

Puntos de Referencia

EDICIÓN DIGITAL
N° 500, enero 2019

MR

El momento económico internacional y nacional. Enero 2019

Rodrigo Vergara M.

CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS

Resumen

El panorama económico global se ve más incierto, más allá de un cierto optimismo que se ha producido en las últimas semanas, debido a temas como el eventual acuerdo comercial entre China y Estados Unidos, y el anuncio de la Reserva Federal de una política monetaria menos restrictiva que la que había estimado previamente. Este mayor optimismo en el margen, se ha traducido en una recuperación del precio de ciertos activos.

El mundo sigue creciendo sobre el promedio histórico. En Estados Unidos, y a pesar de su dinamismo en el tercer trimestre, se empiezan a ver indicadores de actividad menos promisorios en el margen y se proyecta que esto se profundice hacia adelante. Ello, debido a la moderación en el tiempo de los efectos del estímulo fiscal, a la política monetaria más restrictiva, a los problemas políticos y a la guerra comercial, entre otros. En Europa y Japón la desaceleración en el margen ha sido importante.

Todo indica que el mundo está bastante menos preparado para enfrentar una desaceleración significativa que lo que estaba previo a la crisis de 2008-2009. La razón fundamental radica en que los instrumentos de política fiscal y monetaria se han usado intensivamente y, luego, tienen hoy menos espacio que en ese entonces.

En China se observa un menor dinamismo en los últimos datos, lo que ha generado preocupación en sus autoridades. Tanto el gobierno como el banco central han reaccionado tomando medidas para impulsar la economía de manera significativa. Así, por ejemplo, recientemente se realizó una baja importante de los encajes bancarios.

En Chile, la actividad en el cuarto trimestre ha ido de acuerdo con lo esperado. En términos de IMACEC, el del mes de octubre fue más bajo de lo esperado, pero el de noviembre fue superior. Lo anterior lleva a que se espere un crecimiento de alrededor de 3,5% para el cuarto trimestre de 2018 y en torno al 4% para todo el año. Esto implica un rebote con respecto a las cifras del tercer trimestre, que habrían sido las más bajas del año. Para 2019 se estima que el crecimiento estará en el rango de 3,0-3,5%. No se han observado cambios en el crecimiento potencial. El escenario externo no es negativo, sin embargo hay un deterioro en el margen. A pesar del mayor crecimiento, las cifras de creación de empleo no han repuntado y el desempleo es algo mayor que hace doce meses.

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.

Este artículo corresponde a una transcripción de la presentación que realizó el autor en el CEP el 9 de enero de 2019.

1 / Introducción

El panorama económico global se ve más incierto, más allá de un cierto optimismo que se ha producido en las últimas semanas, debido a temas como el eventual acuerdo comercial entre China y Estados Unidos y el anuncio de la Reserva Federal de una política monetaria menos restrictiva que la que había estimado previamente. El mundo sigue creciendo sobre el promedio histórico. En Estados Unidos debido a la moderación en el tiempo de los efectos del estímulo fiscal, a la política monetaria más restrictiva, a los problemas políticos y a la guerra comercial, entre otros, se empieza a ver una desaceleración de los indicadores de actividad en el margen y se proyecta que esta se profundice hacia adelante.

¿Está el mundo preparado para una desaceleración? En términos gruesos, sí está preparado para una desaceleración moderada. Pero ¿está el mundo preparado para una fuerte desaceleración? Todo indica que el mundo está bastante menos preparado de lo que lo estaba para la crisis financiera global de 2008-2009. La razón para esto es que el estímulo monetario está prácticamente en sus máximos niveles en gran parte del mundo desarrollado, a excepción de Estados Unidos que lo ha ido retirando, y a que la política fiscal se ha usado también en un grado relevante, que ha significado un fuerte incremento de la deuda pública en muchos países. En efecto, en Japón llega a más de 200% del PIB y en el resto de los países desarrollados se acerca o supera el 100% del PIB (con la notable excepción de Alemania en que es de 60% del PIB). De esta forma, los instrumentos de política económica hoy están bastante más restringidos que en ese entonces.

Un hecho relevante de las últimas semanas es el acercamiento entre Estados Unidos y China. Este acercamiento se relaciona con que, en las circunstancias actuales, hay un interés mutuo en lograr algún tipo de acuerdo. Por una parte, los problemas internos en Estados Unidos y cierta fragilidad de su economía en el margen, más algunas señales del propio Presidente Trump, hacen prever una mayor inclinación a concre-

tar algún tipo de acuerdo. Por la otra, la desaceleración del crecimiento de China, y los efectos que ya está teniendo esta disputa comercial en dicha economía, hacen pensar que en ese país los incentivos van en la misma línea. Es improbable que se llegue en el corto plazo a un acuerdo definitivo y que abarque las distintas áreas de disputa. Más bien, se esperan algunos acuerdos parciales en temas comerciales, pero la postergación de otros más sensibles como los de propiedad intelectual. Con todo, estos acercamientos han generado un cierto clima de optimismo, al menos en lo más reciente, en los mercados. Hay una cierta expectativa de mejoría, lo que se refleja en el precio de los activos. No obstante, es relevante considerar que es posible que dicha mejoría puede ser de corta

Las cifras de Estados Unidos hasta el tercer trimestre del año pasado fueron muy sólidas, aunque las predicciones son menos promisorias hacia el futuro.

duración, en el sentido de que es difícil pensar que el acuerdo sea tan amplio que pueda cambiar las tendencias que llevan ambas economías.

Las cifras de Estados Unidos hasta el tercer trimestre del año pasado fueron muy sólidas, aunque, como se mencionó, las predicciones son menos promisorias hacia el futuro. En efecto, se espera una desaceleración de dicha economía hacia adelante. Europa y Japón siguen mostrando debilidad. Los datos europeos del último tiempo son bastante negativos. Hay una desaceleración importante que incluye a una gran cantidad de países, y a la que se ha sumado Alemania en estos últimos meses.

Otro hecho relevante es que Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, alivió a los mercados en forma relativamente importante, cuando hace algunas semanas anunció que se iban

a evaluar las futuras alzas en la tasa de interés de política monetaria. En la práctica, esto implica que las dos alzas que proyectaba dicha institución hoy están en duda. El mercado estima estabilidad de la tasa de política monetaria en 2019, e incluso está incorporando una baja durante 2020. La curva de rendimiento, por su parte, muestra un aplanamiento muy fuerte entre las tasas de corto y largo plazo, precisamente consistente con mantención de tasas hacia adelante. Más aún, surgen nuevamente los temores a una inversión en dicha curva (esto es, tasas largas menores que tasas cortas), dado que en el pasado ese fenómeno ha estado asociado a recesiones.

Para 2019 se estima que el crecimiento estará en el rango de 3,0-3,5%. No se han observado cambios en el crecimiento potencial.

El Brexit, por su parte, sigue agitando a los mercados. El acuerdo logrado entre el gobierno de Theresa May y Bruselas se vota el martes 15 de enero en la Cámara de los Comunes. En caso de que se rechace dicho acuerdo, se abre una serie de opciones que van desde la salida dura del Reino Unido de la Unión Europea, hasta un nuevo referéndum y nuevas elecciones.

Respecto al mundo emergente, vuelve a surgir el tema de la deuda en moneda extranjera, ya que sus niveles se siguen incrementando en un escenario que además se pone más incierto. Dicho endeudamiento viene particularmente del sector corporativo, y es una preocupación que está presente en todo el mundo.

En China se observa una desaceleración en los últimos datos, que ha generado preocupación en las autoridades. Tanto el gobierno como el banco central han reaccionado tomando medidas para impulsar la economía de manera significativa. Hace unos días, se realizó una baja importante de los encajes banca-

rios. Si bien esto ayuda a solucionar la problemática de corto plazo, queda la preocupación respecto del mediano y largo plazo y, en particular, del nivel de endeudamiento. Recordemos que en China, la suma del endeudamiento corporativo y de las familias supera el 200% del PIB y sigue creciendo. En esta línea, las autoridades habían estado muy preocupadas de estabilizar dicho endeudamiento. Sin embargo, con todas las medidas más reciente que se están tomando, cuyo objetivo es mitigar la desaceleración económica, se ha dejado de lado el objetivo de estabilizar la deuda y el riesgo es que ésta siga creciendo.

En Chile, la actividad en el cuarto trimestre ha ido de acuerdo con lo esperado. En términos de IMACEC, el del mes de octubre fue más bajo de lo esperado, pero el de noviembre fue superior. Lo anterior lleva a que se espere un crecimiento de alrededor de 3,5% para el cuarto trimestre de 2018 y en torno al 4% para todo el año. Para 2019 se estima que el crecimiento estará en el rango de 3,0-3,5%. No se han observado cambios en el crecimiento potencial. El escenario externo no es negativo, sin embargo hay un deterioro en el margen.

2 / Situación internacional

La proyección de crecimiento global del FMI para 2019 se mantiene en 3,7%, sin embargo es probable que en las nuevas proyecciones, que se esperan muy pronto, haya una nueva revisión hacia abajo (Cuadro 1). De hecho, otras instituciones internacionales, como el Banco Mundial, ha ido en esa dirección. Se debe recordar que ya en octubre hubo una revisión a la baja, por lo que se puede decir que estas revisiones se comienzan a acumular, generando un escenario de menor dinamismo proyectado para la economía mundial.

Estados Unidos tuvo un tercer trimestre con una cifra de crecimiento de 3,5% y una inversión que creció de forma muy fuerte con un 15,1%. Sin embargo, las cifras de las últimas semanas muestran que la economía se empieza a debilitar en el margen y para este año se espera una desaceleración relevante.

El tercer trimestre de la Zona Euro fue bastante bajo, 0,6%, con un crecimiento del consumo y la inversión de 0,4 y 0,7% respectivamente. Esto se suma a indicadores más recientes, que reafirman dicha debilidad, y a los temas políticos como los que se han vivido en Francia, los temas fiscales en Italia y cifras menores a las esperadas en la mayor economía de la región, Alemania. Por supuesto, todo ello tiene un condimento adicional, cual es el Brexit. Japón tuvo un tercer trimestre bastante negativo, con una caída del PIB de 2,5%, aunque influenciado por efectos puntuales.

En EE. UU. el desempleo sigue muy bajo con una cifra de de 3,9%, y los salarios siguen lentamente acelerándose llegando a un crecimiento de 3,2% en los últimos 12 meses.

Respecto a los PMI (*Purchasing Managers' Index*, Gráfico 1) de manufacturas, observamos una disminución en las principales economías del mundo, aunque destaca la significativa caída que ha experimentado la Zona Euro. En los PMI de servicios también hay, en general, reducciones, aunque más moderadas.

Respecto de los PMI de China (Gráfico 2), el no manufacturero se ha mantenido relativamente estable, mientras en el manufacturero se observa una caída que incluso deja el último dato bajo 50, que es el límite entre lo positivo y lo negativo.

Por otra parte, en Estados Unidos el desempleo sigue muy bajo con una cifra de de 3,9%, y los salarios siguen lentamente acelerándose llegando a un crecimiento de 3,2% en los últimos 12 meses. Sin embargo, a pesar de esta alza, su aumento sigue siendo moderado. Respecto a la inflación (Gráfico 3), se mantiene tanto la total como la subyacente (que excluye alimentos y energía) levemente sobre la meta

de 2%, aunque en los últimos meses se ha moderado en forma relevante, explicada principalmente por la caída del precio del petróleo. Respecto a la tasa de política monetaria, en diciembre subió nuevamente llegando al rango de 2,25-2,50%. La información de la Fed implicaba dos alzas esperadas para 2019, sin embargo el mensaje de su presidente, Jerome Powell, genera la duda de si esto efectivamente ocurrirá, con un mercado inclinándose más bien por una mantención durante 2019. Las tasas de largo plazo, por su parte, han bajado, lo que ha generado que la curva de rendimiento (Gráfico 4) se haya aplanado en forma significativa. El dólar a nivel internacional sigue relativamente fuerte.

Respecto al Brexit, recordemos que la votación original era el 11 de diciembre de 2018, y que esta fue cancelada debido a que el gobierno no tenía los votos para aprobar el acuerdo. El martes 15 de enero es la nueva fecha para la votación en la Cámara de los Comunes. Hay que tener en consideración que, independiente del resultado, siempre existe la posibilidad de una moción de censura por parte del partido laborista. En el caso de que se apruebe el acuerdo, habría un Brexit ordenado el 29 de marzo de 2019. En el caso de que no se apruebe, se generan una serie de opciones, que involucran un Brexit duro, posibles cambios de gobierno, la solicitud de extensión del artículo 50, y/o la realización de un nuevo referéndum.

3 / Situación nacional

El crecimiento de 2018 sería en torno a 4%, con un primer semestre de 5% y un segundo de alrededor de 3%. El IMACEC de noviembre de 3,1% (Gráfico 5) fue mayor a lo esperado, lo que en alguna medida compensa el IMACEC de octubre que fue bajo lo esperado. Si bien hay que ser precavidos al hacer análisis con una sola cifra, este IMACEC de 3,1% es importante por dos razones. Por un lado, despeja algunas dudas en cuanto a que el crecimiento podría haberse seguido desacelerando, lo que no parece ser el caso, al menos en la situación actual. Además, porque esta alza se

debe en parte al sector minero (que había estado restando en los últimos meses) y al sector de servicios (que es bastante más estable en el tiempo). Con esto, el PIB que tuvo una desaceleración importante en el tercer trimestre se recuperaría en el último cuarto del año y se encaminaría a un rango de crecimiento entre 3 y 3,5% en 2019.

Respecto a la inflación (Gráfico 6), que en algún momento había superado el 3,0%, se desacelera y cae a 2,6%. Lo anterior se explica fundamentalmente, al igual que en el caso del resto de los países analizados previamente, por la baja del precio de los combustibles. De hecho, deberíamos esperar inflaciones bajas en los próximos meses, debido a que en Chile la baja de precios de los combustibles es gradual, producto del mecanismo de estabilización de precios. Por otro lado, la inflación subyacente (IPC SAE) ha estado subiendo, pero sigue en niveles relativamente bajos, ubicándose en la parte inferior del rango meta del Banco Central.

La tasa de desempleo se ubicó en 6,8% en noviembre. Destaca la estabilidad del desempleo en los últimos 8 años en el rango de 6-8% (Gráfico 7). Sin embargo, en lo más reciente esto va acompañado de un bajo dina-

mismo del empleo (Gráfico 8), que crece 0,5%, y que, más allá de la discusión sobre las cifras de empleo, es un dato bajo si se le compara con una economía que en el margen está creciendo en torno a 3,5%. La buena noticia es que el empleo asalariado, que es el más formal, está creciendo por sobre el empleo en cuenta propia. Sin embargo, este crecimiento del empleo asalariado se observa principalmente en el sector público, donde el crecimiento del empleo es de 2,8%, mientras en el sector privado presenta un crecimiento de 0,5%.

La otra cifra que causa cierto grado de preocupación es la caída de las expectativas (Gráfico 9). Observamos que tanto las cifras de expectativas de consumidores (IPEC) como el de confianza empresarial (IMCE) están por debajo de 50, nivel que marca el límite entre optimismo y pesimismo.

Por último, en las cifras fiscales vemos que hubo un ajuste muy significativo durante 2018. El gasto acumulado a noviembre de 2018 es de 2,7%, lo que implica que debiera cumplir con el aumento proyectado del gasto de 3,3% para 2018. Lo anterior es importante, en cuanto se parte cumpliendo con los compromisos fiscales que adquirió la actual administración.

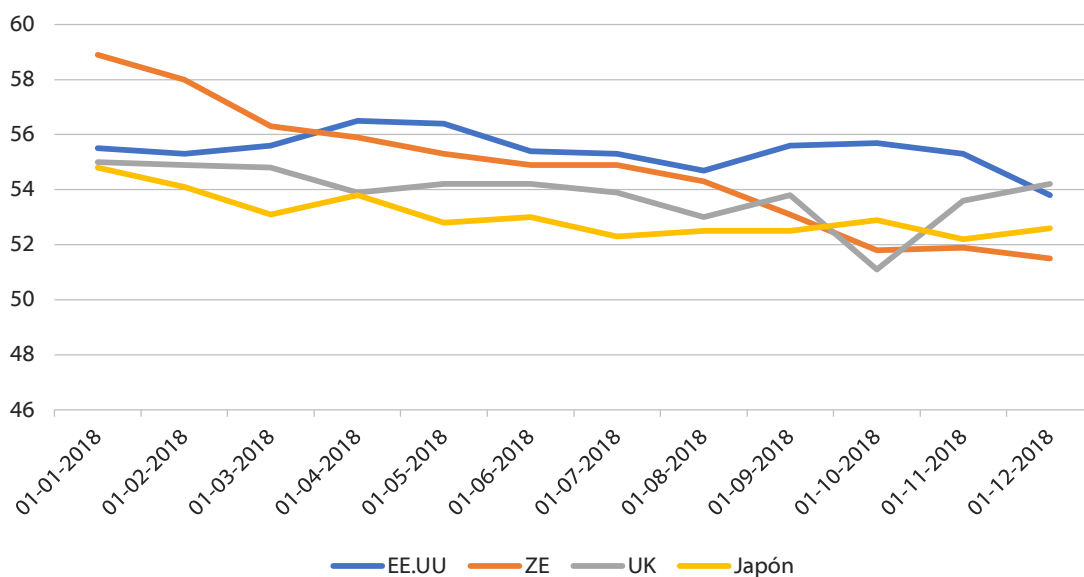
4 / Presentación de gráficos

CUADRO 1: Crecimiento Mundial

	Promedio 1980-2017	2016	2017	2018	2019
Mundo	3,5	3,2	3,7	3,7(3,9)	3,7(3,9)
Ec. Avanzadas	2,4	1,7	2,3	2,4(2,4)	2,1(2,2)
USA	2,6	1,5	2,2	2,9(2,9)	2,5(2,7)
Eurozona	1,5	1,8	2,4	2,0(2,2)	1,9(1,9)
Japón	2,0	0,9	1,7	1,1(1,0)	0,9(0,9)
Ec. Emergentes	4,5	4,4	4,7	4,7(4,9)	4,7(5,1)
China	9,6	6,7	6,9	6,6(6,6)	6,2(6,4)
América Latina	2,6	-0,6	1,3	1,2(1,6)	2,2(2,6)

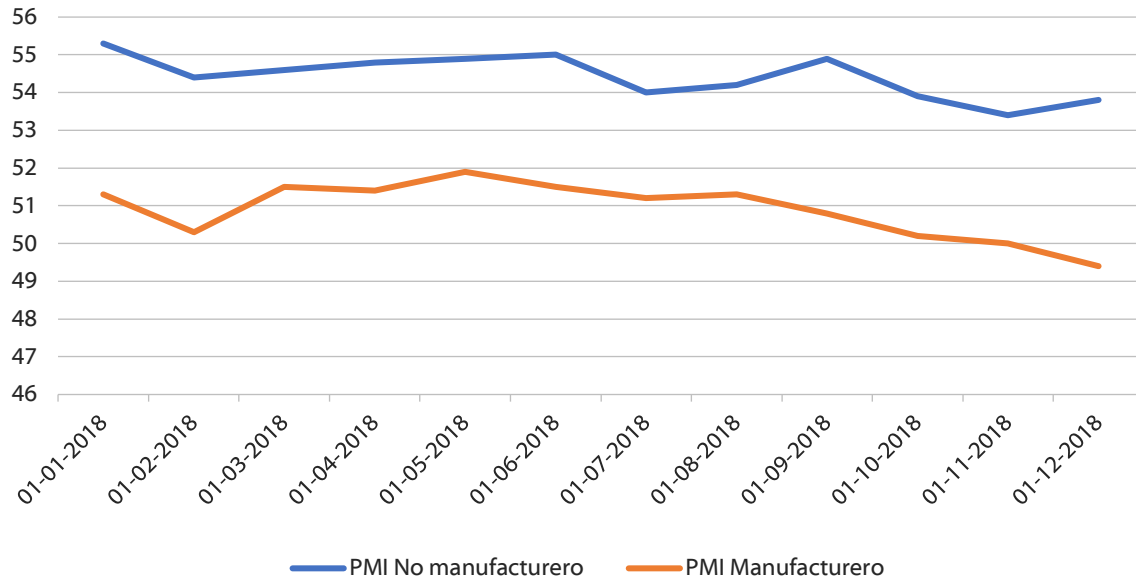
FUENTE: World Economic Outlook, actualización octubre 2018 (FMI).

GRÁFICO 1: PMI Manufacturas EE. UU, ZE, UK y Japón



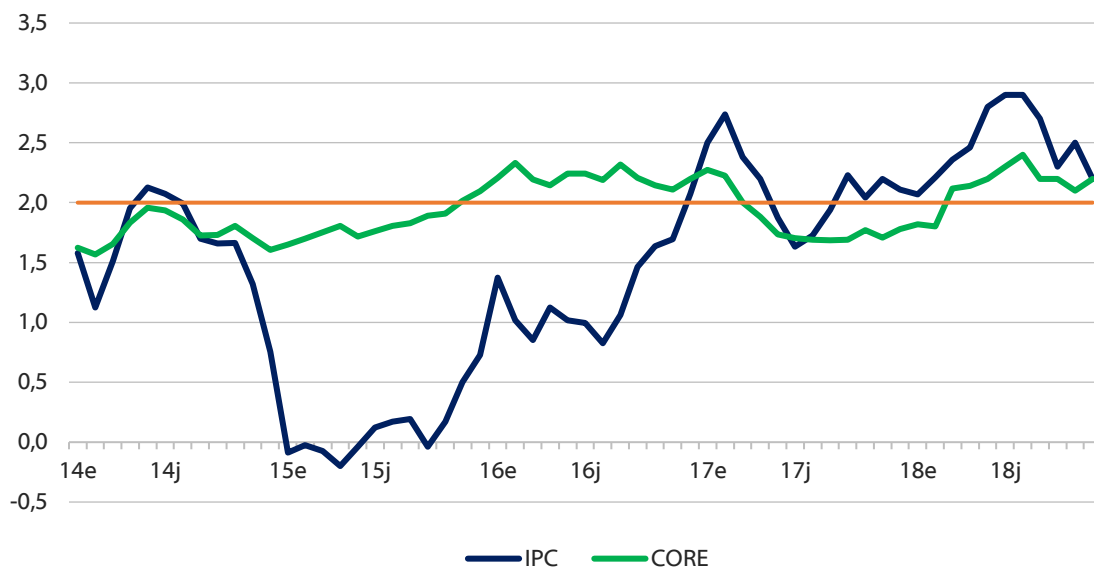
FUENTE: Bloomberg.

GRÁFICO 2: PMI Manufacturas y No Manufacturas de China



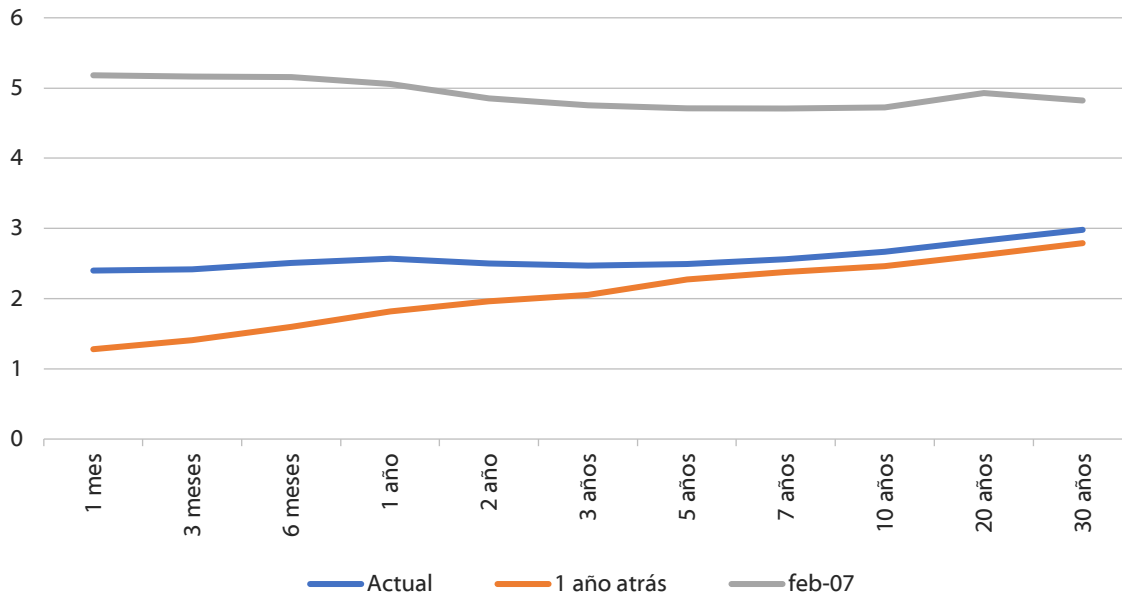
FUENTE: Bloomberg.

GRÁFICO 3: Inflación en Estados Unidos (% variación en 12 meses)



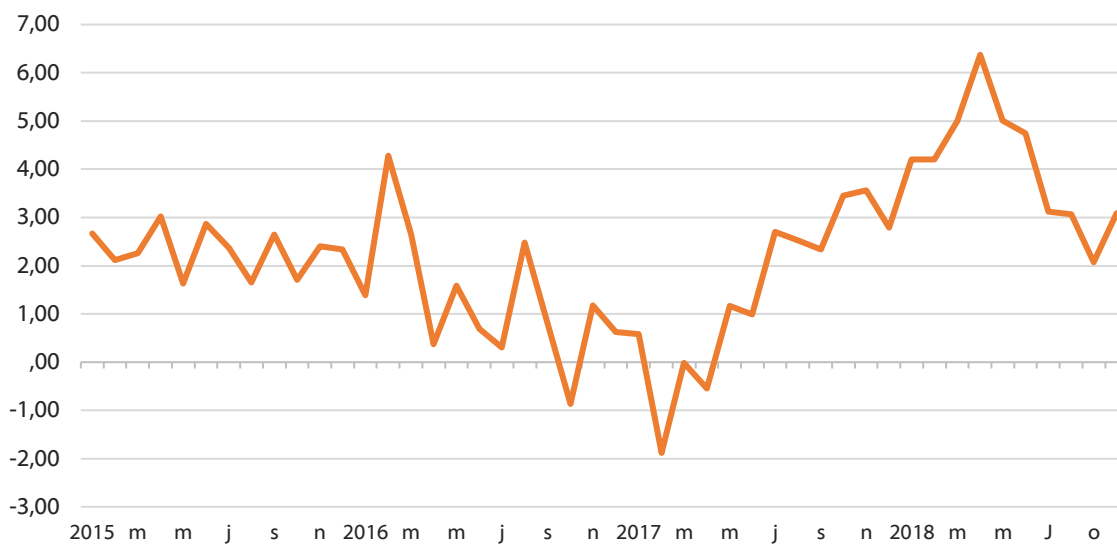
FUENTE: Banco Central de Chile y Bureau of Labor Statistics.

GRÁFICO 4: Curva de rendimiento



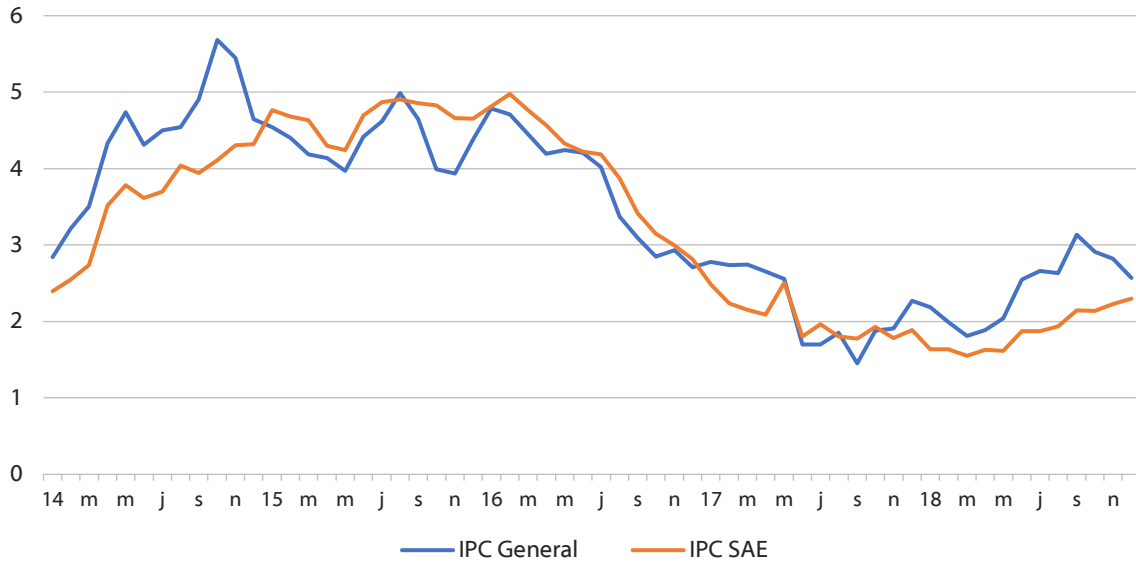
FUENTE: Reserva Federal.

GRÁFICO 5: IMACEC (% variación en 12 meses)



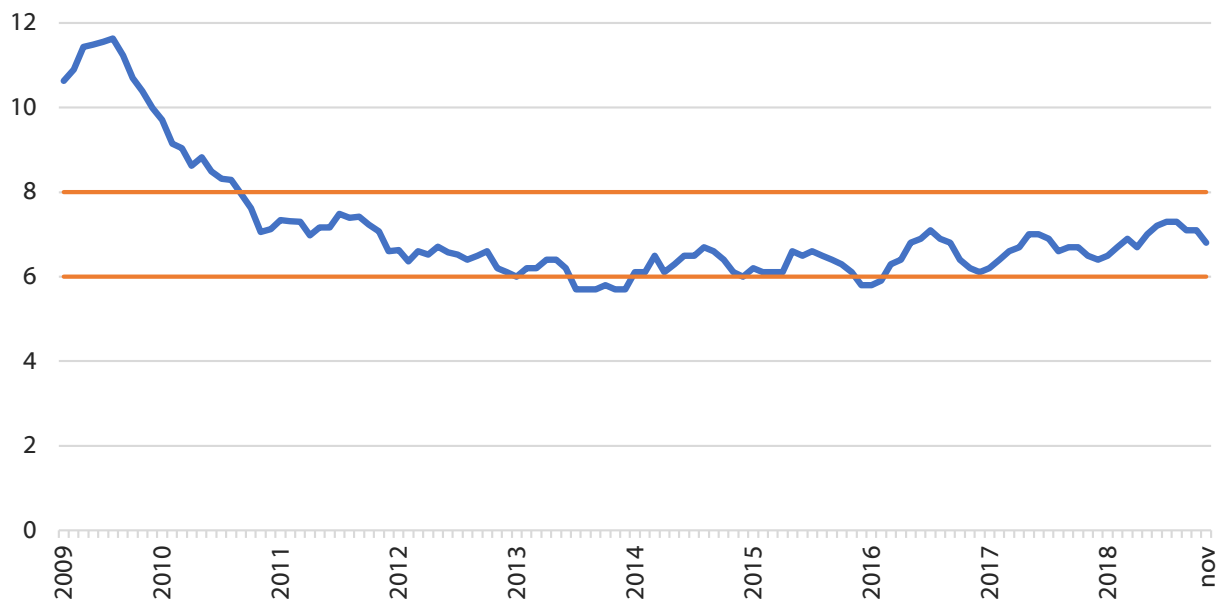
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 6: Inflación (% variación en 12 meses)



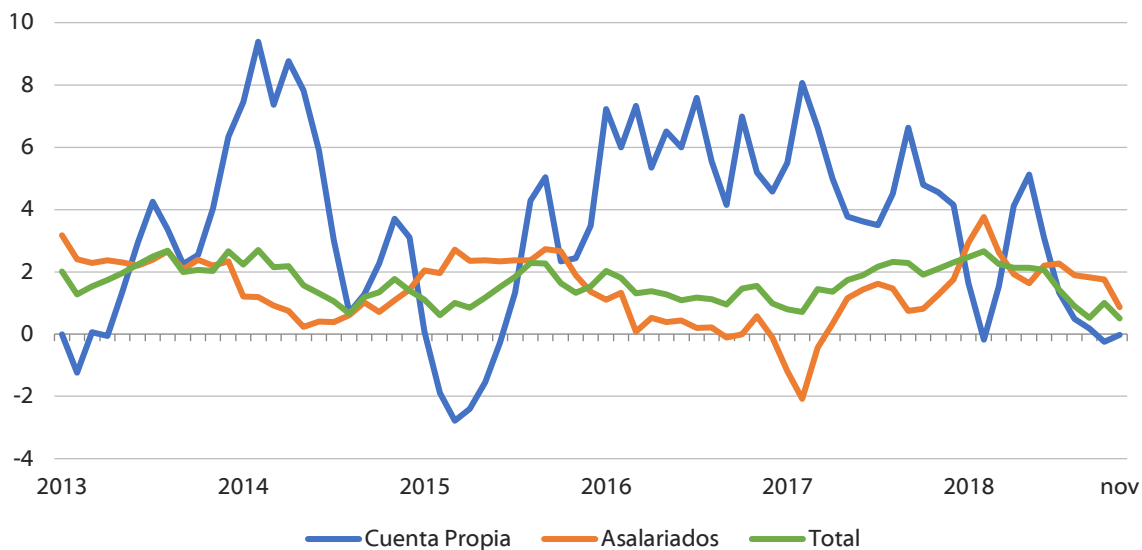
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 7: Tasa de Desempleo Nacional



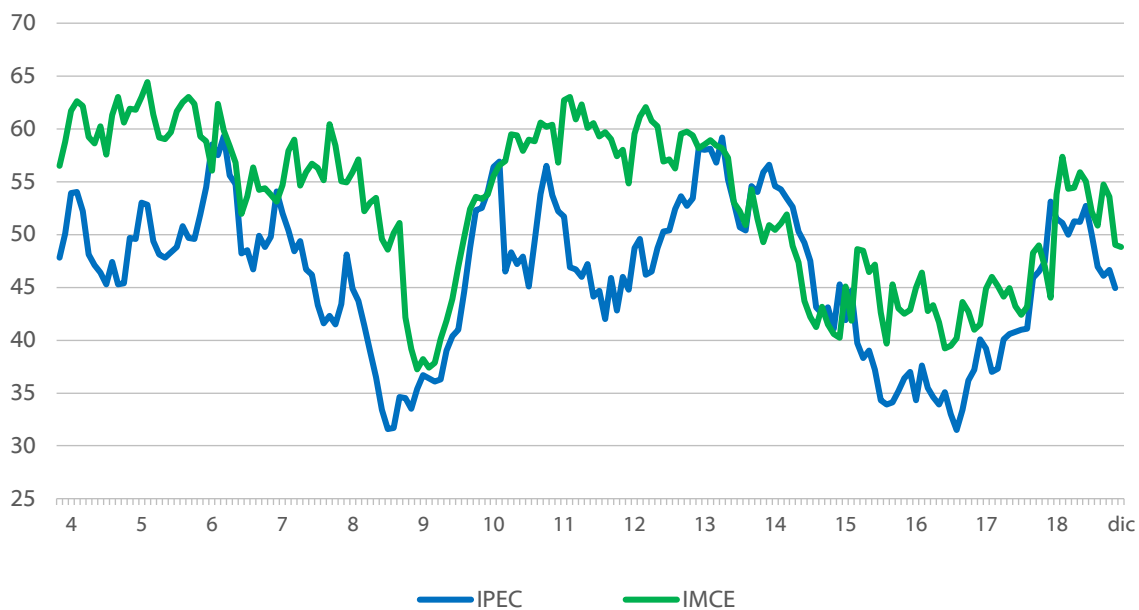
FUENTE: Banco Central de Chile e INE.

GRÁFICO 8: Trabajadores Asalariados y Cuenta Propia (% variación en 12 meses)



FUENTE: Banco Central de Chile e INE.

GRÁFICO 9: Índices de percepción: IPEC e IMCE



FUENTE: Banco Central de Chile. **PdR**