

Puntos de Referencia

EDICIÓN DIGITAL
N° 510, junio 2019

El momento económico internacional y nacional. Junio 2019

Rodrigo Vergara M.

CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS

Resumen

Los resultados que se han observado en lo más reciente reafirman una visión algo más negativa para la economía mundial en 2019. De manera general, se aprecia una caída en el crecimiento de las economías emergentes, y, en el margen, un menor dinamismo de las economías desarrolladas a pesar de las buenas cifras que exhibieron algunas de ellas en el primer trimestre. Esto en un contexto de caídas importantes en las tasas de interés, particularmente las de largo plazo, y en que los principales bancos centrales del mundo se preparan para nuevos estímulos monetarios. La visión es algo mejor para el próximo año, con un repunte esperado de la economía global. Un aspecto a tener en consideración al respecto es que dicha recuperación no está garantizada, debido, en gran parte, a riesgos que siguen latentes: Guerra Comercial e impactos eventualmente limitados de las políticas de estímulo que se están aplicando. El repunte, se espera, vendría de parte de los países emergentes.

El comercio internacional ya muestra los impactos de la Guerra Comercial, desacelerándose rápidamente y en lo más reciente retrocediendo. La situación para China, aunque positiva, también se ha deteriorado en el margen. En efecto, a pesar de un primer trimestre sobre las expectativas, las proyecciones para el futuro cercano apuntan a una desaceleración. La Guerra Comercial parece haber tenido mayores repercusiones para el gigante asiático que las reconocidas por sus autoridades, además diferentes indicadores se han deteriorado en el margen.

Los resultados más negativos por parte de los emergentes tienen a los países de América Latina como protagonistas. En las mayores economías de la región, Brasil, México y Argentina, se han seguido reduciendo las proyecciones de crecimiento de manera importante.

En Chile, la desaceleración se ha extendido. En el primer trimestre la economía nacional creció sólo 1,6 por ciento y en el segundo crecería algo más. Se espera que durante el segundo semestre la situación mejore, aunque la intensidad y velocidad de dicho repunte no está asegurada. Los datos apuntan a un crecimiento anual más cercano a un 2,5 por ciento que a un 3 por ciento para la economía chilena el 2019. La inversión, que tuvo un crecimiento de 4,7 por ciento en 2018, se ha desacelerado. El primer trimestre creció 2,9 por ciento y un componente muy relevante de esta, las importaciones de bienes de capital, presentan una leve caída en doce meses en lo que va del segundo cuarto del año. Ello indicaría una inversión que continúa débil en el segundo trimestre.

Hacia 2020 se estima un crecimiento de la economía chilena más cercano al tendencial, es decir, entre 3,0 y 3,5 por ciento. Para lograr esto es relevante que se genere el repunte de la economía internacional y que se despejen incertidumbres políticas internas.

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 20 de junio de 2019.

I. Introducción

Los resultados que se han observado en lo más reciente reafirman una visión algo más negativa para la economía mundial en 2019. De manera general, se aprecia una caída en el crecimiento de las economías emergentes, y, en el margen, un menor dinamismo de las economías desarrolladas, a pesar de las buenas cifras que exhibieron algunas de ellas en el primer trimestre. Esto en un contexto de caídas importantes en las tasas de interés, particularmente las de largo plazo, y en que los principales bancos centrales del mundo se preparan para nuevos estímulos monetarios. La visión es algo mejor para el próximo año, con un repunte esperado de la economía global. Un aspecto a tener en consideración al respecto es que dicha recuperación no está garantizada, debido, en gran parte, a riesgos que siguen latentes: Guerra Comercial e impactos eventualmente limitados de las políticas de estímulo que se están aplicando. El repunte, se espera, vendría de parte de los países emergentes.

Entre las economías desarrolladas, se sigue observando un rendimiento bajo en Europa. En el margen, indicadores como el PMI de Manufacturas siguen cayendo, al igual que las proyecciones de crecimiento de sus principales economías. El Banco Central Europeo ha sido bastante explícito en que vendrá un mayor estímulo monetario, aunque el espacio de maniobra es acotado ya que la tasa de política monetaria del bloque es nula. A su vez, Estados Unidos y Japón mostraron buenos resultados el primer trimestre de este año, pero los datos más recientes exhiben una desaceleración en el margen. En el caso estadounidense se observa menor dinamismo en el PMI, salarios y empleo. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) también ha dado señales de que estaría pronta a aumentar el estímulo monetario. Las tasas de interés de largo plazo reflejan el sentimiento más pesimista del mercado, mostrando niveles negativos en varios países. Otro fenómeno importante relacionado con las tasas de interés, y que se ha observado en Estados Unidos desde hace un tiempo, es la “inversión” de la curva de rendimiento. Esto es relevante ya que en el

pasado este fenómeno ha sido un buen predictor de recesiones. Sin desmedro de lo anterior, un aspecto sorprendente de los datos es que, a pesar de las señales más claras de menor dinamismo, las tasas de desempleo siguen en niveles históricamente bajos en gran parte de este grupo.

La situación para China, aunque positiva, también se ha deteriorado en el margen. En efecto, a pesar de un primer trimestre sobre las expectativas, las proyecciones para el futuro cercano apuntan a una desaceleración. La Guerra Comercial parece haber tenido mayores repercusiones para el gigante asiático que las reconocidas por sus autoridades, además diferentes indicadores se han deteriorado en el margen. Las posibles negociaciones que puedan ocurrir con Estados Unidos durante la reunión del G20 son relevantes para la economía china. En tanto, sus autoridades están embarcadas en políticas de estímulo monetario y fiscal para evitar una desaceleración mayor.

Los resultados más negativos por parte de los emergentes tienen a los países de América Latina como protagonistas. En las mayores economías de la región, Brasil, México y Argentina, se han seguido reduciendo las proyecciones de crecimiento, lo que es particularmente agudo en el caso de Argentina, que sigue exhibiendo crecimientos muy negativos así como una alza importante en el desempleo (en el primer trimestre la economía cayó 5,8% y el desempleo superó el 10%). Esto dificulta la situación política, particularmente en Brasil y Argentina. En el lado positivo resalta la estabilización reciente del tipo de cambio en Argentina y algún avance en la reforma de pensiones en Brasil.

En Chile, la desaceleración se ha extendido. El primer trimestre de la economía nacional fue bastante bajo, y el segundo no muestra un repunte importante. Se espera que durante el segundo semestre la situación mejore, aunque la intensidad y velocidad de dicho repunte no está asegurada. Expectativas más bajas por parte de los hogares y empresas, clima político interno complejo y una situación externa más frágil son los principales desafíos para la recuperación chilena. El Banco Central llevó a cabo una reducción en

la tasa de política monetaria de 50 puntos base, y el mercado apuesta a otra reducción (y quizás dos) en lo que resta del año. Con todo, se espera una recuperación más sólida hacia el próximo año, acercándose a su crecimiento tendencial.

II. Situación internacional

El crecimiento mundial proyectado para este año por el FMI es de 3,3 por ciento, lo que está por debajo del promedio de los últimos 40 años (correspondiente a 3,5 por ciento, que además era la proyección estimada para este año previo al último reporte). Un aspecto a destacar es la sucesiva revisión a la baja para el crecimiento de 2019 y 2020, como se observa en los Gráficos 1 y 2. Por lo mismo, no debiera sorprender que próximamente se corrija nuevamente algo hacia abajo el pronóstico de este año para la economía global, el que, con todo, no es particularmente negativo. El contexto general muestra varios signos de desaceleración, como los resultados más recientes, entre otros, de los PMI manufacturero de las principales economías del mundo (Gráfico 3), los indicadores de confianza, además de tasas de interés de largo plazo negativas en varias economías desarrolladas y la curva de rendimientos “invertida” en Estados Unidos (Gráfico 4).

Las economías desarrolladas que lograron un buen rendimiento el primer trimestre, donde destaca Japón y, especialmente, Estados Unidos, comienzan a mostrar ciertas señales de menor dinamismo. Por su lado, las economías emergentes han exhibido un desempeño menor al esperado, particularmente los países de América Latina. Las autoridades monetarias de las mayores economías ya han indicado que vendrán nuevos estímulos producto precisamente de un menor dinamismo económico, así como de inflaciones sustancialmente inferiores a sus metas.

En Estados Unidos, que está pasando por el ciclo expansivo más largo de su historia, existen algunas razones para preocuparse del desempeño de la economía hacia adelante. En primer lugar, el crecimiento del primer cuarto del año estuvo influenciado por

un aumento de inventarios, lo que puede tener y ha tenido una lectura más bien negativa. En segundo lugar, se han observado desaceleraciones en algunos indicadores, como el PMI manufacturero (Gráfico 3), de creación de empleo, salarios y de confianza empresarial. De forma similar, las tasas de interés de largo plazo han caído de manera importante en los últimos meses, bordeando el dos por ciento a finales de junio. Relacionado con lo anterior, en el último tiempo se ha observado una “inversión” en la curva de rendimiento (Gráfico 4), esto es de tasas de interés de largo plazo menores a las tasas de corto plazo. Este fenómeno suele reflejar un pesimismo del mercado y es considerado como un buen predictor de recesiones (en el gráfico se observa cierta similitud

Por lo mismo, no debiera sorprender que próximamente se corrija nuevamente algo hacia abajo el pronóstico de este año para la economía global, el que, con todo, no es particularmente negativo.

entre la curva actual y la previa a la Gran Recesión del 2008). La Fed ha planteado la posibilidad de generar estímulos monetarios, partiendo por una reducción en la tasa de política monetaria. A diferencia de otras economías desarrolladas, el espacio de maniobra es mayor, ya que la tasa de política monetaria está por sobre dos por ciento. Por su parte, tanto la inflación como su medida subyacente (sin precios de alimentos y energía) siguen por debajo de la meta de 2 por ciento (Gráfico 5). Por último, y como contraposición a lo anterior, los datos de desempleo siguen mostrando niveles muy bajos, 3,6 por ciento en mayo (Gráfico 6), el nivel más bajo en 50 años.

En el caso de Europa, retroceden los indicadores de crecimiento. En el margen se observa, entre otros,

una desaceleración de los indicadores manufactureros (Gráfico 3), una caída en la confianza empresarial y mayor preocupación y más activismo de las autoridades económicas. El actual presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, ha sido enfático en la necesidad de incrementar los estímulos en las economías de la Zona Euro. La inflación, por su parte, sigue en niveles reducidos (1,2 por ciento en mayo). En este caso la efectividad de nuevas medidas de estímulo es menos clara en cuanto la tasa de interés de política monetaria ya se encuentra en cero. A pesar de la desaceleración observada por el bloque, los niveles de desempleo se han mantenido bajos (7,6 por ciento en abril, Gráfico 6). Algo similar ocurre en Japón, con un buen crecimiento en el primer trimestre, pero con signos de desaceleración en el margen. En una situación semejante a la de la Zona Euro, los espacios para el Banco Central japonés de estimular su economía son bastante acotados.

La Guerra Comercial sigue siendo un fenómeno relevante para el desempeño de la economía global, en cuanto afecta al crecimiento mundial principalmente por dos razones. La primera, debido a que ha llevado a una desaceleración importante del comercio internacional a partir de finales de 2018 (Gráfico 7). En efecto, de estar creciendo un 4 por ciento anual en octubre de 2018, el promedio en los tres primeros meses de 2019 es de un -0,1 por ciento. La segunda, por los importantes niveles de incertidumbre que genera. Este conflicto comercial se intensificó en los últimos meses. En la actualidad el presidente Trump tiene amenazado a China con aranceles a productos chinos evaluados en más de 300 mil millones de dólares, mientras que China ya no tiene espacio para poner aranceles a más productos (Gráfico 8). Hasta el momento, parece ser que el conflicto ha afectado (en términos económicos al menos) en mayor medida al gigante asiático. Cabe esperar las conversaciones entre ambos protagonistas durante la reunión del G20, pero es difícil pensar en una solución integral en el corto plazo.

En el primer trimestre de este año China creció 6,4 por ciento, lo que implica un desempeño favorable,

aunque al igual que en otros casos la economía parece estar perdiendo algo de dinamismo en el margen. La situación de las tres grandes economías de América Latina preocupa. Tanto México, como Brasil y Argentina, han visto reducidas sus proyecciones de crecimiento de manera significativa. En específico, Brasil y Argentina tuvieron un crecimiento negativo el primer trimestre, que fue particularmente severo en el segundo caso, donde además el desempleo avanzó en forma significativa y la inflación no cede. Por otro lado, existen tensiones políticas relevantes en ambos países lo que puede dificultar una recuperación robusta y pronta de estas economías.

Respecto a las materias primas, el cobre ha sufrido una caída relevante tras el agravamiento de la Guerra Comercial, llegando a precios cercanos a 2,7 dólares la libra. A su vez, el petróleo, con altibajos, también en promedio ha disminuido.

Para 2020 se espera un repunte de la economía global, con un crecimiento proyectado de 3,6 por ciento. Como puede observarse en los Gráficos 1 y 2, este aumento se sustentaría en una recuperación de las economías emergentes. Parte importante de ella depende de cómo se desenvuelvan los conflictos globales existentes, particularmente la Guerra Comercial, además de la capacidad de las autoridades de los países más desarrolladas de estimular sus respectivas economías. A su vez, algunos factores internos, especialmente ligados a factores políticos, podrían afectar las proyecciones de desempeño económico del próximo año de algunos países emergentes, en particular en América Latina.

III. Situación nacional

En Chile, la economía sigue sin exhibir un repunte claro. La variación anual del IMACEC de abril fue de 2,1 por ciento (Gráfico 9), mayor que la observada en los tres meses previos, pero aún no lo suficiente como para alcanzar las cifras de crecimiento proyectadas por las autoridades. Un simple ejercicio aritmético deja claro que no será fácil lograr la parte baja del rango de crecimiento que proyecta el gobier-

no (rango entre 3 y 3,5 por ciento). En efecto, para llegar a 3 por ciento se requeriría crecer en torno a 3,7 por ciento promedio en lo que resta del año. A ello hay que sumar que las variables que conocemos para mayo (exportaciones, importaciones, ventas de autos, generación de energía eléctrica) no son buenas. La velocidad del IMACEC, que corresponde a variación de la serie desestacionalizada trimestre a trimestre (y no en 12 meses) y anualizada, muestra cierto repunte en el margen (2,2 por ciento en abril para el segmento no minero, Gráfico 10). Estos datos apuntan a un crecimiento anual más cercano a un 2,5 por ciento que a un 3 por ciento para la economía chilena este año.

La inversión, que tuvo un crecimiento de 4,7 por ciento en 2018, se ha desacelerado. El primer trimestre creció 2,9 por ciento y un componente muy relevante de esta, las importaciones de bienes de capital, presentan una leve caída en doce meses en lo que va del segundo cuarto del año (Gráfico 11). Ello indicaría una inversión que continúa débil en el segundo trimestre. Adicionalmente, se observa una caída importante en las expectativas de los hogares (IPEC), que se encuentra en niveles pesimistas desde mediados de 2018, y en la confianza empresarial (IMCE), que ha disminuido y hoy se encuentra en nivel neutro (Gráfico 12).

Las tasas de interés en UF de los bonos del Banco Central se encuentran en niveles negativos para el corto y mediano plazo (hasta 4 años), lo que se produce tras una caída relevante desde fines de 2018 (Gráfico 13). En particular, las tasas cayeron fuertemente tras la reducción de la tasa de política monetaria en 50 puntos base (7 de junio). En los mercados, este ajuste se recibió como un reforzamiento de la

desaceleración de la economía chilena y las menores expectativas a futuro. Así, el mercado espera hoy al menos una baja adicional en lo que resta del año por parte del ente emisor.

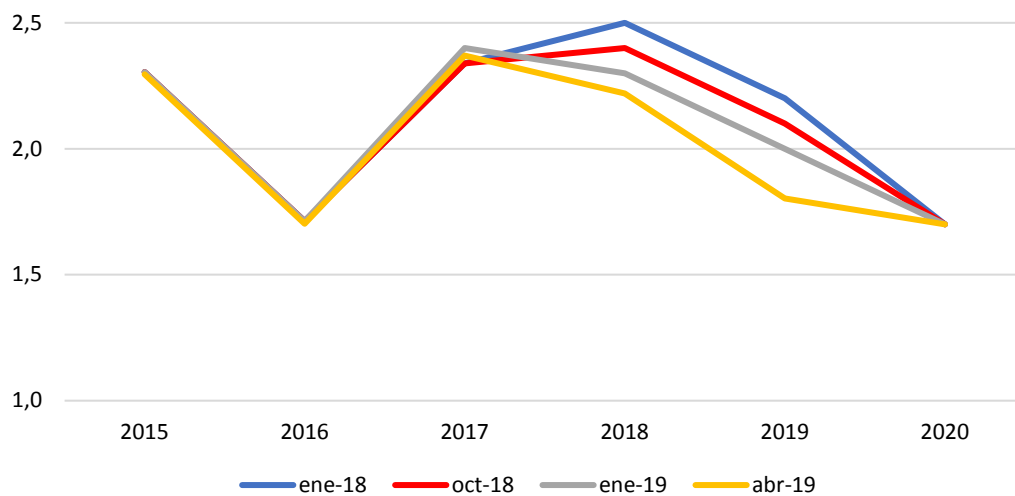
La inflación sigue en niveles menores a la meta del Banco Central, con una variación anual de 2,3 por ciento del IPC en mayo y una inflación subyacente de 2 por ciento. Por otra parte, la creación de empleo marcó un 1,4 por ciento anual en abril, subiendo respecto a los resultados previos. No obstante, la creación de empleo asalariado privado prácticamente no crece según las cifras del INE.

Estos datos apuntan a un crecimiento anual más cercano a un 2,5 por ciento que a un 3 por ciento para la economía chilena este año.

Los indicadores recientes parecen indicar un retraso en la recuperación de la economía. Es probable que el crecimiento suba en lo que resta del año, en especial en el tercer trimestre, pero en forma algo menos intensa de lo que se proyectaba hace un tiempo e incluso de las cifras estimadas por las autoridades. Hacia 2020 se estima un crecimiento más cercano al tendencial, es decir, entre 3,0 y 3,5 por ciento. Para lograr esto es relevante que se genere el repunte de la economía internacional y que se despejen incertidumbres políticas internas.

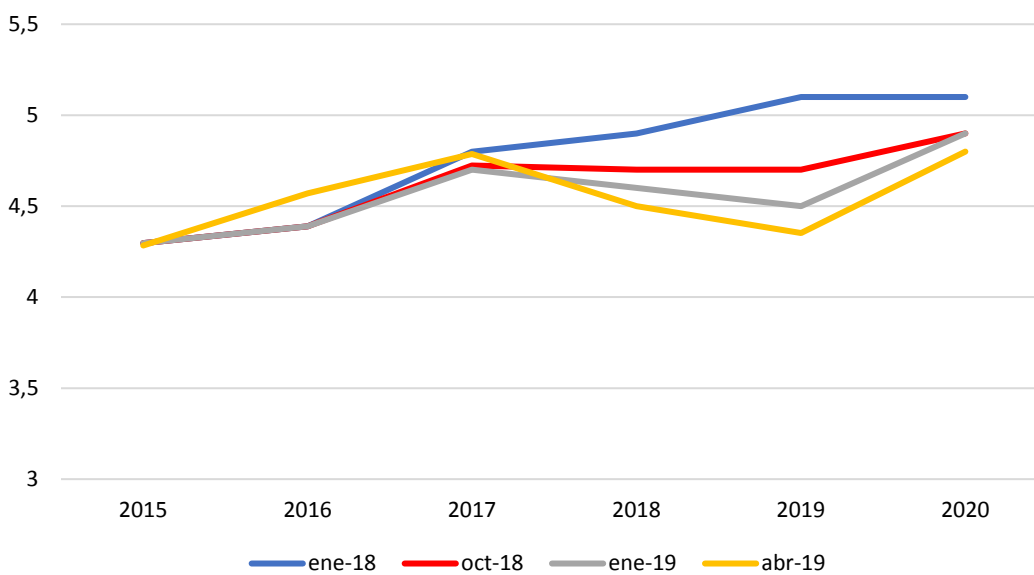
IV / Presentación de gráficos

GRÁFICO 1: Proyecciones de crecimiento de economías desarrolladas



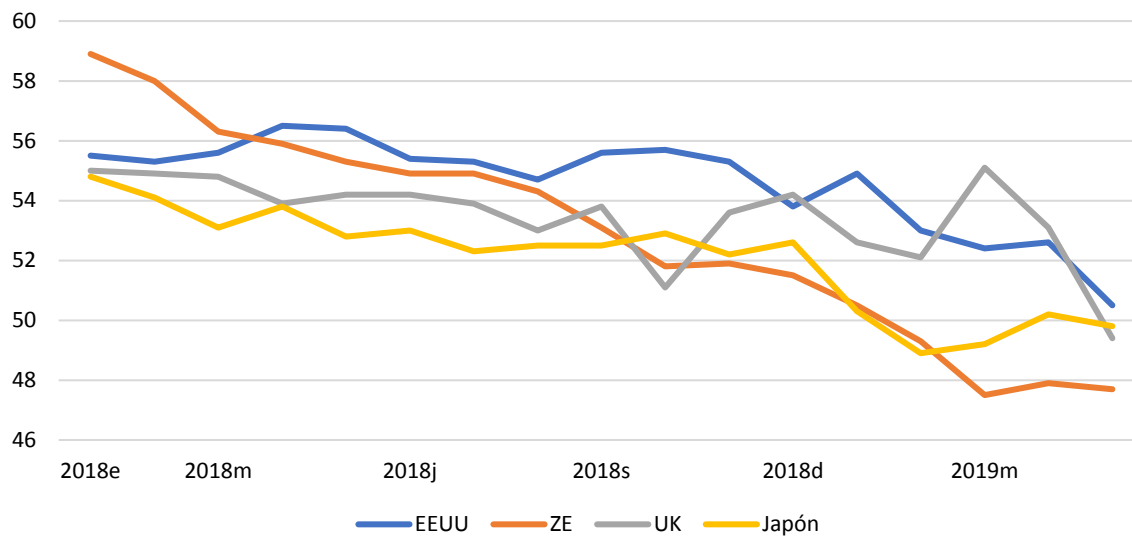
FUENTE: FMI (WEO).

GRÁFICO 2: Proyecciones de crecimiento economías emergentes



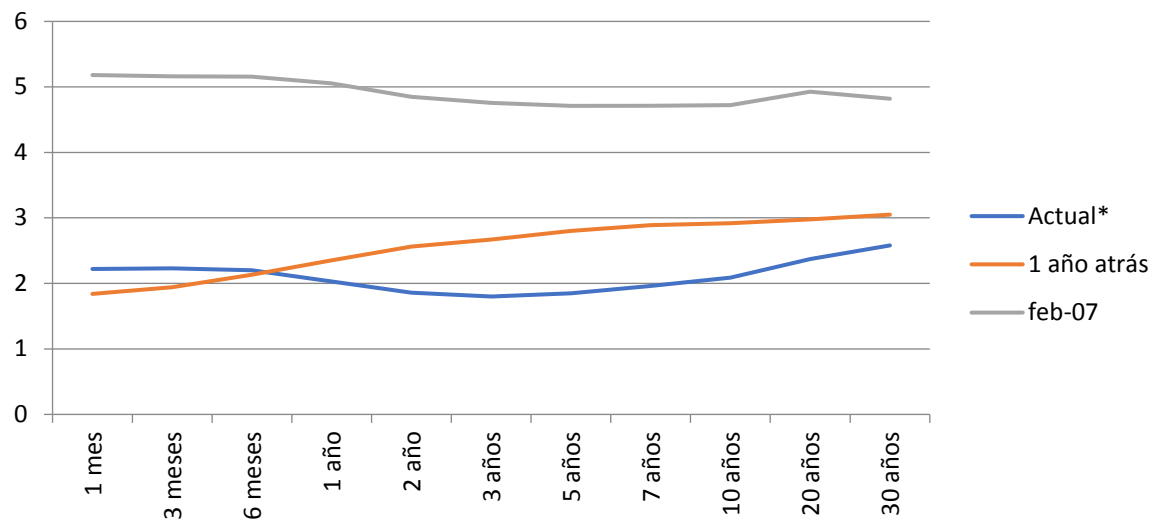
FUENTE: FMI (WEO).

GRÁFICO 3: PMI de manufacturas de economías desarrolladas



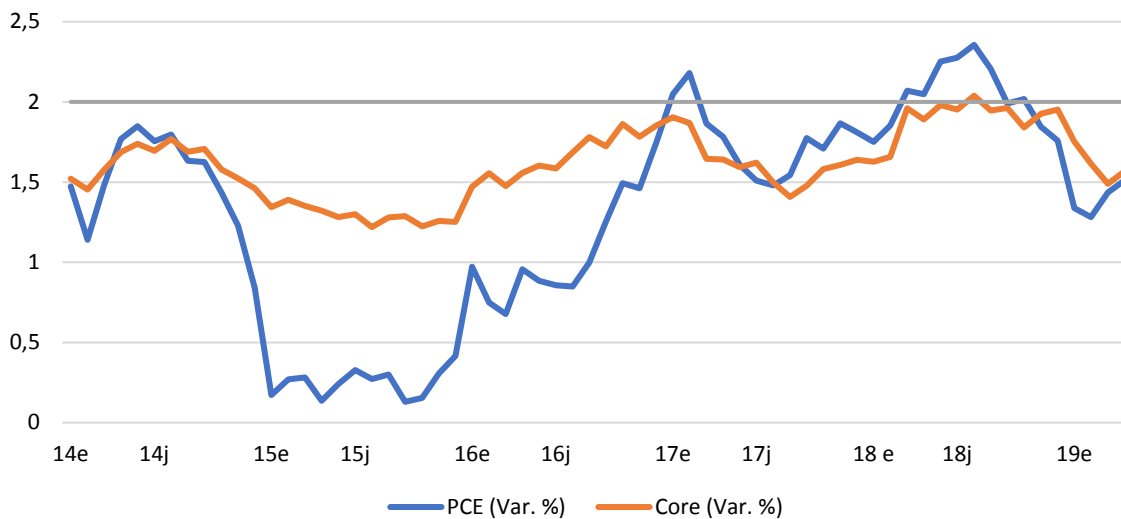
FUENTE: Bloomberg, TradingEconomics.

GRÁFICO 4: Curva de rendimiento de bonos de Estados Unidos



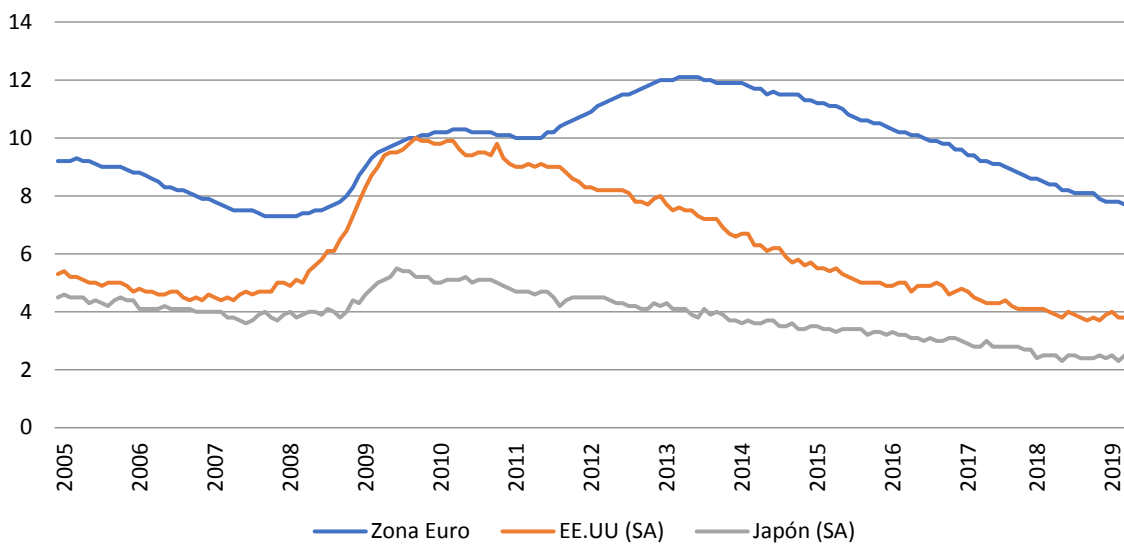
FUENTE: Reserva Federal de Estados Unidos.

GRÁFICO 5: Variación anual de la inflación (PCE) de Estados Unidos



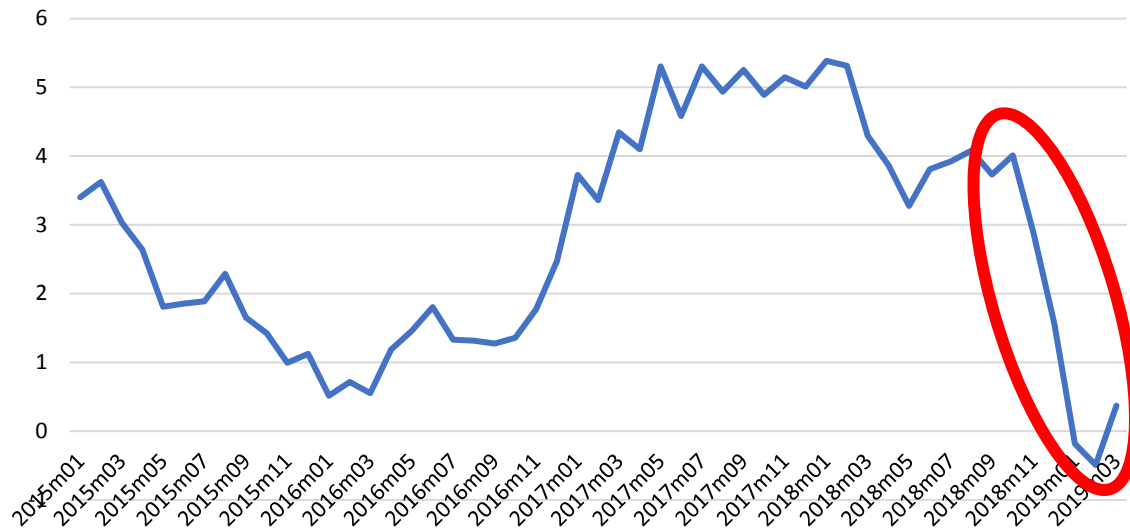
FUENTE: Bureau of Economic Analysis.

GRÁFICO 6: Tasa de desempleo economías desarrolladas



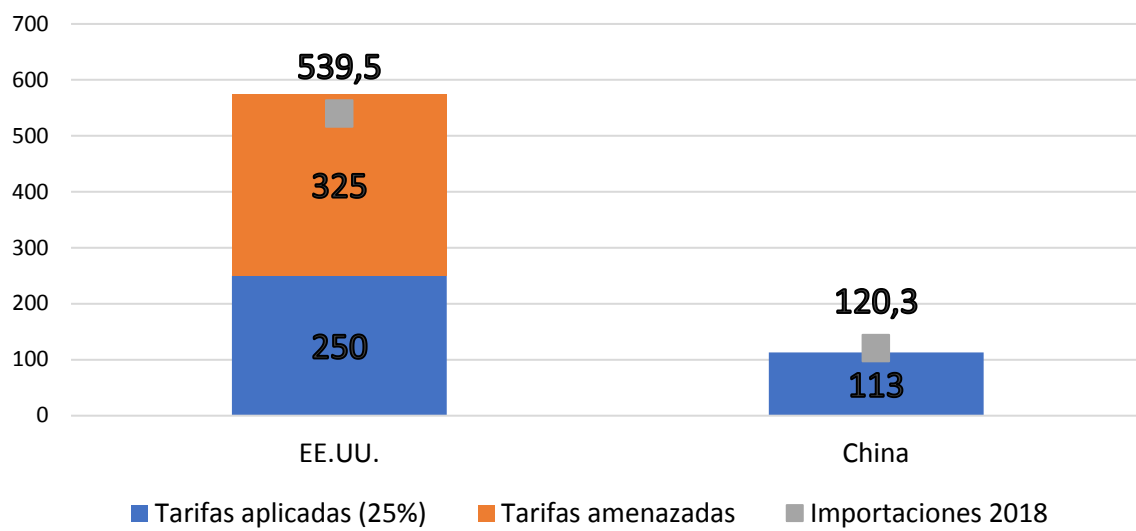
FUENTE: Eurostat, Bureau of Labor Statistics y Statistics Bureau of Japan.

GRÁFICO 7: Crecimiento porcentual en 12 meses del comercio internacional (suavizado por trimestres)



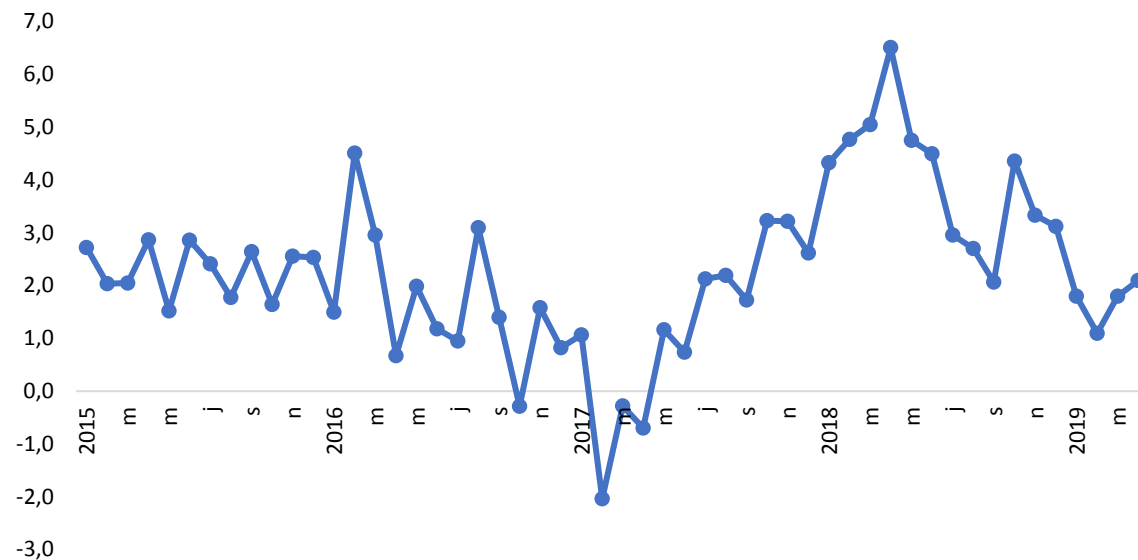
FUENTE: CPB Netherland Bureau for Economic Policy Analysis.

GRÁFICO 8: Aranceles Guerra Comercial EE.UU. – China



FUENTE: US Census Bureau, Financial Times.

GRÁFICO 9: Variación anual IMACEC



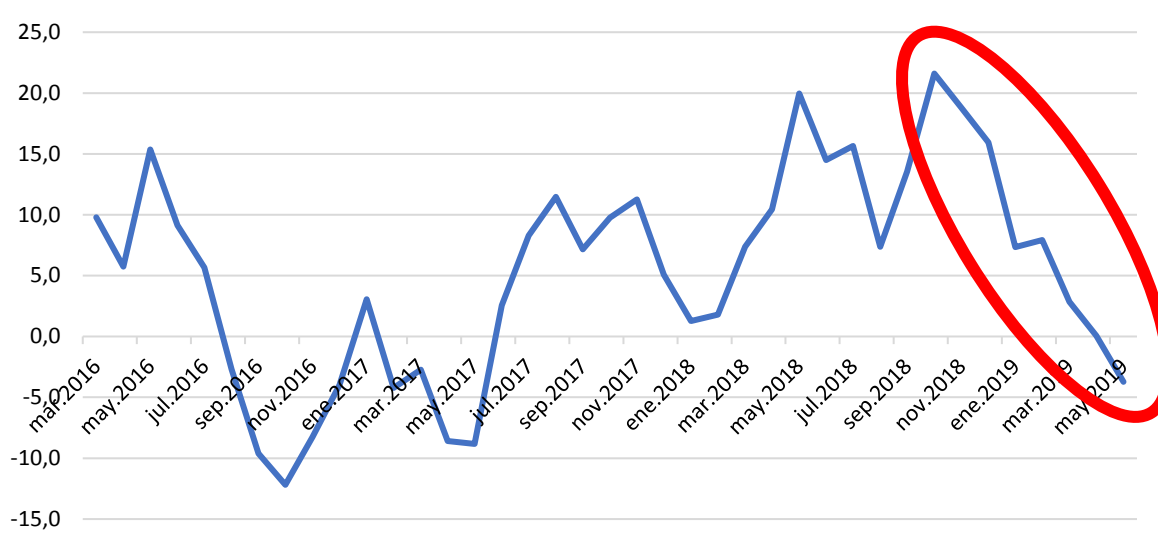
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 10: Velocidad IMACEC desestacionalizado



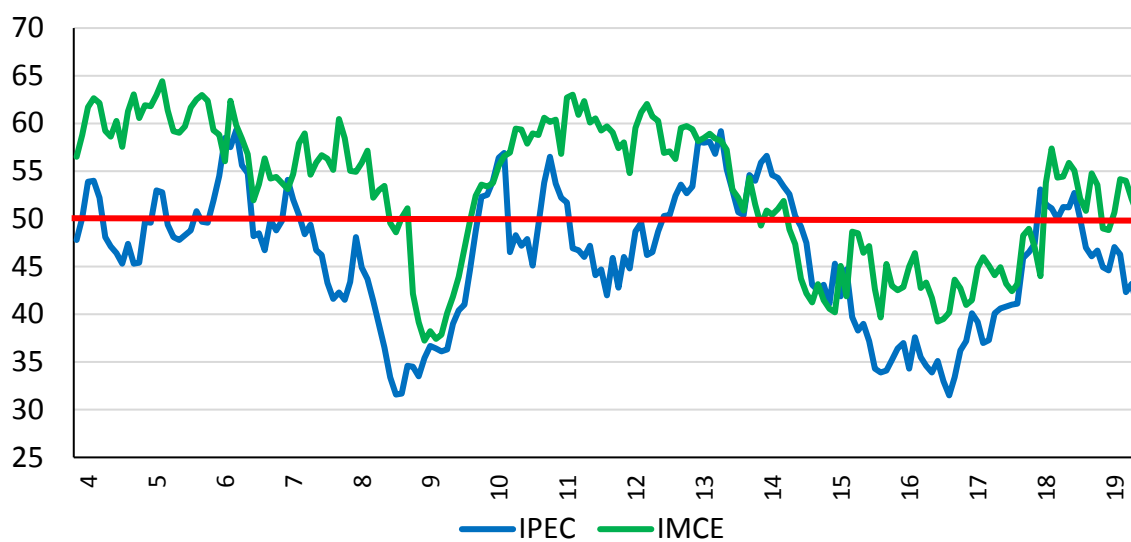
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 11: Variación anual importación de bienes de capital (trimestre móvil)



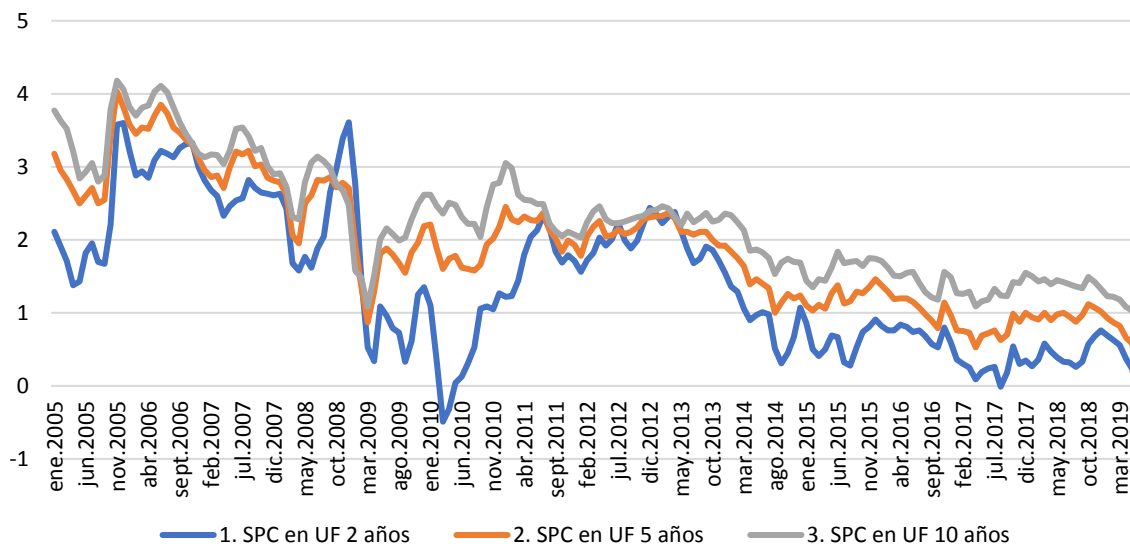
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 12: Índices de percepción de la economía chilena



FUENTE: Banco Central de Chile. Notas: IPEC corresponde al Índice de Percepción de la Economía, respondido por consumidores; IMCE corresponde al Indicador Mensual de Confianza Empresarial.

GRÁFICO 13: Tasas de interés Banco Central de Chile en UF



FUENTE: Banco Central de Chile.