez primeros meses una caída de 2,6% respecto al año pasado. Por su parte, las exportaciones industriales registran un crecimiento acumulado en el año de 8,7%, pero que en términos de montos exportados, aún las deja por debajo de los niveles que se vieron en años anteriores. El Gráfico N°1 muestra las exportaciones por rubros en millones de dólares, expresadas como promedios móviles en 12 meses, durante casi una década.

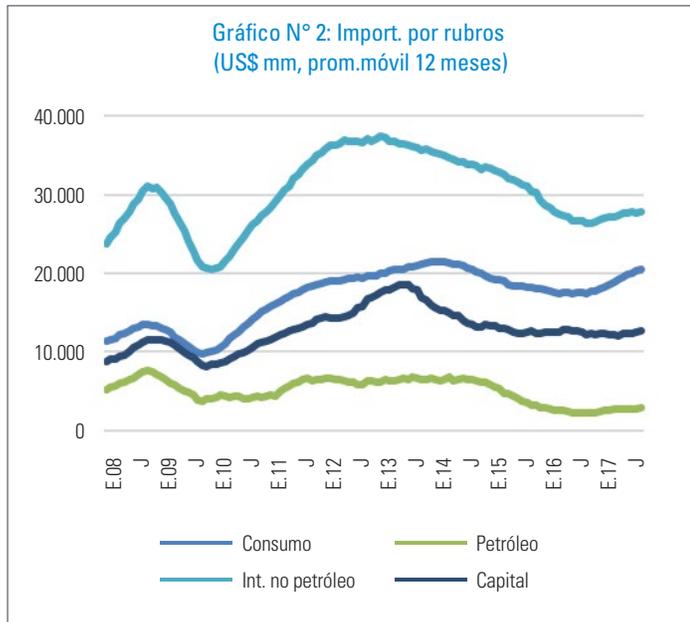
Gráfico N° 1: Exportaciones por Rubros
(US\$ mm, prom.móvil 12 meses)



Fuente: Banco Central.

Podemos ver que sólo las exportaciones agroindustriales se encuentran en cifras elevadas desde una perspectiva histórica, mientras que los rubros agropecuario y forestal, registran un comportamiento estable, y tanto las mineras no cobre como el resto de las industriales están por debajo de los récords históricos, que a su vez se dieron como resultado del boom de commodities. Las exportaciones de cobre -que no aparecen en el gráfico- si bien acumulan un crecimiento de 16% este año, se encuentran aún un 32% por debajo de su máximo histórico.

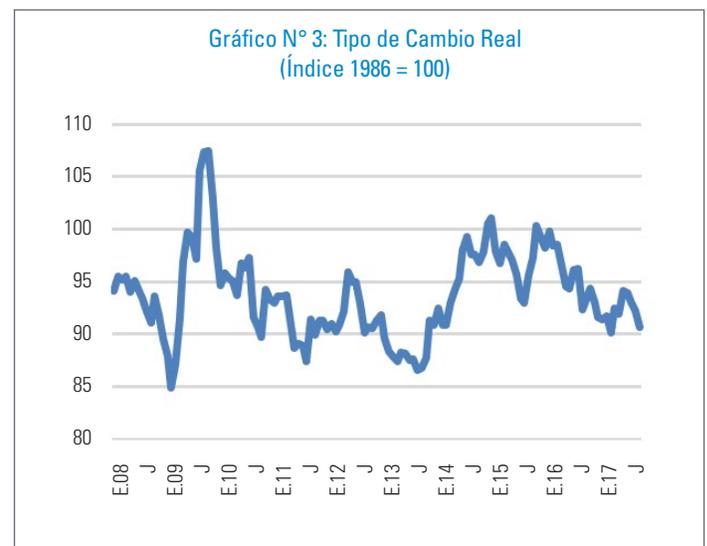
Con las importaciones ocurre algo similar: si bien registran tasas de crecimiento más elevadas durante los últimos meses (10,6% acumulado en el año) aún se encuentran por debajo de los niveles de años anteriores, confirmando la idea de que más que un gran dinamismo, lo que vemos es recuperación. Esto, con la excepción de los bienes de consumo, que se acercan nuevamente a los máximos. Estos resultados se muestran en el Gráfico N° 2.



Fuente: Banco Central.

Vemos que las importaciones de bienes intermedios no petróleo, las de petróleo y las de bienes de capital, se encuentran por debajo de los niveles máximos históricos, y bastante por debajo, lo que es consistente con una recuperación que parece liderada por el consumo más que por la inversión. Las importaciones de bienes de capital, que mostraron una tendencia claramente expansiva durante 2010 y 2013, se encuentran prácticamente un 50% por debajo de su nivel más alto; y las de bienes intermedios, un 30% por debajo. Estas cifras confirman el deterioro que han mostrado las expectativas de mediano plazo, que explican el fuerte ajuste sufrido por la inversión. Mientras las importaciones de bienes de consumo acumulan un crecimiento de 18,9% en los diez primeros meses de este año, bastante parejo para las categorías de durables, semi durables y no durables, las de bienes de capital sólo crecen un 3,7%.

Si nos preguntamos por las posibilidades de desarrollo futuro del comercio exterior, la recuperación del crecimiento mundial es un factor que ayuda, pero que parece insuficiente, a la luz de las condiciones de competitividad y productividad de nuestra economía. El tipo de cambio real, que había mostrado un comportamiento favorable en los años anteriores, ha vuelto a caer (Gráfico N°3), haciendo a las exportaciones no tradicionales menos competitivas. Esto muestra la necesidad de mayor ahorro y de reformas favorables a la productividad.



Fuente: Banco Central.

REVOLUCIÓN TECNOLÓGICA: CAMBIOS AL MODELO DE NEGOCIOS DE LA BANCA TRADICIONAL

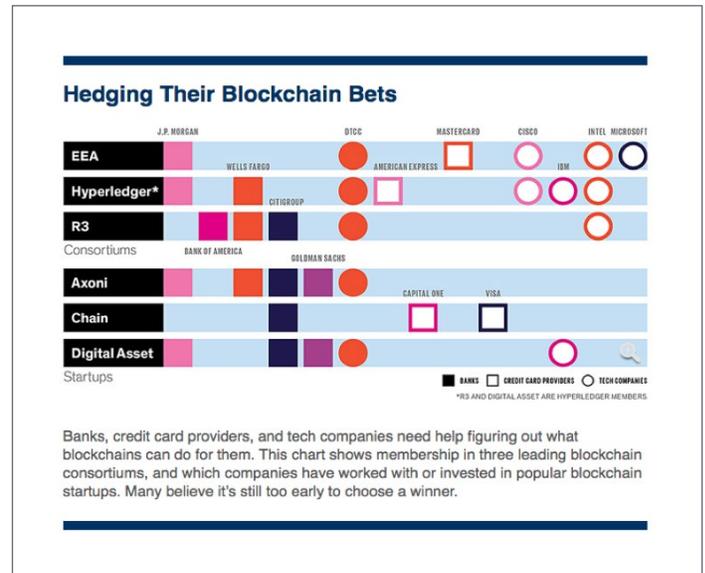
El 7 de noviembre tuvimos la segunda versión del Financial Summit, organizado por el Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes: “Blockchain y Medios de Pago Digitales”.

Este encuentro contó con la presencia de Eric Parrado, Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, quien habló de los desafíos regulatorios de las nuevas tecnologías. Luego, el profesor adjunto de Emprendimiento e Innovación del ESE, Patricio Cortés, presentó cómo la tecnología irrumpe en las industrias. A continuación, Pablo Cousiño, Vicepresidente Ejecutivo de Digital Smart Consulting, explicó los avances del blockchain en el mundo. Guillermo Torrealba, CEO SURBTC, habló de criptomonedas y las necesidades que satisface este instrumento. Finalmente, Roberto Opazo, Co-Fundador y Director Ejecutivo de Khipu, destacó la importancia de la experiencia del usuario y la interfaz digital para las Fintech. Posteriormente, los expositores discutieron en un panel moderado por el profesor y director del área financiera del ESE, Julio Aznarez.

En este encuentro se pudieron apreciar tres grandes temas interrelacionados, que pueden afectar el negocio bancario: la tecnología blockchain, el desarrollo de las criptomonedas y el surgimiento de Fintech orientadas a mejorar la experiencia de “compra” de las nuevas generaciones.

Blockchain

Hubo acuerdo entre los panelistas que la tecnología blockchain incrementa de manera sustancial la seguridad en las operaciones. Si bien existen desafíos para su uso masivo en el mundo financiero, parece ser una tecnología disruptiva que llegó para quedarse. Las dudas surgen en cómo adaptar la regulación para acogerla y promoverla, pues no se debe descuidar la seguridad del sistema de pagos. Esto último es el rol central del regulador, quien está trabajando en ello y sigue de manera cercana la discusión global.

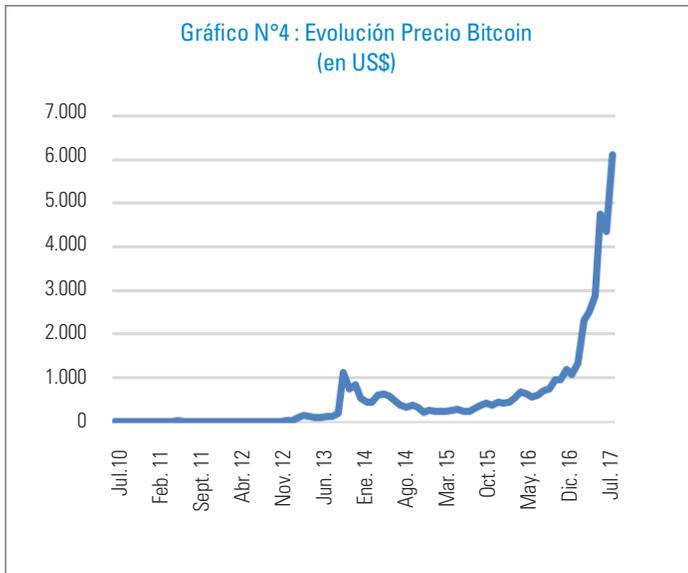
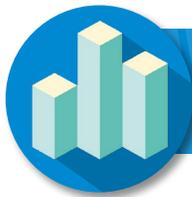


Fuente: Posteo Amy Nordrum en presentación Pablo Cousiño.

Mientras tanto, los bancos globales avanzan. Atendido el estado de las pruebas y experimentos que realizan, es probable que veamos los primeros efectos de esta tecnología –al menos en la compensación y liquidación de valores–, en un futuro muy cercano y no superior a los dos años.

Criptomonedas

El acuerdo entre los panelistas se rompe al evaluar las criptomonedas, en particular, la situación del Bitcoin. Si bien se reconoce que agrega valor al disminuir costos de transacción (sobre todo para operaciones internacionales), la reciente alza del precio hace temer que exista una burbuja (Gráfico N°4).



Fuente: Presentación Guillermo Torrealba.

Bitcoin es una moneda virtual sin respaldo real o físico; no existen activos o instituciones que expliquen la variación en su precio: no se explican por la mayor fortaleza o crecimiento de un país emisor, ni por un aumento en el precio de los commodities. Su valor depende 100% de su credibilidad y uso como medio de pago. Si se transforma en un medio de pago y reserva de valor, su precio actual podría estar respaldado. De hecho, según estimaciones presentadas por uno de los panelistas, si lograra desplazar a un 5% del oro que actualmente se transa en el mundo como reserva de valor, su precio perfectamente se podría duplicar respecto del actual.

Pero esta moneda está siendo amenazada por otras criptomonedas y además, las mismas autoridades monetarias de países desarrollados evalúan la posibilidad de emitir una criptomoneda propia, lo que podría poner dificultades a su desarrollo. También existen dudas de su posible uso para operaciones ilícitas y lavado de dinero (aunque uno de los expertos del panel indicó que ello puede controlarse, e incluso de mejor manera que el efectivo, pues cualquier transacción siempre dejará un rastro digital).

Medios de pagos, apps y Fintech

Finalmente, también hay coincidencia en la importancia de la experiencia del usuario en la operación de compra o venta, como un elemento importante para los nuevos medios de pagos y servicios financieros. Se mencionó que ha cambiado el paradigma de que para dar un buen servicio, se requiere una gran escala. Han surgido infinidad de empresas Fintech que agregan valor al mejorar la experiencia del usuario. La gente no está dispuesta a esperar y cualquier sistema que simplifique el proceso de compra, que lo haga más amigable, rápido e incluso estéticamente más agradable, agrega valor y tendrá un público dispuesto a pagar por ello (especialmente millenials).

“El 71% de los millenials prefiere ir al dentista antes que escuchar lo que los bancos tienen para decir”.

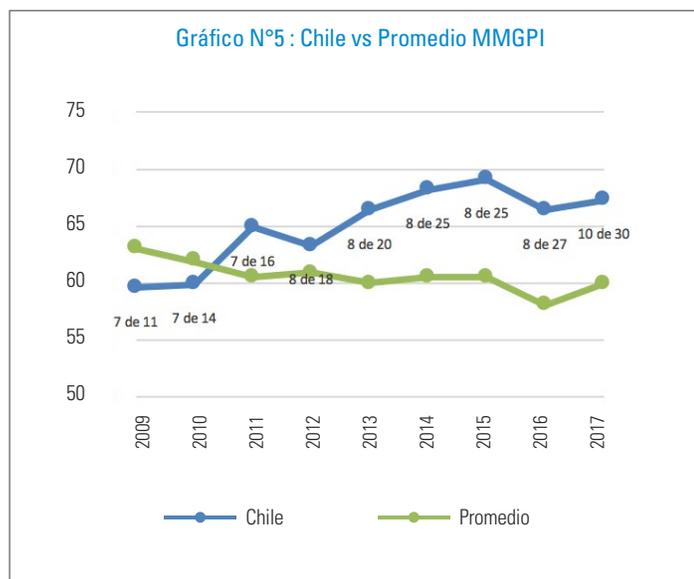
The Millenial Disruption Index.

Esto pone en riesgo el modelo tradicional de la Banca del “one-stop-shop”, pues para cada servicio financiero usualmente cubierto por los bancos, están surgiendo pequeñas empresas de nicho con menores costos de operación –posible gracias a la tecnología– que compiten para desintermediar al sector. La tecnología pareciera que ya llegó y los bancos se enfrentan a la necesidad de adaptarse y adoptar muchos de estos cambios, o desaparecer en la forma como los conocemos ahora.



CHILE BIEN POSICIONADO EN RANKING MMGPI: CAUSAS Y CONCLUSIONES

A fines de octubre se publicó la novena versión del Melbourne Mercer Global Pension Index (MMGPI), donde si bien Chile cae desde la 8ª a la 10ª posición, ello no se debe a un empeoramiento de sus condiciones sino a la entrada de nuevos países con mejor ranking (Noruega y Nueva Zelanda, cuyos rankings iniciales son 4º y 9º respectivamente).



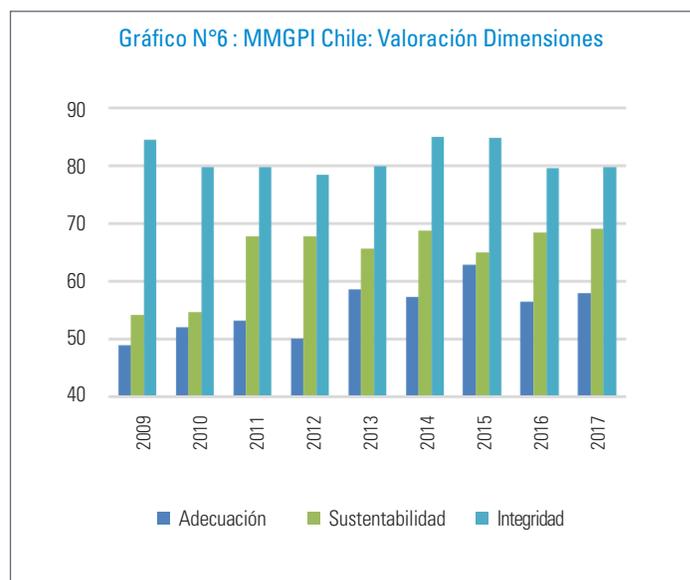
Fuente: Elaboración propia en base a información del MMGPI.

En efecto, nuestro país mantiene su nota B e incluso mejora en su evaluación, subiendo desde los 66,4 a los 67,3 puntos en una escala teórica de 1 a 100 (Gráfico N°5). Esto lo deja casi 5 puntos por sobre el promedio, donde el mejor puntaje en 2017 lo logra Dinamarca con nota B+ y 78,9 puntos.

Este índice se construye sobre la valoración de tres sub-índices. El subíndice de "Adecuación" mide cómo impacta el sistema en los jubilados de bajos ingresos y la clase media (incluye elementos tales como la tasa de ahorro y la propiedad de bienes raíces y otros); el de "Integridad", que evalúa la

interacción de la gobernanza y regulación del sistema, con la protección de los dineros y de la comunicación, unido a los costos de operación del mismo. Finalmente, el de "Sustentabilidad" indica la capacidad financiera e importancia económica del sistema y su efecto en el largo plazo (incluye elementos del monto de la deuda pública y capacidad de pago de las pensiones y compromisos futuros).

Al evaluar los componentes del índice, se observa una leve mejora en todos ellos en 2017, luego del deterioro observado en el 2016, fruto principalmente de la discusión respecto de la baja tasa de reemplazo (Gráfico N°6).

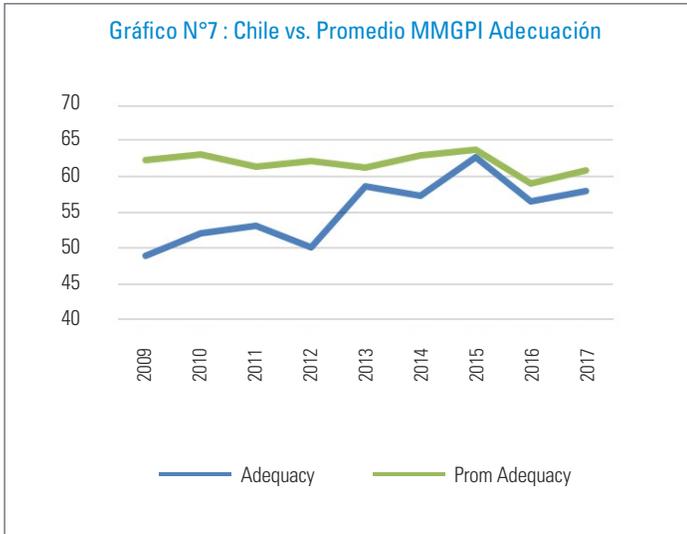


Fuente: Elaboración propia en base a información del MMGPI.

Es así como en 2017, al igual que los años anteriores, el sistema chileno marca particularmente bien en sustentabilidad (en parte debido a la fortaleza financiera), logrando la cuarta posición entre todos los países de la muestra, con casi 20 puntos más que el promedio. Algo parecido, aunque en menor medida, sucede con el indicador de Integridad, donde se observa un valor casi 10 puntos superior al promedio de la muestra (por encima de varios países desarrollados como Canadá e Irlanda). Finalmente, es en adecuación donde aparecen las mayores oportunidades de mejora, con un puntaje marginalmente inferior al promedio (aunque esta brecha se ha ido cerrando en los últimos años; Gráfico N°7).



Gráfico N°7 : Chile vs. Promedio MMGPI Adecuación



Fuente: Elaboración propia en base a información del MMGPI.

El MMGPI está centrado en identificar los desafíos de largo plazo de los sistemas de pensiones. Para ello, evalúa de manera lo más objetiva posible, estas tres dimensiones analizadas: Adecuación, Sustentabilidad e Integridad. El objetivo es reforzar el diseño de políticas públicas para el cuidado de una población que envejece, proponiendo las modificaciones necesarias para cumplir dicho objetivo de mejor manera.

En este caso, las propuestas para seguir mejorando son: (1) aumentar la tasa de cotizaciones para mejorar la tasa de reemplazo; (2) aumentar el nivel de ahorro en los hogares; (3) aumentar la edad de jubilación atendida la mayor expectativa de vida, tanto para hombres como mujeres, y (4) continuar revisando y adecuando la pensión mínima para los más pobres.

En conclusión, si bien Chile cae en el ranking, no cae en el indicador e incluso mejora marginalmente. El sistema chileno es evaluado positivamente y muchos de los aspectos que generan discusión local, son los que lo hacen destacar a nivel mundial. Sin embargo, esto no implica inamovilidad, ya que existen grandes espacios de mejora, principalmente en el pilar solidario y las tasas de cotización. Aunque estos cambios son reconocidos transversalmente como algo necesario y deseable, políticamente han presentado dificultades para su implementación.



AUMENTO DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS MUTUOS EN ASIA

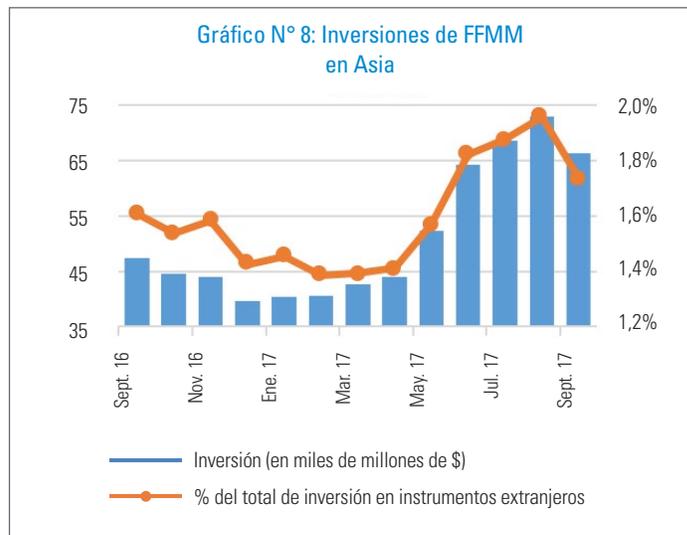
El día 18 de octubre se dio comienzo al XIX Congreso del Partido Comunista de China. En el discurso de inauguración del evento, el presidente de China, Xi Jinping, sostuvo que “China no cerrará sus puertas al mundo, estaremos cada vez más abiertos”. Además, el mandatario se comprometió a continuar con las reformas económicas, reducir el apalancamiento y apostar por nuevas tecnologías e innovación. Así también, anunció la realización de reformas financieras para seguir atrayendo capital extranjero.

Estos anuncios resultan ser buenas noticias para los inversionistas internacionales. De hecho, de acuerdo a la consultora EPFR Global, los inversionistas están respondiendo de forma positiva a la estabilidad que los reguladores chinos han perseguido, así como al aumento de las ganancias corporativas y la expectativa de que la disminución de controles de capital impulsarán más dinero doméstico a las acciones chinas.

En el caso de Chile, los inversionistas nacionales parecen estar tranquilos frente al evento, quizás confiando en que lo más probable es que todo siga marchando de forma similar a como ha sido durante 2017.

De hecho, durante este año las inversiones chilenas han crecido fuertemente en el mercado asiático. Particularmente, la exposición de los Fondos Mutuos al mercado asiático ha tenido un alza importante durante el último año.

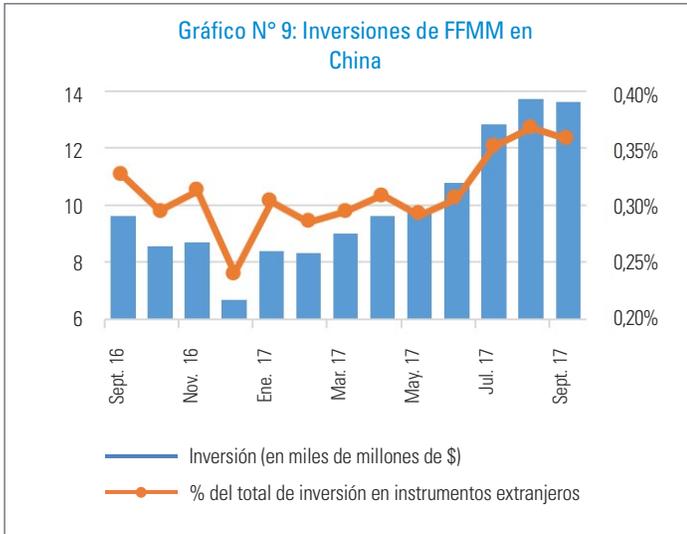
Si bien entre los meses de agosto y septiembre hubo una disminución de un 9,1% de las inversiones –posiblemente ocasionada por la incertidumbre generada por la guerra de declaraciones entre Trump y Kim Jong-un– en el último año las inversiones de los Fondos Mutuos en instrumentos asiáticos han aumentado un 39,8%¹. Lo anterior se puede observar en el Gráfico N° 8, el cual presenta la evolución de las inversiones de los Fondos Mutuos en el mercado asiático.



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

En el caso particular de China, entre los meses de agosto y septiembre también hubo una disminución –aunque bastante leve– del 0,6% de las inversiones. No obstante lo anterior, durante el último año las inversiones de los Fondos Mutuos en instrumentos provenientes del gigante asiático han exhibido un importante aumento del 41,9%. Esto se puede observar en el Gráfico N°9, el cual presenta la evolución de las inversiones de los Fondos Mutuos en los instrumentos provenientes del principal socio comercial de nuestro país.

¹ Esta cifra incluye también los retornos de las inversiones realizadas.



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

Es importante señalar que, como veremos en el tema de análisis, China en particular presenta riesgos financieros, producto del elevado endeudamiento privado y el déficit fiscal que registra en la actualidad.

Finalmente, y considerando el actual escenario de la economía mundial, es necesario advertir sobre la posibilidad de una pronta –y por cierto natural– caída en los mercados globales, ya que han transcurrido 11 meses sin correcciones. En el caso de ocurrir una corrección, los mercados emergentes, como el asiático, podrían llegar a ser los más afectados.



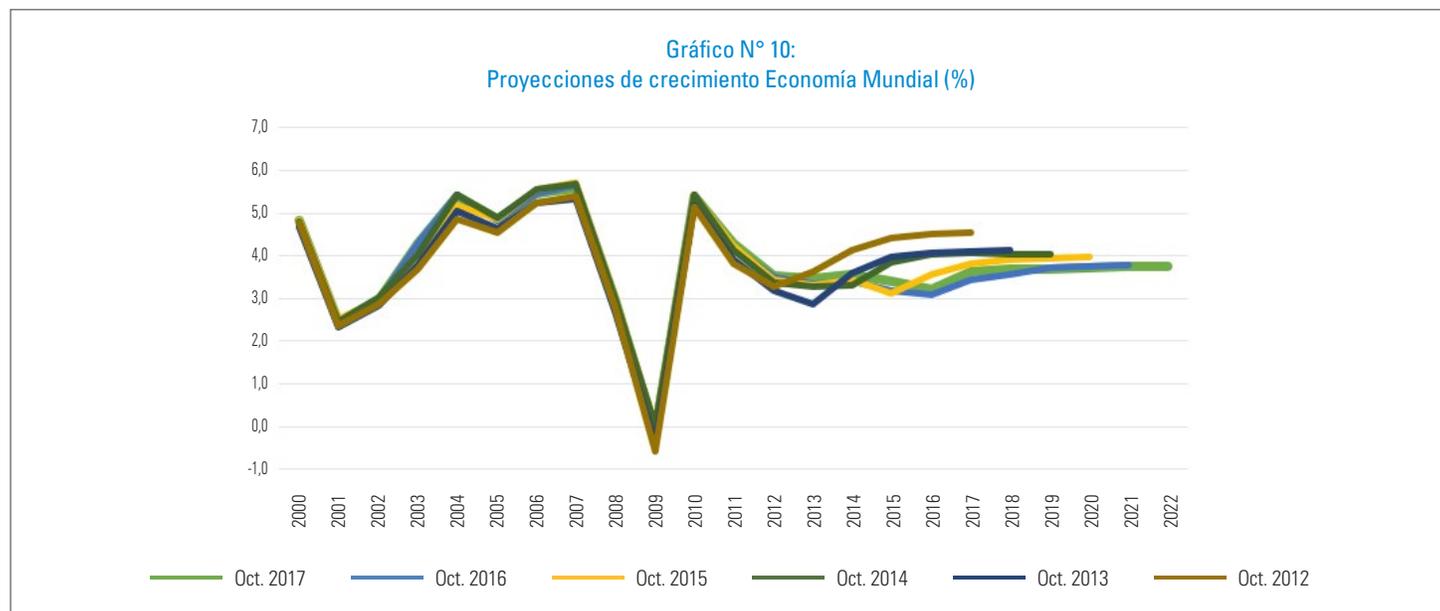
WORLD ECONOMIC OUTLOOK DE OCTUBRE: LAS PROYECCIONES DEL FMI

Introducción

Dos veces al año, en abril y octubre, el Fondo Monetario Internacional da a conocer un completo documento sobre proyecciones, riesgos y desafíos de la economía mundial, el cual, además de contener el escenario estimado de corto plazo, nos entrega proyecciones de mediano plazo para todos los países del mundo. La calidad del staff que realiza este trabajo es destacada, por lo que la revisión del World Economic Outlook (WEO) es un ejercicio obligado a la hora de realizar un análisis macroeconómico mundial. El objetivo del siguiente artículo es realizar un análisis breve de este informe, haciendo especial énfasis en algunos tópicos a los que el FMI dedica un capítulo especial.

I- El escenario global proyectado

El WEO de octubre se puede resumir en la visión de una economía mundial con un escenario positivo en el corto plazo, pero que presenta además desafíos y riesgos de mediano plazo. No hay duda de que la situación actual de la economía es positiva, y de hecho las proyecciones de crecimiento de corto plazo mejoran respecto a las que se hicieron hace un año atrás. La estimación de crecimiento mundial para 2017 y 2018 sube de 3,5% y 3,6% en octubre de 2016 a 3,6% y 3,7%, respectivamente. Si bien el alza puede parecer modesta, marca un cambio de tendencia evidente respecto a los WEO anteriores, en que año a año veíamos como las proyecciones sólo se movían a la baja, como puede apreciarse en el Gráfico N°10.



Fuente: WEO octubre de cada año.

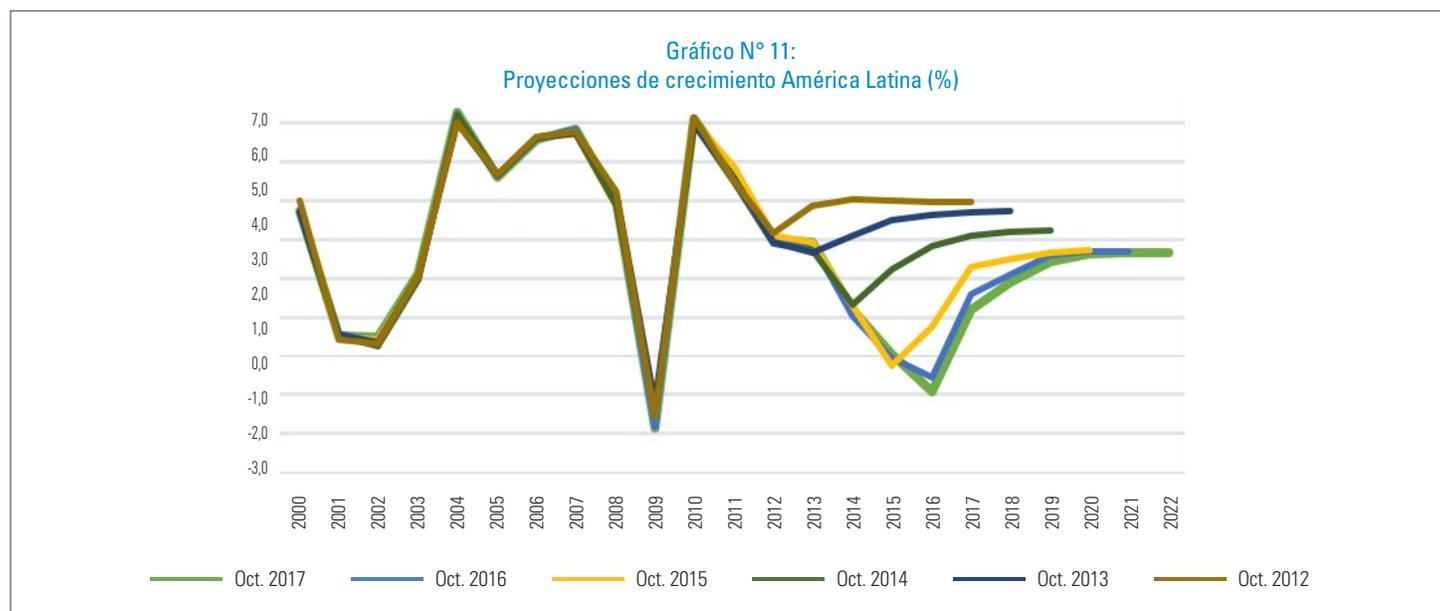
Puede verse que desde 2012 en adelante las proyecciones de crecimiento de corto y mediano plazo registraron bajas consecutivas todos los años, y recién las últimas muestran un leve repunte de corto plazo, aunque se mantienen las estimaciones para el período 2019–2022 en un crecimiento mundial en torno a 3,7%. Este resultado es inferior al promedio de 4,2% registrado en la década anterior a la crisis de 2008. El Gráfico N°10 muestra que hace cinco años atrás el FMI esperaba que la economía volvería a crecer a un ritmo anual superior a 4%, pero actualmente ese escenario no parece factible.



A pesar de esta mejoría de corto plazo, el FMI habla en forma reiterada de los riesgos presentes en la coyuntura actual, lo cual en parte puede estar motivado porque en el WEO de abril de 2007 no advirtió para nada el escenario de riesgo que se estaba incubando. Una frase de ese informe ilustra que la visión del FMI en ese entonces era claramente auspiciosa sobre el futuro: *“Las perspectivas económicas globales favorables, en particular el fuerte impulso en la zona euro y en los mercados emergentes liderados por China e India, siguen sirviendo como una sólida base para la estabilidad financiera global”* (WEO de abril 2007).

El informe actual del FMI puede bien resumirse en la frase de Tobias Adrian, supervisor de estabilidad fiscal del organismo: *“Pese a que las aguas parecen tranquilas, se están creando vulnerabilidades bajo la superficie, y si se dejan sin atención, podrían descarrilar la recuperación global. Los buenos tiempos están cultivando ‘complacencia’, que está generando excesos financieros”*. Esta vez se alerta en forma bastante clara sobre los riesgos presentes, alerta que por lo demás parece razonable, si se toman en consideración los riesgos y desafíos de la economía mundial actualmente.

Lo primero que genera una señal de alerta es que esta recuperación de corto plazo no es generalizada, y se da principalmente en los países desarrollados y China, lo que representa a tres cuartas partes del PIB mundial. El 25% restante, que agrupa a países de ingresos medios y bajos, no evidencia aún una mejoría, con perspectivas de crecimiento por debajo del promedio mundial. Esto significa además una ampliación de la brecha entre países ricos y pobres. Si comparamos las estimaciones para América Latina en relación a informes WEO anteriores, veremos que la tendencia continúa siendo a la baja. En el Gráfico N°11 se puede ver también que las estimaciones de mediano plazo han tenido un fuerte ajuste a la baja en los últimos años, lo que da cuenta de un problema más estructural en la región. Se puede ver que las estimaciones de crecimiento de mediano plazo siguen estando por debajo del crecimiento esperado para el mundo, contrario a lo que se observó en la década anterior a la crisis. Esto apunta a que el crecimiento de ese período estuvo excesivamente basado en una mejoría larga, pero transitoria al fin, de los precios de las materias primas. Este contexto positivo no fue aprovechado para lograr aumentos de productividad más permanentes, lo que seguramente se explica por factores institucionales.



Fuente: WEO octubre 2017.

El mensaje central de política que hace el FMI respecto a la situación de mejoría actual es que se está abriendo una ventana de oportunidades para resolver problemas estructurales, y que esta ventana no será permanente, por lo que es importante una mayor proactividad para enfrentar los problemas.

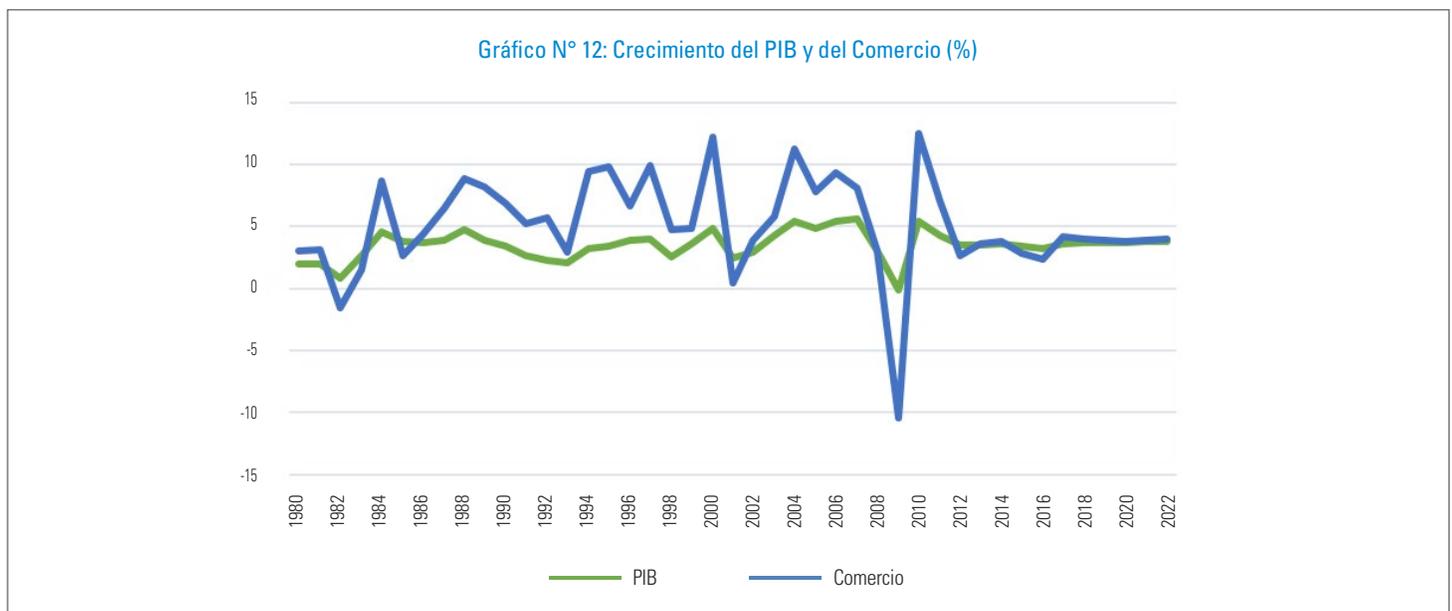


II- Riesgos y recomendaciones de política

Uno de los factores de preocupación es que los países más pobres, mayormente afectados por el cambio climático, siguen rezagados en el proceso de recuperación, lo que, como dijimos, amplía la brecha de ingreso con los países ricos. Otro factor de riesgo al que el FMI dedica un capítulo aparte, es el bajo crecimiento de los salarios reales, a pesar de que las tasas de desempleo se han reducido a los niveles previos a la crisis de 2008. Este bajo crecimiento de salarios es visto por el organismo como uno de los factores que alimenta los sentimientos antiglobalización y, por ende, es considerado un factor de riesgo importante a tener en consideración. En el punto siguiente señalaremos las causas que, de acuerdo al FMI, explican este comportamiento de los salarios reales. Un tercer factor de riesgo es que los déficits fiscales siguen siendo muy elevados, y es necesario ir reduciendo paulatinamente esas brechas. El organismo también señala, como elemento de riesgo, el que se diera una reversión de las favorables condiciones financieras actuales, que han generado fuertes apreciaciones en precios de activos, que podrían ser insostenibles en un contexto de reversión del impulso monetario que sigue vigente en el mundo desarrollado. También es un elemento de preocupación la posibilidad de un trastorno financiero en China, producto de que los niveles de endeudamiento público y privado de esa economía han continuado al alza. Volveremos más adelante sobre algunos aspectos de interés acerca de la situación china en particular.

Como elementos más permanentes de riesgo, el WEO señala la persistencia de bajas tasas de inflación en los países desarrollados, el riesgo de políticas proteccionistas, el que en algún grado ya se ha hecho efectivo, los problemas geopolíticos, que se han tendido a acrecentar durante el año en curso como consecuencia de un gobierno bastante impredecible en Washington, la mantención de una tendencia al deterioro en la distribución del ingreso, y el fuerte cambio demográfico que enfrenta la población mundial.

Respecto al riesgo de políticas proteccionistas, un elemento evidente al respecto es el menor crecimiento que experimenta el comercio a nivel mundial, el cual fue, sin duda, el principal factor dinamizador de la economía mundial durante las dos décadas anteriores a la Gran Recesión de 2008. El Gráfico N°12 muestra las tasas de crecimiento del comercio y del PIB mundial pasadas, actuales y proyectadas.



Fuente: WEO octubre 2017.



Si comparamos las tasas de crecimiento promedio, entre 1985 y 2007 el PIB mundial creció a una tasa promedio de 3,8% y el comercio mundial lo hizo a un ritmo de 6,8% anual. Para el período 2010–2022 se espera un crecimiento mundial también equivalente a un 3,8%, pero con un menor crecimiento del comercio, de 4,5% promedio mundial. Este resultado se ve bastante influenciado por el comercio exterior de China, que enfrenta una significativa moderación en su tasa de crecimiento.

Sobre el cómo enfrentar estos riesgos, el WEO entrega varias recomendaciones de política, aunque debe señalarse que existe algún grado de contradicción entre los caminos que deben seguirse, lo que es un reflejo de las dificultades que enfrentan los gobiernos para enfrentar los escenarios de riesgo.

Lo primero que se señala es la necesidad de una paulatina consolidación fiscal, lo que reduce el espacio de la política fiscal como un potencial elemento reactivador en el caso de una situación compleja en los mercados financieros. Se señala, al mismo tiempo, que los gobiernos den importancia a la inversión en infraestructura, aprovechando las favorables condiciones financieras de largo plazo que existen actualmente. Sin embargo, la estrechez fiscal limita esta opción, lo que podría ser favorable a la política de concesiones, como una forma de invertir sin deteriorar el resultado fiscal. Se señala también la importancia de utilizar la herramienta fiscal con fines redistributivos, atendiendo el problema de deterioro de la equidad que enfrentan varios países. Esto significa, en concreto, dar importancia a la inversión en educación, capacitación y reconversión profesional, en atención al fuerte proceso de cambio tecnológico que enfrenta la fuerza laboral. El mix resulta complejo, ya que se combina la necesidad de reducir los déficits fiscales, con la importancia del gasto fiscal para resolver la carencia de infraestructura y mejorar las condiciones de vida de los grupos más vulnerables. La mirada a la eficiencia del gasto público se hace inevitable.

En el contexto de una necesaria consolidación fiscal, el FMI recomienda mantener el estímulo monetario en los países desarrollados, atendida también la situación de una inflación que se mantiene muy baja. Sin embargo, esto genera el riesgo de burbujas en precios de activos, por lo que el organismo ve como necesaria la regulación macroprudencial. Subyace la compleja situación que enfrentan los bancos centrales de los países desarrollados, con tasas de inflación aún por debajo de los objetivos de política, pero con precios de activos financieros que en muchos casos superan los récords históricos.

También recomienda el WEO abordar el problema del desempleo juvenil y fomentar el trabajo de mujeres y adultos mayores, lo que reitera la necesidad de políticas activas de capacitación, junto con una mayor flexibilidad de la regulación laboral. Por último, y considerando que varios de los problemas que se enfrentan tienen un carácter global (cambio climático, envejecimiento de la población, deterioro en la distribución del ingreso), el informe recomienda en varias oportunidades la necesidad de cooperación multilateral. De alguna manera, esto puede leerse como una advertencia al presidente norteamericano (obviamente no se dice en forma explícita), considerando que este gobierno ha mostrado posturas más confrontacionales que las administraciones anteriores.

III- Estancamiento de los salarios reales

Como dijimos, el WEO dedica en esta oportunidad un capítulo completo a la tendencia que han registrado los salarios reales luego de la Gran Recesión de 2008, ya que muestran una tendencia plana, contrario a lo observado en décadas pasadas. Este fenómeno tiene evidentes implicancias políticas en los países, que ya se han estado viendo con el surgimiento de sentimientos antiglobalización, y con el creciente apoyo a movimientos populistas, nacionalistas y contrarios a la inmigración. De ahí su importancia, y la necesidad de estudiar sus causas.

Lo primero que llama la atención es que a pesar de que las tasas de desempleo en los países desarrollados han recuperado los niveles previos a la Gran Recesión de 2008, esta relativa escasez de mano de obra no ha llevado a aumentos de salarios reales. El Gráfico N°13 muestra la tasa de desempleo promedio en los países desarrollados, que llegó a niveles máximos históricos luego de la crisis, pero que ha vuelto a los niveles previos.



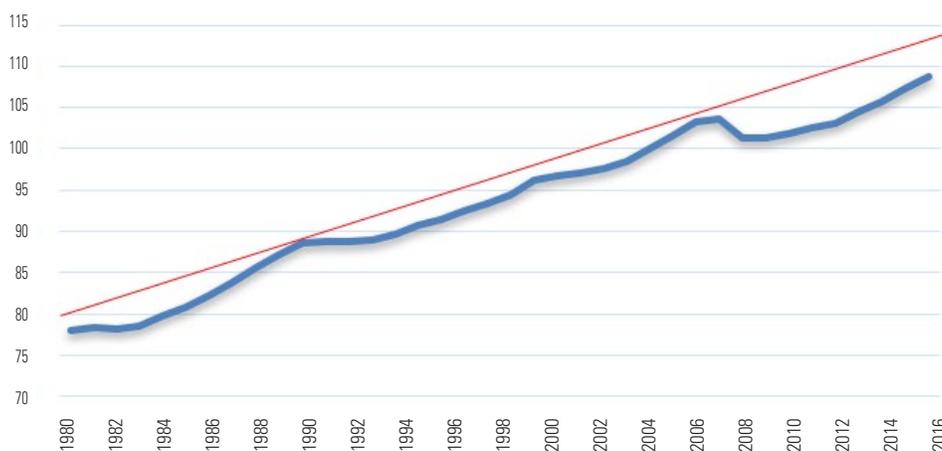
Gráfico N°13: Tasa de Desempleo en Países Desarrollados (%)



Fuente: WEO octubre 2017.

Frente a los cuestionamientos de por qué este bajo desempleo no se traduce en un aumento de salarios reales, el informe WEO entrega un set de razones que estarían detrás del fenómeno. Lo primero es que, a pesar de que el desempleo se ha reducido significativamente, el crecimiento de la ocupación es inferior a lo que era antes de la crisis, lo que puede verse en el Gráfico N°14, que muestra un índice de ocupación en los países desarrollados.

Gráfico N°14: Índice de Ocupación Países Desarrollados (2005 = 100)



Fuente: WEO octubre 2017.



Podemos ver que efectivamente la ocupación cae luego de la crisis, y posteriormente se recupera, pero con una tendencia de crecimiento más moderada que la mostrada anteriormente.

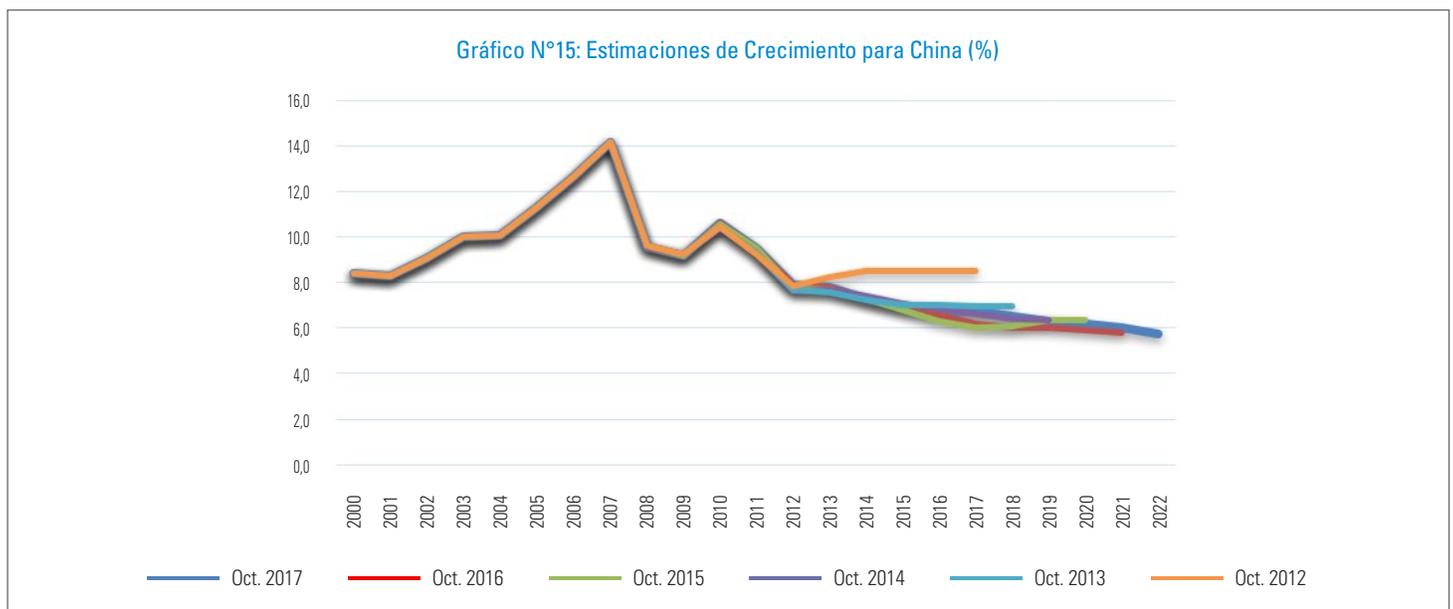
El FMI detecta también un aumento de la ocupación a tiempo parcial involuntario, por lo que a pesar de que las personas se encuentran ocupadas, tienen un tipo de empleo de mayor precariedad, lo que lleva a un menor crecimiento salarial. A esto se suman expectativas de inflación muy reducidas, y un bajo crecimiento de la productividad, respecto a lo que se registraba antes de la crisis. También se señala como un factor explicativo el debilitamiento de las organizaciones sindicales, producto de la globalización y el cambio tecnológico. Por último, la mayor incertidumbre sobre el futuro lleva a que tanto trabajadores como empleadores sean más cautos al momento de reajustar las condiciones salariales.

Esta combinación de mayor precariedad laboral y un comportamiento más plano de las condiciones salariales, genera principalmente dos dificultades: el ya mencionado descontento antiglobalización y un agravamiento del problema de seguridad social, producto de las nuevas formas de trabajo. Ambos son aspectos que el FMI recomienda tener en cuenta en las discusiones de políticas públicas.

IV- China: dinamismo y riesgo

Sin duda, la recuperación que ha mostrado el mundo durante este año tiene una directa relación con el hecho de que en China se interrumpió el proceso de desaceleración que se había iniciado hace un par de años. Esto se ve reflejado en un aumento de las expectativas de crecimiento en el corto plazo, aunque a mediano plazo se mantiene la percepción de que esta economía se encamina a un ritmo de crecimiento algo por debajo del 6%, que incluso podría parecer elevado, atendidos los factores estructurales. Dentro de éstos, los más complejos son el problema de envejecimiento de la población, acentuado por la política de un hijo, y el elevado nivel de endeudamiento, tanto privado como público.

El Gráfico N°15 muestra las estimaciones de crecimiento para China realizadas por el FMI en los distintos WEO's de octubre de cada año. Ya a partir de 2013 se empezó a ser evidente que ritmos de crecimiento de 7% no eran sostenibles. Es bueno destacar, en todo caso, que a nivel de dinamismo mundial, y dado el tamaño que ha alcanzado esta economía, una tasa de 6% sigue siendo un resultado muy positivo como elemento dinamizador de la economía mundial, aunque no exento de riesgos.

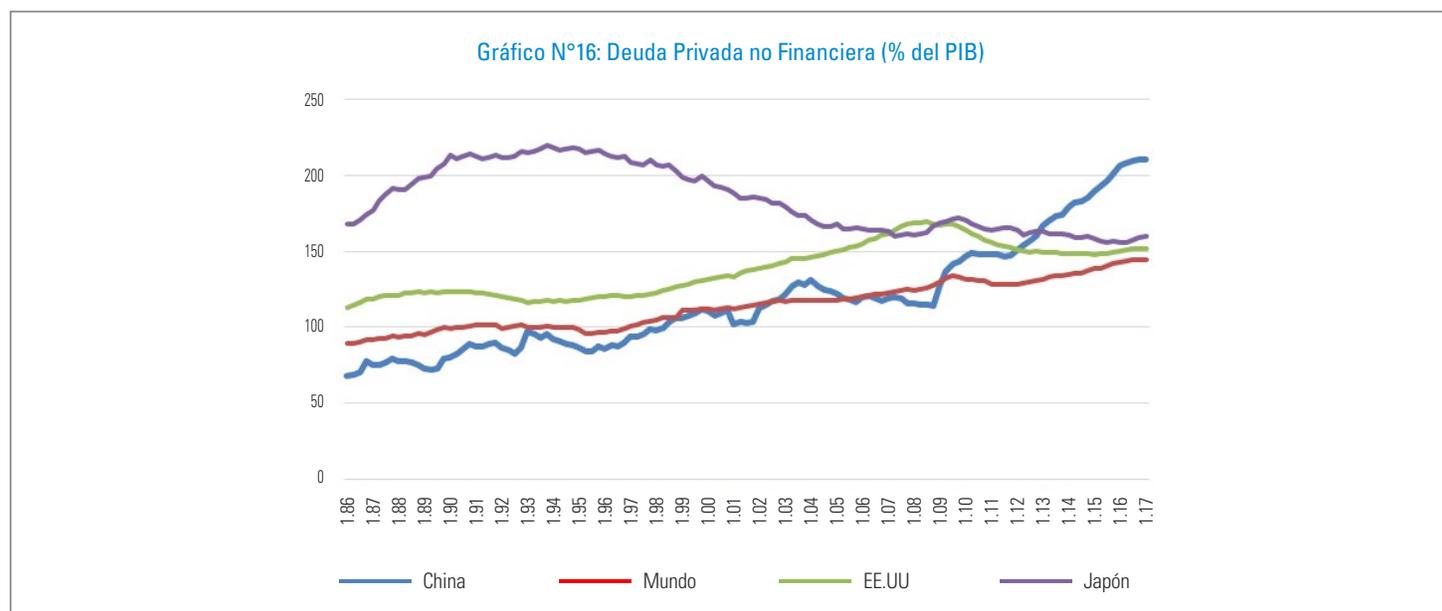


Fuente: WEO octubre de cada año.



China está intentado llevar a cabo un proceso de transformación de su economía, antes centrada en la inversión y las exportaciones, hacia una mayor preponderancia del consumo interno. Sin embargo, este cambio en el paradigma de desarrollo necesariamente implica un menor crecimiento de tendencia, especialmente cuando la demografía le juega en contra. Existe la percepción (aunque este es un punto que el FMI obviamente no menciona) de que la recuperación de este año puede haber tenido una motivación política, en vista del XIX Congreso Nacional del Partido Comunista de China, del cual el presidente Xi Jinping buscaba salir fortalecido –lo que de hecho logró con creces–. Una economía en franca desaceleración habría seguramente perjudicado este objetivo. No debemos olvidar que parte importante de la banca en China es estatal, por lo que es factible tener un manejo del crédito acorde con los objetivos políticos del gobierno.

Es por eso que una de las preocupaciones más importantes en torno a China es el nivel de endeudamiento, el que podemos ver en el Gráfico N°16, con datos del Bank for International Settlements. Se puede ver que la deuda privada ha tenido un crecimiento muy significativo a partir de 2012, con una tendencia similar a la que tuvo la deuda privada japonesa durante la burbuja financiera e inmobiliaria que finalizó en 1990. Se entienden entonces los temores². Existe, en todo caso, una diferencia importante en el caso de China, ya que, al ser la banca mayoritariamente estatal, el riesgo de crisis financiera es directamente un riesgo fiscal. En este sentido, es también preocupante el comportamiento del déficit fiscal en China, que se mantendría por sobre un 4% del PIB en los próximos años. Esto en un contexto además de severo envejecimiento poblacional, sin que se cuente con un sistema previsional que otorgue una cobertura adecuada a la numerosa población que pasará a ser dependiente en las próximas dos décadas. Tanto desde el punto de vista previsional como de salud, las cuentas fiscales tienen un gran desafío por delante. Este desafío se complejiza aún más si se suma el riesgo financiero.

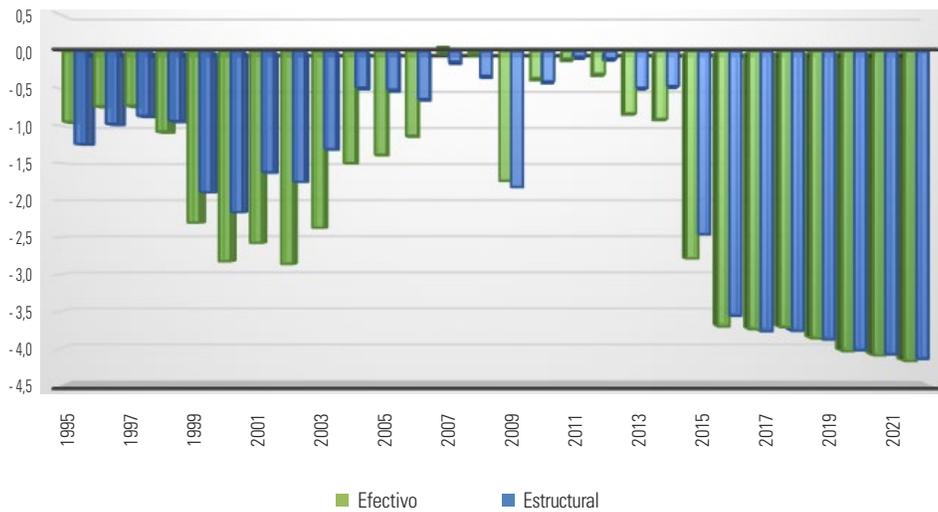


Fuente: Bank for International Settlements.

²A este problema se suma el de la “banca en la sombra”, producto de la informalidad que aún existe en materia de créditos en China.



Gráfico N°17: China: Resultado Fiscal (% del PIB)



Fuente: WEO octubre 2017.

En el contexto anterior, se entiende la necesidad del gobierno chino de mantener una gran concentración de poder, de tal manera de intentar manejar en la forma más sustentable posible los desequilibrios que presenta esta economía. Está por verse si lo va a lograr hacer, y de ahí los riesgos que representa China para el mundo.



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Selección proyectos de Ley mundo financiero y económico con movimientos en el mes

	Fecha	Proyecto	Boletín *	
SENADO	Votados	25-10-17	Proyecto de ley que incorpora diversas medidas de índole tributaria. Aprobado en general y particular sin modificaciones (2° trámite Constitucional).	11404-05
		18-10-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que crea la Dirección General de Concesiones de Obras Públicas y modifica las normas que señala. Aprobado en general y particular (pasa a 3er trámite Constitucional).	10126-15
		17-10-17	Proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que modifica la ley N° 19.496, sobre Protección de los Derechos de los Consumidores. Aprobado en particular (pasa a 3er trámite Constitucional).	9369-03
	Informados Comisión Hacienda	17-10-17	Proyecto de ley que incorpora diversas medidas de índole tributaria. Primer informe de comisión en Segundo trámite constitucional.	11404-05
	Vistos Comisión Hacienda	17-10-17	Proyecto de ley que modifica las leyes N°s 18.045 y 18.046, para establecer nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de los mercados.	10162-05
		03-10-17	Proyecto de ley sobre transparencia del mercado del suelo e incrementos de valor por ampliaciones del límite urbano.	10163-14
CÁMARA DE DIPUTADOS	Votados	24-10-17	Modifica ley N° 19.496, sobre Protección de los Derechos de los Consumidores. Aprueba (tercer trámite, primer informe).	9369-03
		12-10-17	Norma el servicio de recolección y disposición de aguas grises. Aprueba en general (segundo trámite, primer informe).	9452-09
		11-10-17	Modifica el Código Penal en lo relativo a los delitos de cohecho y soborno, aumentando las penas, tipifica los delitos de soborno entre particulares y de administración desleal; y la ley N° 20.393, que establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos de lavado de activos, financiamiento del terrorismo y delitos de cohecho. Aprueba en general (segundo trámite, primer informe).	10739-07
		10-10-17	Introduce modificaciones al marco normativo que rige las aguas en materia de fiscalización y sanciones. Aprueba (tercer trámite, primer informe).	8149-09
		05-10-17	Incorpora diversas medidas de índole tributaria. Aprueba en general y artículos en particular.	11404-05
		03-10-17	Crea el Ministerio de Pueblos Indígenas. Aprueba en general, algunos artículos particulares aprobados y otros rechazados.	10687-06
	Informados Comisión Hacienda	04-10-17	Incorpora diversas medidas de índole tributaria. Aprueba indicaciones ejecutivo.	11404-05
	Vistos Comisión Hacienda	24-10-17	Conituar revisión del proyecto de ley que moderniza la legislación bancaria.	11269-05

* Más información ingresando el número de boletín a www.bcn.cl; www.congreso.cl o www.camara.cl según corresponda.



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

Selección de Normas Financieras del último mes (Del 1/10 al 8/11).

Normativas en trámite (últimos 3 meses)				Normativas emitidas		
Nombre	Resumen	Sujeto	Circular	Resumen	Sujeto	
SBIF	Modifica el Capítulo 20-7 de la RAN	Se actualizan normas sobre externalización de servicios en modalidad Cloud Computing	Emisoras	Circular 2017 (a Bancos N° 4, Cooperativas N° 2, Emisoras N° 3 y Sociedades N° 2)	Lineamientos de Educación Financiera	Todos
	Cración Capítulo Tarjetas de Pago de la RAN	Se establecen normas sobre la emisión y operación de tarjetas de pago para empresas emisoras de tarjetas de pago no bancarias y para empresas operadoras de tarjetas de pago	Emisoras	Circular 3626	Se agregan las nuevas plazas de San Pedro, Calle Larga, Sagrada Familia, Río Claro y Negrete a la nómina de plazas (Anexo N°1 - Capítulo 5-1 de la RAN)	Bancos
				Circular 2017 (a Bancos N° 3, Cooperativas N° 1, Emisoras N° 2, Filiales N° 1 y Sociedades N° 1)	Alcances y medidas de aplicación del redondeo de pagos en efectivo	Todos
SVS	Establece normas para el envío de información relativa al proceso de reparación de vehículos motorizados	Establece normas para el envío de información por parte de las Compañías de Seguros Generales respecto a tiempos de reparación de vehículos motorizados con pérdida parcial. Objetivo: disminuir asimetría de información	Seguros	OFC 1015	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a octubre de 2017	Seguros
				NCG 420	Establece autoevaluación de principios de conducta de mercado en entidades aseguradoras y corredores de seguros	Seguros
				Circular 2229	Solicita aportes en cumplimiento del DL 1757, correspondientes a octubre de 2017	Seguros
				OFC 1014	Comunica nuevo valor Unidad de Seguro Reajutable de noviembre de 2017	Seguros
				OFC 1013	Comunica tasa de interés de actualización - noviembre 2017	Seguros
				OFC 1012	Informa tasa de descuento de valorización de pasivos de seguros correspondientes a agosto de 2017	Seguros
				OFC 1011	Informa vector de tasas de descuento para valorización de pasivos de seguros, correspondientes a septiembre de 2017	Seguros
SP	NT 289	Modifica los títulos I y II del libro IV del Compendio de Normas del Seguro de Cesantía. Establece el criterio para el cómputo de la inversión indirecta en activos alternativos en los límites estructurales de activos alternativos de los Fondos de Pensiones y del Fondo de Cesantía Solidario	AFC	Circular 2008	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para noviembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP
	NT 288	Modifica los títulos I, II y IV del libro IV del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones. Establece el criterio para el cómputo de la inversión indirecta en activos alternativos en los límites estructurales de activos alternativos de los Fondos de Pensiones y del Fondo de Cesantía Solidario	AFP	Circular 2007	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para noviembre de 2017. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP
				Circular 2006	Tasa de interés para el cálculo de los Retiros Programados y las Rentas Temporales	AFP
				Circular 2004	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para octubre de 2017. Aplicable a cotizaciones en que no corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP
				Circular 2003	Determina tabla de reajustes e intereses penales a aplicar por las AFP para octubre de 2017. Aplicable a cotizaciones en cobranza judicial y corresponde utilizar recargo beneficio AFP	AFP
				Circular 2002	Información sobre rentabilidad de la cuota de los Fondos de Pensiones y costo previsional, de acuerdo a lo establecido en el Compendio de Normas del Sistema de Pensiones	AFP

DIRECTORA EJECUTIVA

María Cecilia Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
mceciliacifuentes.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR ASOCIADO

Juan Gabriel Fernández, Ph.D. en Economía en la Universidad de Boston
jgfernandez.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR

Héctor Acuña, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
hacuna.ese@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

El Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes tiene como objetivo de profundizar la comprensión del mercado financiero, promover las buenas prácticas en su funcionamiento e influir, a través de la investigación y otras actividades, en las políticas públicas relacionadas.

DISCLAIMER

La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, oferta, valoración de carteras o patrimonios, ni asesoría financiera o legal. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado Financiero Chileno.

El objetivo es informar, hacer propuestas de buenas prácticas o políticas públicas y generar discusión sobre el funcionamiento del mercado financiero local y la economía en general. Este informe está basado en información pública y modelos o proyecciones propias que utilizan dicha información como insumo, y por lo tanto está sujeto a error.

Los análisis y opiniones aquí presentadas, son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no representan la opinión de la Universidad.

Sus autores no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este Informativo mensual.