

Puntos de Referencia

EDICIÓN DIGITAL
N° 516, agosto 2019

El momento económico internacional y nacional. Agosto 2019

Rodrigo Vergara M.

CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS

Resumen

Nuevamente se reducen las proyecciones de crecimiento del mundo para 2019. Esto se explica en gran parte por el mal desempeño de economías emergentes. En el mundo desarrollado, y a pesar de las buenas cifras de crecimiento que mostraron Estados Unidos y Japón en el segundo trimestre, se mantiene un sentimiento pesimista para el resto del año. Ello, gatillado por la profundización de la guerra comercial y algunos indicadores en el margen que auguran cierta desaceleración en dichas economías.

Quizás lo más notable ha sido la fuerte caída en las tasas de interés que se ha observado en las principales economías del globo en el último tiempo. Ello refleja peores perspectivas del mercado sobre la economía a futuro. Hay una evidente contradicción entre los precios de mercado (tasas de interés) que apuntan a un deterioro del escenario global y las proyecciones de diversas instituciones que más bien apuntan a una recuperación de la economía mundial para fines de este año y 2020. Las autoridades monetarias y fiscales se preparan para nuevos planes de estímulos económicos, pero los espacios son hoy más limitados.

La nota positiva es que el mercado laboral del mundo desarrollado sigue mostrando robustez, con tasas de desempleo históricamente bajas.

China ha exhibido nuevos signos de desaceleración, reflejados, entre otros, en la desaceleración del crecimiento del segundo trimestre y en algunos indicadores menos auspiciosos en lo más reciente. Es evidente que la guerra comercial está teniendo un impacto en esta economía y que el gobierno y el banco central están tratando de compensarlo con mayores estímulos fiscales y monetarios.

En Chile, los resultados del segundo trimestre mostraron un leve repunte en relación al primero. Quizás lo más relevante fue la aceleración que exhibió la inversión. Por otra parte, el consumo sigue mostrando debilidad y tanto exportaciones como importaciones cayeron en doce meses. Se estima que la recuperación esperada para el segundo semestre será menor a la prevista por las autoridades (a pesar de esperarse una mejora relevante en el IMACEC de julio). Así, se mantiene la proyección de crecimiento para este año más cercana a 2,5% y para 2020 algo por sobre 3%, aunque con sesgo a la baja.

A su vez, persiste el pesimismo de los consumidores, a lo que se suma una confianza empresarial que está en el límite de lo optimista/pesimista. Estos resultados van en línea con, al igual que en el resto del mundo, las caídas importantes de las tasas de interés de largo plazo, las que actualmente se encuentran en valores históricamente bajos. Sorprende en Chile que, junto con esta caída en las tasas de interés de largo plazo, que es parte de un fenómeno global, se observe además una caída importante en el precio de las acciones. Es evidente que hay razones puntuales para ello, pero no por ello deja de ser una nota de alerta para la esperada recuperación del dinamismo económico.

Rodrigo Vergara M. Investigador senior del CEP e Investigador Asociado del Centro Mossavar-Rahmani de la Escuela de Gobierno (Kennedy) de la Universidad de Harvard.

El artículo corresponde a un resumen de la presentación realizada por Rodrigo en el CEP el 22 de agosto de 2019.

I / Introducción

Nuevamente en el informe más reciente del Fondo Monetario Internacional se reducen las proyecciones de crecimiento del mundo para 2019. Esto se explica en gran parte por el mal desempeño de economías emergentes. En el mundo desarrollado, y a pesar de las buenas cifras de crecimiento que mostró Estados Unidos y Japón en el segundo trimestre, se mantiene un sentimiento pesimista para el resto del año. Ello, gatillado por la profundización de la guerra comercial y algunos indicadores en el margen que auguran cierta desaceleración en dichas economías (tales como los PMI y la confianza empresarial).

Quizás lo más notable ha sido la fuerte caída en las tasas de interés que se han observado en las principales economías del globo en el último tiempo. Ello refleja peores perspectivas del mercado para el futuro. Es interesante constatar que las instituciones multilaterales, en particular el FMI, proyecta una recuperación de la economía global a partir del próximo año. Entre los argumentos que se dan para justificar esta recuperación están una política monetaria más expansiva (particularmente en Estados Unidos que tiene más espacio en esta materia, aunque también algo en el resto del mundo desarrollado), un mayor estímulo fiscal (también en aquellos países que tienen espacio), y una pausa y reversión en la guerra comercial, a lo que se sumaría una salida negociada del Brexit y sin mayores alteraciones geopolíticas. Estos últimos elementos son los que ponen algún grado de escepticismo con respecto a dicha recuperación. Con todo, hay una evidente contradicción entre los precios de mercado (tasas de interés) que apuntan a un deterioro del escenario global y las proyecciones de diversas instituciones que más bien apuntan a una recuperación.

Estados Unidos, hasta el momento, muestra un rendimiento robusto, con un crecimiento el primer semestre elevado y por sobre las expectativas. De todas formas, los últimos indicadores manufactureros, comercio e industria muestran una desaceleración en el margen. Como respuesta a lo anterior, ha

crecido la preocupación en los mercados, que han marcado un aumento en la probabilidad de recesión. En efecto, esta ha subido a sobre un 30% para un año plazo.¹ Japón también tuvo un buen primer semestre y se esperan cifras más moderadas hacia adelante. Europa sigue bastante débil. En particular, su principal economía, Alemania, está bajo amenaza de recesión, a lo que se suman los problemas políticos en Italia y el Brexit.

Hay una evidente contradicción entre los precios de mercado (tasas de interés) que apuntan a un deterioro del escenario global y las proyecciones de diversas instituciones que más bien apuntan a una recuperación de la economía mundial para fines de este año y 2020.

A pesar del bajo dinamismo económico, los mercados laborales en el mundo desarrollado siguen mostrando una importante solidez. Las tasas de desempleo se sostienen en niveles históricamente bajos en Estados Unidos, Europa y Japón. A su vez, la inflación se encuentra contenida, y en niveles bastante inferiores a las metas de inflación de los bancos centrales. Esta baja inflación, junto con menores perspectivas de crecimiento, es lo que ha hecho que los mercados esperen relajamientos adicionales en las políticas monetarias de estas economías.

En línea con las menores proyecciones de crecimiento económico, los indicadores de confianza empresarial han continuado cayendo en las principales economías del mundo.

¹ En base a indicador elaborado por la Reserva Federal de Nueva York, a la fecha de la presentación.

China ha mostrado nuevos signos de desaceleración, como refleja en algún grado el crecimiento del segundo trimestre, los indicadores de manufacturas y la producción industrial en lo más reciente. Es evidente que la guerra comercial está teniendo un impacto en esta economía y que el gobierno y el banco central están tratando de compensar con mayores estímulos fiscales y monetarios.

En el resto de las economías emergentes también, en general, se ha observado una desaceleración y reducciones en las proyecciones de crecimiento. Desafortunadamente destaca en este aspecto América Latina. Las tres principales economías de la región (Brasil, México y Argentina) están en recesión o se encuentran creciendo muy poco. Además, en las tres se viven momentos políticamente complejos. Incluso aquellas economías de cierto tamaño que están en mejor pie, como Colombia, Perú y Chile, no muestran un gran dinamismo.

En Chile, los resultados del segundo trimestre mostraron un leve repunte en relación al primero. Quizás lo más relevante fue la aceleración que exhibió la inversión. Por otra parte, el consumo sigue mostrando debilidad y tanto exportaciones como importaciones cayeron en doce meses. Se estima que la recuperación esperada para el segundo semestre será menor a la prevista por las autoridades (a pesar de esperarse una mejora relevante en el IMACEC de julio). Así, se mantiene la proyección de crecimiento para este año más cercana a 2,5% y para 2020 algo por sobre 3%, aunque con sesgo a la baja.

En cuanto a la política monetaria, el mercado espera nuevas reducciones en la tasa de interés de política monetaria, las que se sumarían a la aplicada a comienzos de junio de 50 puntos base. Los precios de mercado están marcando bajas adicionales por alrededor de 100 puntos base en los próximos doce meses.

Los indicadores laborales del INE muestran que el empleo a junio crece 1,1% en doce meses, explicado en gran parte por el aumento del empleo en cuenta propia (2,6%) mientras que el asalariado lo hace en

sólo 0,3%. Este último, a su vez, está sostenido por el empleo asalariado público, ya que el privado cae en doce meses. La tasa de desempleo se mantiene relativamente estable.

En Chile se mantiene la proyección de crecimiento para este año más cercana a 2,5% y para 2020 algo por sobre 3%, aunque con sesgo a la baja.

Se mantiene el pesimismo de los consumidores, a lo que se suma una confianza empresarial que está en el límite de lo optimista/pesimista. Estos resultados van en línea con, al igual que en el resto del mundo, las caídas importantes de las tasas de interés de largo plazo, las que actualmente se encuentran en valores históricamente bajos. Sorprende en Chile que, junto con esta caída en las tasas de interés de largo plazo, que es parte de un fenómeno global, se observe además una caída importante en el precio de las acciones. Es evidente que hay razones puntuales para ello, pero no por eso deja de ser una nueva alerta para la esperada recuperación del dinamismo económico.

II / Situación internacional

A nivel global se observa una nueva revisión a la baja del crecimiento del mundo para 2019. En su última actualización, correspondiente a julio, el Fondo Monetario Internacional proyectó en 3,2% (Gráfico 1, panel a) el crecimiento global para este año, una décima menos que la proyección anterior. Asimismo, y en la misma línea de los reportes previos, el organismo internacional proyecta una recuperación para el 2020, explicada en parte importante por un mayor dinamismo de las economías emergentes (Gráfico 1, panel b). Esta recuperación se basa en diversos factores. Algunos de ellos, como políticas

monetarias y fiscales más expansivas en los países con espacio para ello, parecen altamente probables. Pero otros, como el término o la moderación de la guerra comercial, y un acuerdo en el tema del Brexit, son bastante más inciertos.

La Guerra Comercial continúa como la principal preocupación para los mercados. Los últimos eventos muestran que, a partir de septiembre, se incorporarían tarifas de 10% a productos chinos valuados en más de 100 mil millones de dólares, a los que se les sumarían otros 50 mil millones a partir de diciembre. Tras estas nuevas imposiciones de tarifas, Estados Unidos llegaría a final de año aplicando aranceles a más de 400 mil millones de dólares de importaciones provenientes de China, lo que da señales que el conflicto no parece estar cerca de terminar.²

Estados Unidos tuvo buenas cifras de crecimiento, superiores a las esperadas, en los dos primeros trimestres de este año, correspondientes a variaciones trimestrales (anualizadas) de 3,1 y 2,1%, respectivamente. De todas formas, los indicadores manufactureros (Gráfico 2), de comercio e industria han caído en el margen, lo que, junto a la Guerra Comercial, ha provocado pesimismo en los mercados y aumentos en la probabilidad de recesión. Una situación similar se observa en Japón, donde el crecimiento de los últimos dos trimestres ha superado a las expectativas del mercado, y donde también los mercados esperan una desaceleración durante la segunda parte del año. Por otra parte, Europa muestra importantes signos de debilidad, con un crecimiento bastante bajo y con su mayor economía, Alemania, con probabilidad de caer en recesión. Además, los últimos resultados manufactureros (Gráfico 2) y otros indicadores (comercio e industria, principalmente) muestran caídas en los últimos meses, lo que, aparejado de riesgos geopolíticos relevantes en la región, da cuenta de que la esperada recuperación tardará en llegar.

A pesar del mayor pesimismo en cuanto a crecimiento económico, existen algunas señales posi-

tivas en el mundo desarrollado. Un ejemplo es la robustez del mercado laboral (Gráfico 3). En el caso de Estados Unidos, la tasa de desempleo se mantiene en los niveles más bajos en 50 años, y la creación de empleo en el país se mantiene en niveles altos. En Europa el desempleo también sigue bajando, con niveles similares a los observados previo a la crisis del 2008, y con el caso de Alemania donde se observan las tasas de desempleo más bajas desde la reunificación. La inflación, por su parte, se mantiene controlada, aunque bajo las metas de los Bancos Centrales. En Estados Unidos se observó una inflación anual (PCE) de 1,3% en junio (Gráfico 4), mientras que los datos de Europa y Japón muestran en julio valores incluso menores: 1,0 y 0,5%, respectivamente. Los bajos niveles inflacionarios y las proyecciones de desaceleración económica generan espacio para la implementación de nuevos planes de estímulo monetario.

A su vez, los indicadores de confianza empresarial han seguido cayendo (Gráfico 5). El mayor pesimismo en el mercado va en línea con los peores resultados económicos ya mencionados. En paralelo, y como reflejo de un menor crecimiento esperado, destacan las caídas importantes en las tasas de interés de los bonos soberanos en casi todo el mundo desarrollado. Desde noviembre de 2018 al presente, la tasa de 10 años del tesoro estadounidense se ha reducido en cerca de 150 puntos base (Gráfico 6). Los niveles actuales están cerca de los mínimos históricos observados en 2012 y 2016. En algunos países de Europa y en Japón, las tasas a 10 años se encuentran en terreno negativo hace varios meses.

Las economías emergentes muestran importantes ajustes a la baja en materia de crecimiento económico (Gráfico 1, panel b). El representante más importante, China, ha exhibido signos de desaceleración en el margen. El crecimiento ha caído, llegando a 6,2% en el segundo trimestre de este año (Gráfico 7). Los indicadores manufactureros también muestran desaceleración en los últimos meses (Gráfico 8). Por último, la producción industrial de julio resultó ser en la menor desde febrero de 2002. Estas señales del

² Posterior a esta presentación, tanto China como EE.UU. escalaron la guerra comercial.

debilitamiento de la economía China están en parte relacionados con la Guerra Comercial, y generan presiones al gobierno y al banco central para implementar nuevos estímulos económicos.

Cuando se menciona el difícil momento de las economías emergentes, probablemente América Latina es el caso más ilustrativo. Los ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento de la región han sido significativos. En particular, las tres mayores economías del grupo, Brasil, México y Argentina, están en recesión o con crecimientos muy bajos, y todas amenazadas por incertidumbre política importante. Si bien existen economías de la región que están creciendo, como es el caso de Chile, Colombia y Perú, sus rendimientos son bajos en comparación a las cifras de las últimas décadas.

III / Situación nacional

Recientemente se conocieron las cifras de la economía chilena para el segundo trimestre de este año. Los resultados muestran un leve repunte el segundo trimestre respecto del primero, con un crecimiento de 1,9% anual (Gráfico 9). La variación trimestral de la serie desestacionalizada muestra el ya mencionado repunte en el segundo trimestre, pero también confirma su condición de marginal. Por otro lado, la inversión muestra un aumento importante respecto al trimestre anterior, alcanzando una variación anual de 4,8%, explicada mayormente por la inversión en construcción. Por el contrario, el consumo muestra debilidad en el margen (Gráfico 10). Con todo, el primer semestre finaliza con un crecimiento de solo 1,8%. Si bien se espera una recuperación de la economía para el segundo semestre, ésta no sería tan alta como se proyectaba a comienzos de año. Lo más probable es que dicha recuperación no sea lo suficiente como para tener un crecimiento de 2019 en línea con la meta del gobierno; en cambio, las cifras apuntan a un crecimiento para todo el año más cercano a 2,5%. La situación externa ha sido un factor relevante, lo que ha repercutido en las cifras de comercio internacional (Gráfico 11). Los datos

muestran una desaceleración relevante en las importaciones y exportaciones en los últimos trimestres, con caídas de 3,5 y 3,2%, respectivamente, para el segundo trimestre de este año.

Para julio se espera un mayor incremento en la actividad económica, especialmente comparado con el bajo IMACEC de junio (1,3%). Esto se fundamenta en diversas razones, pero destacan con mayor relevancia los dos días hábiles extras, y algunos datos ya conocidos que muestran una cierta aceleración como los de generación eléctrica y los de comercio internacional. De todas formas, no está garantizado que el mayor crecimiento proyectado para julio se sostenga en los meses siguientes.

Sorprende en Chile que, junto con esta caída en las tasas de interés de largo plazo, que es parte de un fenómeno global, se observe además una caída importante en el precio de las acciones.

A comienzos de junio el Banco Central disminuyó la tasa de política monetaria en 50 puntos base, lo que se justificó dadas las bajas cifras de crecimiento económico e inflación locales. Si bien la autoridad monetaria en su último informe, correspondiente a junio, establece que no habría más cambios en la tasa hasta mediados del próximo año (donde se proyectaba un aumento de ésta), el mercado estima que existirán bajas considerables en la tasa de política monetaria en el corto plazo.

La inflación de Chile sigue contenida y bastante bajo la meta del Banco Central. Se espera que parte del importante aumento en el tipo de cambio tenga un efecto inflacionario, pero dados los niveles actuales de inflación y los coeficientes de traspaso estimados, no debiera poner en riesgo la meta inflacionaria

por el momento. Lo anterior implica en que existe espacio para una política monetaria más expansiva en el país. Por otra parte, el mercado laboral muestra una tasa de desempleo estable, con un pequeño aumento en el margen, sobre el 7%. Sin embargo, las cifras hablan de una baja creación de empleo en los últimos meses, en particular un crecimiento de la ocupación de un 1,1% en junio. La categoría de empleo que crece es el empleo por cuenta propia, mientras que el asalariado se estancó en el margen. En paralelo, los indicadores de confianza sobre la economía nacional se encuentran en niveles pesimistas o neutrales, con un pequeño repunte en julio.

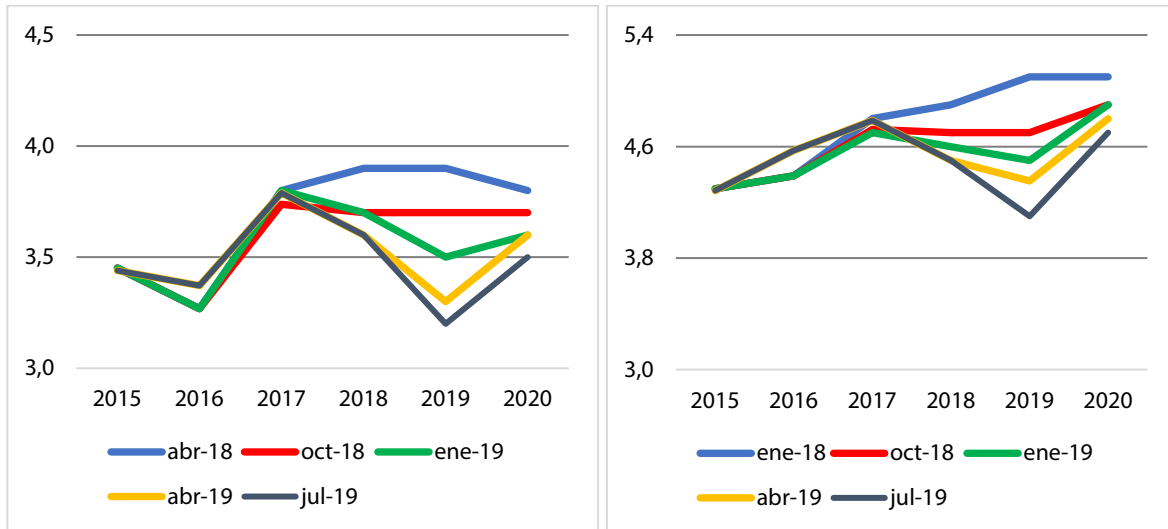
Para el segundo semestre deberíamos presenciar un mayor incremento del gasto público, dado que en el primer semestre creció bajo el 3% y para el año se espera que lo haga en 4%. Esto implica que tanto la política monetaria como la fiscal darán un cierto impulso a la actividad en la segunda parte del año. Ello

será compensado por condiciones internacionales más deterioradas. Por su parte, los menores ingresos fiscales producto del menor precio del cobre y la menor actividad, se traducirían en un mayor déficit fiscal (sobre 2% del PIB), aunque el estructural se mantendría en la meta del gobierno.

Finalmente, respecto a las tasas de interés de los bonos soberanos de Chile, la experiencia no difiere del fenómeno global. Así, en los últimos meses se han observado caídas importantes en las tasas nacionales, tanto reales como nominales. Dicha caída refleja, en parte, al igual que en el resto del mundo, un mayor pesimismo del mercado financiero con respecto a la economía. Debe destacarse que los niveles actuales de las tasas de largo plazo en el país son históricamente bajos. A diferencia de otras latitudes donde la baja de tasa ha ido acompañada de un aumento en los precios de las acciones, en Chile el desempeño de la bolsa ha sido negativo.

IV / Presentación de gráficos

GRÁFICO 1: Proyecciones de crecimiento mundial

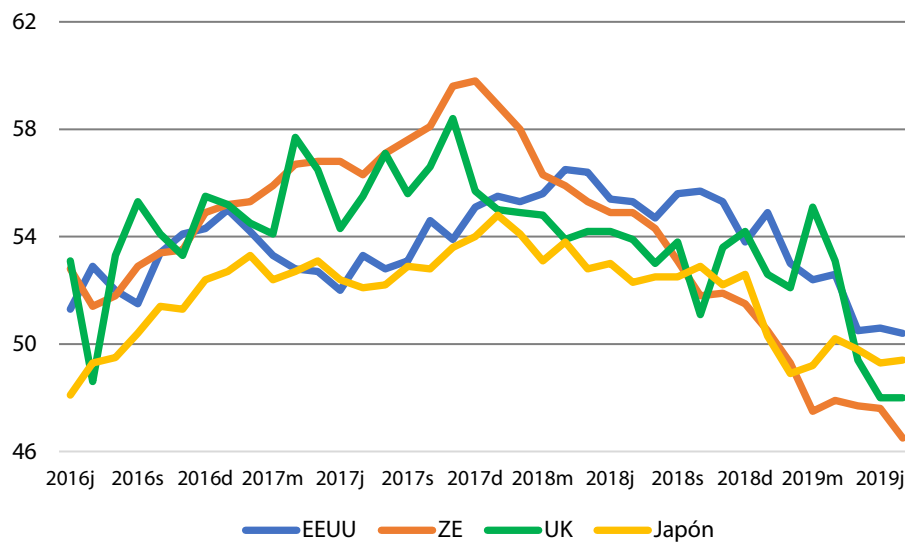


Panel (a): Mundo

Panel (b): Economías emergentes

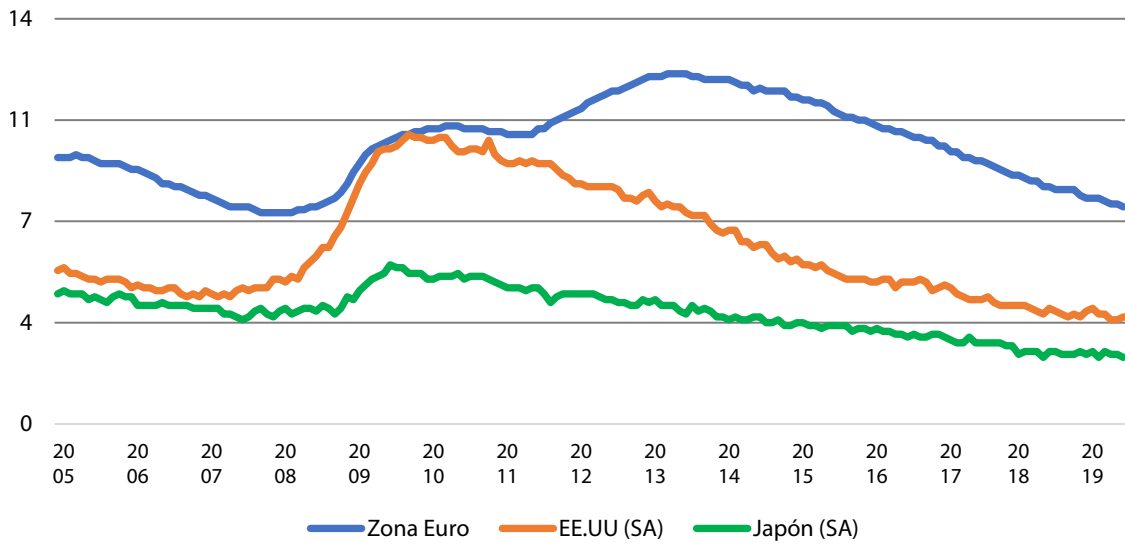
FUENTE: World Economic Outlook (FMI).

GRÁFICO 2: PMI de manufacturas de economías desarrolladas



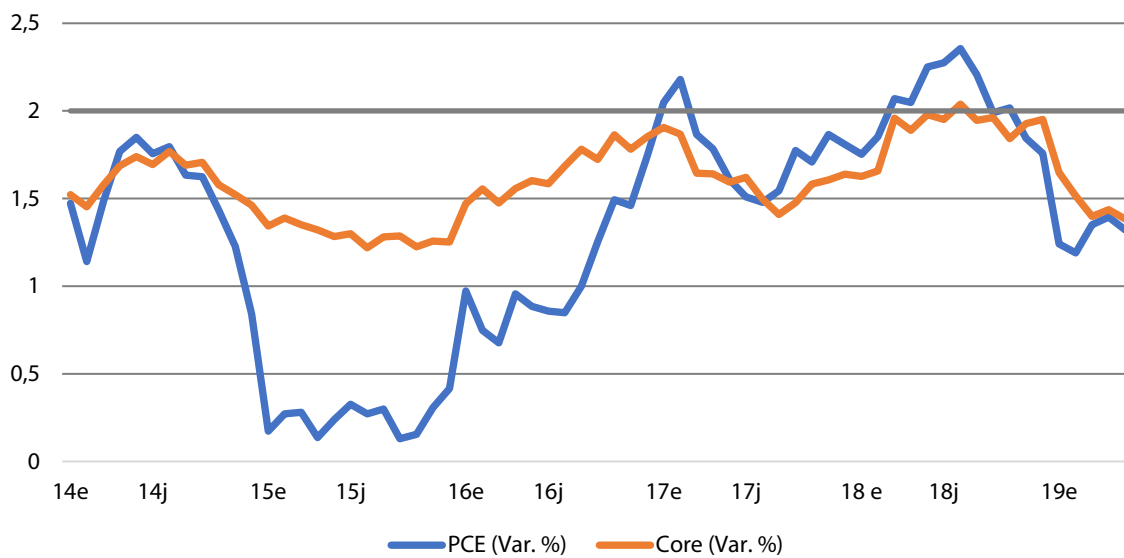
FUENTE: Bloomberg, TradingEconomics.

GRÁFICO 3: Tasa de desempleo de economías desarrolladas



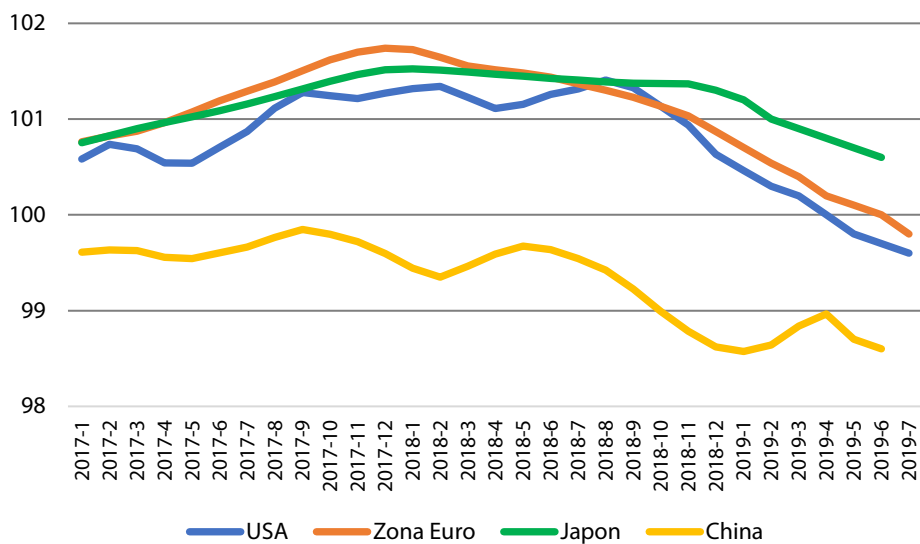
FUENTE: Eurostat, Statistics Bureau of Japan, Bureau of Labor Statistics.

GRÁFICO 4: Inflación (PCE) Estados Unidos



FUENTE: Bureau of Economic Analysis.

GRÁFICO 5: Indicador de confianza empresarial (BCI)



NOTA: El valor 100 corresponde al promedio de largo plazo.

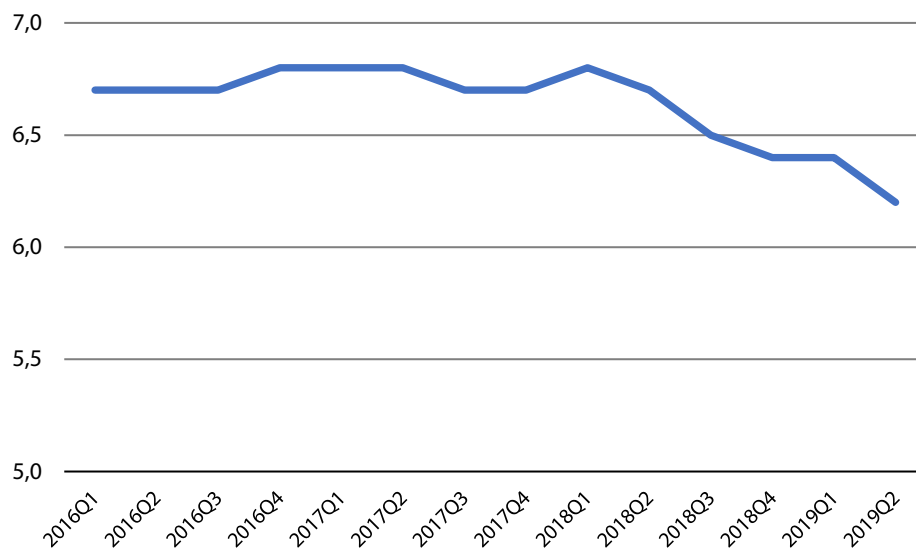
FUENTE: OECD.

GRÁFICO 6: Tasa bonos soberanos a 10 años de Estados Unidos



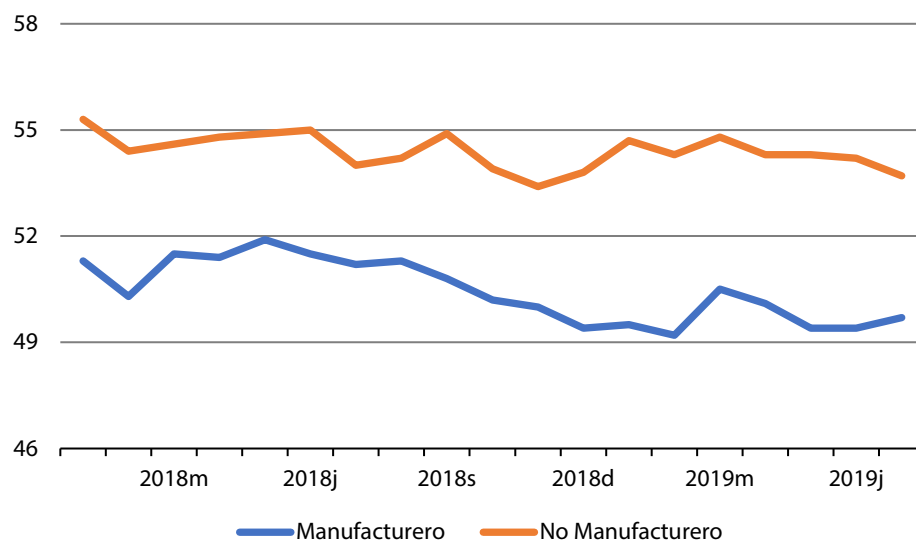
FUENTE: Banco Central de Chile, Bloomberg.

GRÁFICO 7: Crecimiento de China



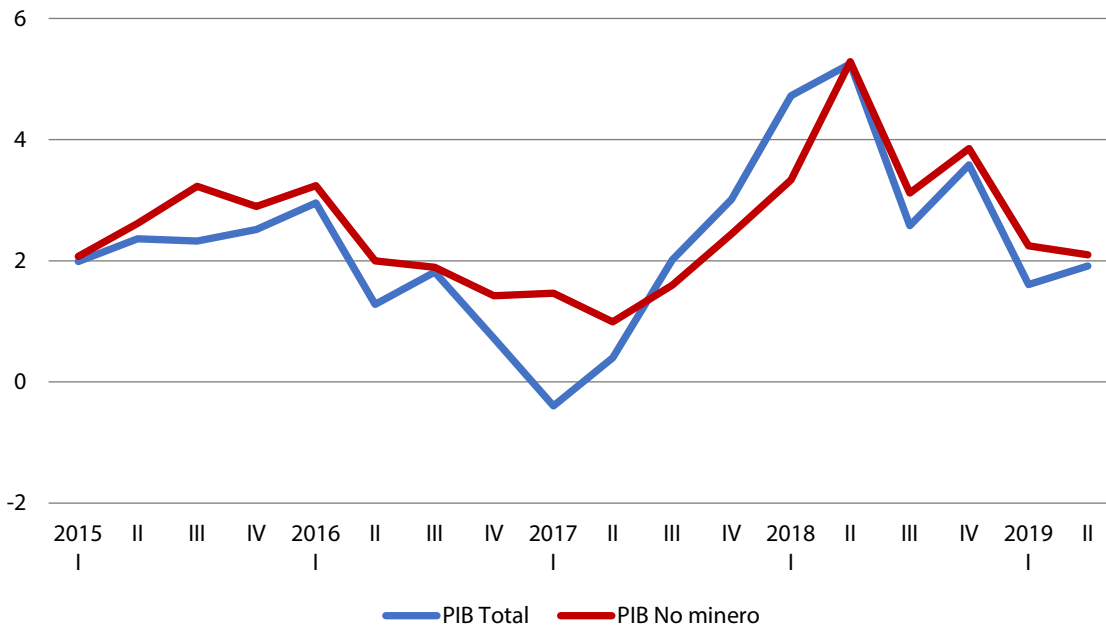
FUENTE: National Bureau of Statistics of China.

GRÁFICO 8: Indicadores PMI de China



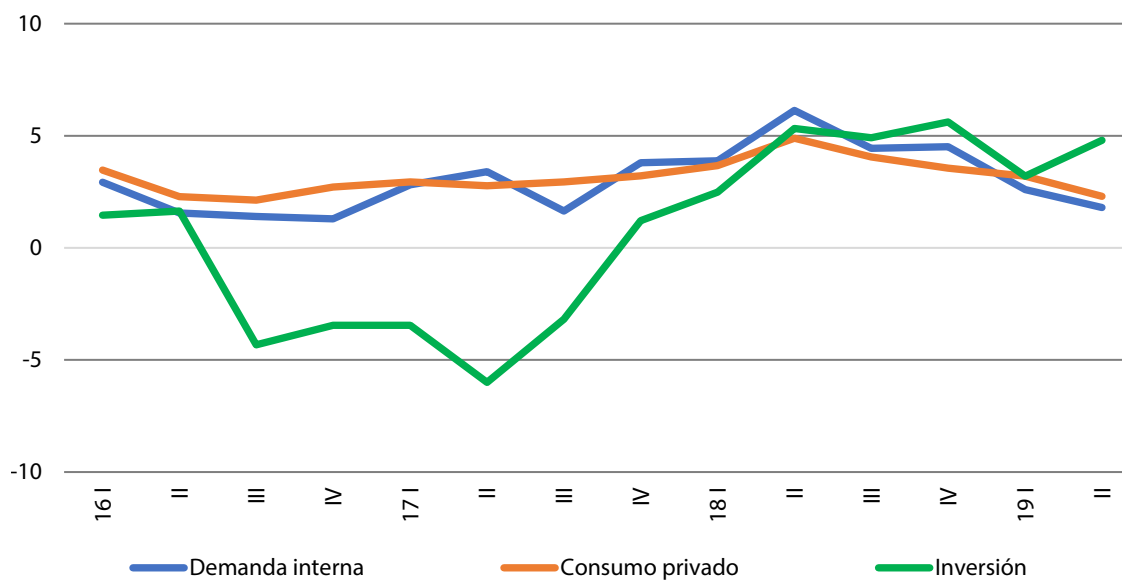
FUENTE: Bloomberg, TradingEconomics.

GRÁFICO 9: Variación anual del PIB de Chile



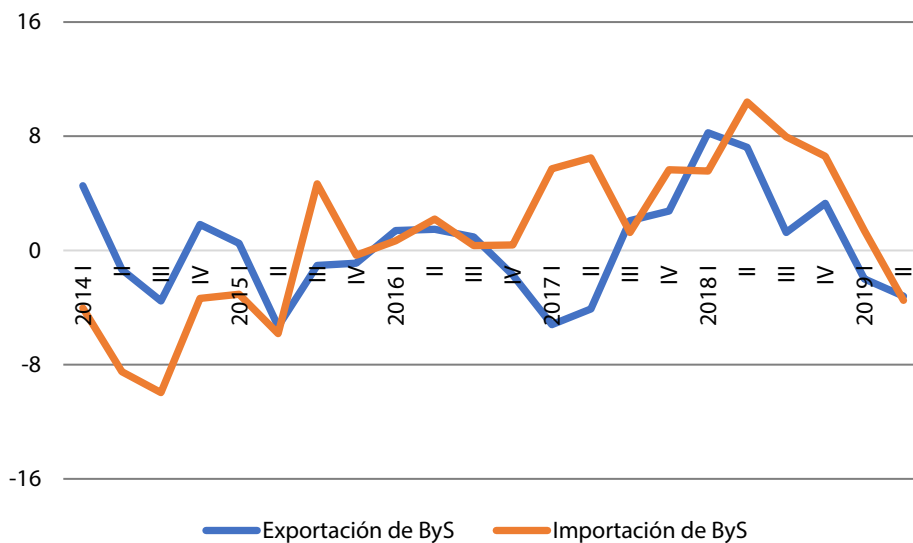
FUENTE: Banco Central de Chile

GRÁFICO 10: Variación anual PIB de Chile desagregado



FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 11: Variación anual del comercio de Chile



FUENTE: Banco Central de Chile.