

Puntos de Referencia

EDICIÓN DIGITAL
N° 488, septiembre 2018

El momento económico internacional y nacional. Agosto 2018

Rodrigo Vergara M.

CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS

Resumen

La economía global sigue, en términos gruesos, exhibiendo solidez, aunque surgen algunas nubes en el horizonte. Los principales riesgos para las perspectivas de crecimiento mundial dicen relación con los efectos de la guerra comercial, con una incipiente desaceleración de China, causada entre otros por los efectos de dicha guerra, y con los serios problemas que están viviendo algunos países emergentes.

En cuanto a la guerra comercial, hubo dos noticias positivas en lo más reciente, más allá de la retórica que ha mantenido un tono agresivo. Por una parte, el principio de acuerdo entre Estados Unidos y la Unión Europea y, por otra parte, el acuerdo de EE.UU. con México, que aunque doloroso para este último país, disminuye la posibilidad de escalamiento de las tensiones comerciales en Norteamérica. Canadá se sumaría al acuerdo. No obstante lo anterior, falta por resolver lo más importante, la disputa con China. Esa tensión sigue presente y es bastante más compleja y difícil que baje rápidamente, en un escenario en que para ambos es complejo ceder.

Tampoco es menor la incertidumbre asociada a cuánto más podrá durar el ya muy largo ciclo expansivo de EE.UU., el segundo más largo de su historia. Otros elementos de riesgo importantes que podrían imprimir volatilidad en los mercados financieros son, por un lado, las negociaciones del Brexit, con probabilidades de un Brexit “duro” en aumento. Por otro lado, preocupa la situación de Italia, con un crecimiento del PIB débil, y con incertidumbre fiscal.

Importante también es la incertidumbre en torno a otros países emergentes que han exhibido gran volatilidad, como es el caso de Turquía y Argentina, que han tenido fuertes depreciaciones de sus monedas. El Real brasileño también se ha depreciado significativamente, aunque bastante menos que las monedas de Argentina y Turquía. No obstante, la incertidumbre con respecto a las próximas elecciones presidenciales también es una fuente de preocupación.

En Chile las cifras de crecimiento del PIB primer semestre fueron elevadas, superando las ya buenas expectativas del mercado. Destaca especialmente el importante aporte de la inversión al crecimiento del PIB. Sin embargo, la sostenibilidad de la expansión hacia adelante, una vez diluido el efecto de base de comparación y con un impulso externo menos intenso, dependerá de la fortaleza propia de la economía. El dinamismo del segundo semestre será clave para hacer una evaluación sobre esto. Se espera que este sea menor al del primero, pero cuánto menor determinará si la economía saltó a un nuevo estadio de crecimiento o vuelve a niveles relativamente bajos. En todo caso, el crecimiento más elevado no está asegurado y dependerá mucho de las medidas que se adopten para mantener el dinamismo de la inversión y para acelerar la productividad.

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 30 de agosto de 2018.

1/ Introducción

Las cifras de crecimiento del segundo trimestre de las principales economías desarrolladas dieron cuenta de la solidez de la economía global, aunque surgen algunas nubes en el horizonte. Los principales riesgos para las perspectivas de crecimiento mundial dicen relación con los efectos de la guerra comercial, con una incipiente desaceleración de China, causada entre otros por los efectos de dicha guerra, y con los serios problemas que están viviendo algunos países emergentes.

En cuanto a la guerra comercial, hubo dos noticias positivas en lo más reciente. Por una parte, el principio de acuerdo entre Estados Unidos y la Unión Europea, para no sólo evitar que la disputa escalara sino promesas (difíciles de concretar) de seguir bajando barreras arancelarias y no arancelarias. Por otra parte, el acuerdo de EE.UU. con México, que aunque doloroso para este último país, reduce la posibilidad de escalamiento de las tensiones comerciales en Norteamérica. Canadá se sumaría al acuerdo. No obstante lo anterior, falta por resolver lo más importante, la disputa con China. Esa tensión sigue presente y es bastante más compleja y difícil que baje rápidamente, en un escenario en que para ambos es complejo ceder. De hecho, el presidente Trump anunció la eventual imposición de tarifas a otros US\$200 mil millones de importaciones desde China.

Tampoco es menor la incertidumbre asociada a cuánto más podrá durar el ya muy largo ciclo expansivo de EE.UU., el segundo más largo de su historia. Una política monetaria menos expansiva, la disminución de los efectos de la expansividad fiscal y la conflictividad comercial, pueden terminar pasándole la cuenta a dicho país.

Otros elementos de riesgo importantes fuera de EE.UU., que podrían imprimir volatilidad en los mercados financieros son, por un lado, las negociaciones del Brexit, con probabilidades de un Brexit “duro” en aumento. Por otro lado, preocupa la situación de Italia, con un crecimiento del PIB débil, y con incertidumbre

sobre el plan de expansión fiscal del Gobierno de coalición, planteándose incluso un no cumplimiento de las reglas de la Eurozona. Importante también es la incertidumbre en torno a otros países emergentes que han exhibido gran volatilidad, como es el caso de Turquía y Argentina, que han tenido fuertes depreciaciones de sus monedas. El Real brasileño también se ha depreciado significativamente, aunque bastante menos que las monedas de Argentina y Turquía. No obstante, la incertidumbre con respecto a las próximas elecciones presidenciales también es una fuente de preocupación.

En China, los indicadores sectoriales dan cuenta de cierta desaceleración de las cifras de crecimiento.

En lo coyuntural USA tuvo un muy buen segundo trimestre con un crecimiento de 4,2%, donde destacó el consumo y las exportaciones. En contraste, las cifras del PIB de la Eurozona dan señales de una leve desaceleración y Japón, más allá de un cierto repunte en el segundo trimestre, sigue exhibiendo debilidad.

En China, los indicadores sectoriales dan cuenta de cierta desaceleración de las cifras de crecimiento. No obstante, para sacar conclusiones definitivas sobre este menor crecimiento será necesario esperar a que las cifras que salgan en los próximos meses confirmen esta tendencia.

En Chile las cifras de crecimiento del PIB primer semestre fueron elevadas, superando las ya buenas expectativas del mercado. Destaca especialmente el importante aporte de la inversión al crecimiento del PIB. Sin embargo, la sostenibilidad de la expansión hacia adelante, una vez diluido el efecto de base de comparación y con un impulso externo menos intenso, dependerá de la fortaleza propia de la economía. Será clave para hacer una evaluación sobre esto, el

dinamismo del segundo semestre. Se espera que este sea menor al del primero, pero cuánto menor determinará si la economía saltó a un nuevo estadio de crecimiento o vuelve a niveles relativamente bajos.

2 / Situación Internacional

La economía global sigue fuerte, esto se refleja en las buenas proyecciones de crecimiento del PIB mundial para 2018 y 2019 en la última actualización del FMI (julio 2018), aunque surgen señales de preocupación, por lo que se espera una corrección a la baja para 2019 en la próxima revisión del World Economic Outlook de octubre 2018 (Gráfico 1).

En EE.UU. el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre sorprendió al alza (4,2% t/t anualizado), el mayor crecimiento en los últimos cuatro años, impulsado por el consumo y las exportaciones. En contraste, las cifras preliminares de crecimiento de la Eurozona muestran un ritmo de crecimiento más lento en el segundo trimestre (1,4% t/t anualizado), mientras que en Japón el consumo y la inversión impulsaron el crecimiento del PIB (1,9% t/t anualizado), tras una caída del PIB en el primer trimestre.

La tasa de desempleo en EE.UU. continúa cercana a mínimos históricos, en torno a 3,9%, observándose cifras similares solamente a principios del año 2000, mientras que para encontrar cifras de desempleo más bajas tendríamos que remontarnos a 1969. A pesar de la bajísima tasa de desempleo, los salarios reales continúan con bajo dinamismo, dando una señal de contención de la inflación. En la Eurozona la tasa de desempleo continúa con tendencia a la baja, en particular la tasa de desempleo alemana es la más baja desde la reunificación del país en 1990 (Gráfico 2).

La inflación en EE.UU., medida por el IPC y por el deflactor del gasto en consumo, continúa acelerándose. Destaca la variación anual del deflactor subyacente del gasto del consumidor (medida seguida de cerca por la Fed), que alcanzó 2%, cifra no observada desde principios de 2012. Por su parte, la variación anual

del IPC tanto efectivo (2,9%) como subyacente (2,4%), está por encima de la meta de las autoridades monetarias de dicho país. En la Eurozona la inflación está en torno a la meta (2%) aunque la inflación subyacente sigue bajo dicha meta, mientras que en Japón la inflación sigue contenida (Gráfico 3).

La mayor inflación en EE.UU. reafirma las expectativas de dos alzas adicionales por parte del Fed para este año y otras tantas en 2019. Esto último evidentemente dependerá de la evolución de la actividad y la inflación el próximo año. Por su parte, la Eurozona continúa en la disyuntiva respecto del retiro del

La mayor inflación en EE.UU. reafirma las expectativas de dos alzas adicionales por parte del Fed para este año y otras tantas en 2019.

estímulo monetario, frente a las cifras de actividad menos dinámicas y cierta alza de inflación. En Japón, dadas las débiles cifras de crecimiento de la actividad e inflación muy por bajo la meta, la normalización monetaria se ve aún lejana (Gráfico 4).

La tasa de bonos soberanos a 10 años en Estados Unidos se ubica en torno al 2,9%, manteniéndose respecto del mes anterior, sin superar la barrera del 3%. Esta resistencia de las tasas de largo plazo a subir podría interpretarse como que el mercado no espera que la expansión del PIB en EE.UU. dure por mucho más tiempo. Asimismo, la curva de rendimiento se ha aplanado debido a que el alza en las tasas de interés de corto plazo ha sido muy superior al alza en las de largo plazo. Ello preocupa a algunos analistas, porque de seguir la tendencia se podría observar una pendiente negativa en dicha curva, lo que en el pasado ha sido una clara señal de recesión. Sin embargo, a pesar del aplanamiento de la curva, ella está lejos de exhibir pendiente negativa (Gráfico 5).

La incertidumbre sobre el mantenimiento de la fortaleza de la economía global surge desde varios focos. Primero la guerra comercial. Si bien hay avances en Europa y México, continúa la incertidumbre en China. Es así como en Unión Europea y EE.UU. entraron en un período de tregua luego que el presidente de la Comisión Europea acordara con el presidente de EE.UU. “trabajar en favor de cero aranceles” a productos industriales junto cero barreras no arancelarias para los mismos. También buscarán reducir barreras e incrementar el comercio en servicios, productos químicos, farmacéuticos y médicos, a lo que se suma la soja. Como segundo punto acordaron fortalecer

También hay otros países emergentes con fuertes problemas, como es el caso de Turquía, Argentina y Brasil.

la cooperación energética, y reducir obstáculos burocráticos y proteger sus empresas de prácticas de comercio desleales.

Posterior a la tregua con la Unión Europea, el gobierno mexicano y el de Estados Unidos anunciaron un acuerdo comercial bilateral preliminar, que tiene como eje central reglas de origen y cláusulas salariales para el sector automotriz. El anuncio tendrá que ser aprobado por los congresos de cada país. Es importante destacar que este acercamiento sienta las bases para un acuerdo trilateral con Canadá.

En China, la tensión comercial con EE.UU. es más compleja. Los dos países han ido mano a mano en la aplicación de tarifas por US\$50 bn, a lo que se suman importaciones bajo investigación por parte de China de US\$60 bn y por parte de EE.UU. de US\$200 bn. De hecho, el presidente Trump anunció una pronta decisión sobre esto. El comercio es tan desigual que, en principio, China tiene más que perder, dado el alto flujo de exportaciones hacia EE.UU. Así, dado que las importaciones desde EE.UU. son US\$ 130 bn., le

podría poner aranceles a otros US\$ 70 bn. El caso de Estados Unidos es distinto, ya que hay un amplio margen adicional para poner tarifas al comercio (las exportaciones de China a USA superan los US 500 bn.). No obstante lo anterior, siempre se puede seguir escalando la tensión por otras vías que no son el comercio de bienes, por ejemplo, vía inversiones.

Desde el punto de vista de competitividad del sector sustituidor de exportaciones, un elemento importante a tener claro es que la apreciación que ha exhibido el dólar en el último tiempo va en la dirección contraria a la mayor competitividad buscada por el presidente Trump con los mayores aranceles. Ambas cosas finalmente se compensan desde el punto de vista de los sectores sustituidores de importaciones.

Otros elementos de riesgo importantes fuera de EE.UU., que podrían imprimir volatilidad en los mercados financieros son, por un lado, las negociaciones en Inglaterra por el Brexit, con probabilidades de un Brexit “duro” en aumento, a medida que se acerca la fecha límite del 29 de marzo de 2019 para que se produzca ese evento, sin que las negociaciones hayan llegado aún a buen puerto. Por otro lado, preocupa la situación de Italia, con un crecimiento del PIB débil, y con incertidumbre sobre el plan de expansión fiscal del Gobierno de coalición, planteándose incluso una salida de las reglas de la Eurozona.

También hay otros países emergentes con fuertes problemas, como es el caso de Turquía, Argentina y Brasil. Particular volatilidad han exhibido en lo más reciente los dos primeros. Hay preocupación también, aunque menos, sobre otros emergentes como México e Indonesia.

Por último, pero no menor, es la incertidumbre asociada al muy largo ciclo expansivo de EE.UU. Se trata del segundo ciclo más largo en su historia (el ciclo más largo es de 120 meses y terminó el año 2001, el ciclo actual lleva 108 meses). Dado ello surge una preocupación sobre cuánto más durará este ciclo expansivo, teniendo en cuenta que la economía exhibe, y seguirá exhibiendo, períodos de auge y de desaceleración y contracción. Hay elementos que

fundamentan la preocupación por el crecimiento hacia el futuro, como una moderación en el impulso fiscal, combinado con una expansión monetaria que ya se está retirando, y el efecto de la guerra comercial, todo lo que hace pensar que más temprano que tarde veremos una desaceleración de dicha economía (Gráfico 6).

3 / La situación nacional

En Chile las cifras de crecimiento del PIB primer semestre fueron muy buenas, con un alza de 4,8% a/a, superando las expectativas del mercado (Gráfico 7 y Gráfico 8). Destaca especialmente el significativo aporte de la inversión al crecimiento del PIB, que creció 7,1% el segundo trimestre, y 5,1% en el primer semestre, cortando un período de cuatro años de caída. La recuperación de la inversión es una buena noticia para el crecimiento hacia adelante (Gráfico 9). Es importante también hacer notar que el crecimiento de la primera mitad del año fue amplio y no circunscrito sólo al sector minería. En este sector se esperaba un crecimiento alto por la baja base de comparación del año pasado y por la renovación de inversiones ante un alza en el precio de esa materia prima. Lo clave es que el sector no minero (que representa el 90% del PIB) creció a tasas elevadas en el semestre (4,4%) e incluso a una tasa mayor que el sector minero en el segundo trimestre. De igual forma, se observó una aceleración importante en la velocidad de crecimiento no minero en el margen (segundo trimestre t/t anualizado) de 5,1%.

La sostenibilidad de la expansión hacia adelante, una vez diluido el efecto de base de comparación, dependerá del impulso propio de los sectores de la economía, tomando en cuenta que el panorama externo se proyecta menos favorable hacia la segunda mitad del año. Este crecimiento más elevado no está asegurado y dependerá mucho de las medidas que se adopten para mantener el dinamismo de la inversión y para acelerar la productividad.

La inflación ha ido subiendo gradualmente, situándose en julio en 2,7% a/a luego de estar por debajo de

la meta del Banco Central (que es 3% con un rango de 2% a 4%). Con la depreciación del peso y la mayor actividad, la inflación debiera aumentar y de esta forma converger a la meta del Banco Central (Gráfico 10).

La tasa de desempleo en julio aumentó a 7,3%, mostrando un cierto aumento, aunque manteniéndose en el rango de entre 6 y 8% en que ha estado en los últimos años. Esto en parte porque la fuerza de trabajo ha sido muy procíclica, esto es, cuando el crecimiento del PIB se acelera, la fuerza de trabajo crece a un mayor ritmo, y lo inverso sucede en épocas de bajo crecimiento de la actividad económica. Los efectos

La mayor inflación en EE.UU. reafirma las expectativas de dos alzas adicionales por parte del Fed para este año y otras tantas en 2019.

del mayor crecimiento en la tasa de desempleo se observan, en general, con algún rezago. Por lo tanto, a menos que la actividad se desacelere en forma significativa en lo que sigue, hacia el próximo año se podrían ver tasas de desocupación más bajas.

Cabe destacar, por otra parte, que la creación anual de empleo ha cambiado su composición hacia una de mayor calidad, con un crecimiento anual del empleo asalariado de 2,3% en julio. Por su parte, se ha observado una mayor creación de empleo asalariado privado y una desaceleración en la creación de empleo público. Asimismo, el crecimiento del empleo Cuenta Propia continúa moderándose (1,3%). En síntesis, se aprecia un cambio en la composición de la ocupación total hacia un mayor empleo asalariado privado (Gráfico 11).

Los índices de percepción tanto del consumidor como de las empresas (IPEC e IMCE respectivamente) registraron un alza importante desde mediados del

año pasado hasta principios de este año, aunque en el margen se han desacelerado algo, acercándose al umbral de 50. Ello refleja una moderación de las expectativas tanto de los consumidores como de las empresas, luego del fuerte impulso de principios de año.

La situación fiscal sigue siendo un tema relevante. Al analizar la proyección anual revisada del crecimiento de los ingresos fiscales (9,6% a/a) y compararla con el crecimiento de los ingresos fiscales del primer semestre (6,5% a/a), se desprende que durante el segundo semestre del año deberíamos tener un muy fuerte aumento de dichos ingresos. Hay dos elementos que es importante tener en claro al hacer este análisis. Por un lado, una base de comparación alta en el primer semestre de 2017 como resultado de la fuerte recaudación producto del impuesto sustitutivo del FUT, lo que explica en parte el menor crecimiento de los ingresos en la primera mitad de este año. Por este factor cabría esperar una tasa de crecimiento mayor de la recaudación en el segundo semestre, debido a que este efecto no va a estar presente. Por otro lado, la Dipres en esta proyección incorporó un precio del cobre de US\$3,10 la libra para este año, lo que se ve difícil de alcanzar, dado que el promedio en lo que va del año es de US\$ 3,05 y en el margen se ubica en torno a US\$2,75, lo que implicaría una reducción importante de ingresos respecto de lo estimado. Por el lado del gasto, la proyección para el año es de un crecimiento real de 4,5% a/a y en el primer semestre creció 5,7% a/a, con lo que, para cumplir la proyección del año, el crecimiento del segundo semestre debiera ser solo de 3,3% (Gráfico 12).

Por otro lado, la meta de convergencia del balance estructural se planteó una reducción de dos décimas por año. Aunque algunos analistas la calificaron de “modesta”, debe destacarse que no es una meta

menor considerando la situación fiscal actual y los compromisos contraídos. Dado el precio esperado del cobre y el crecimiento del PIB tendencial, esta meta implica que el gasto público no debiera crecer más allá de en torno a 3% promedio por año en los próximos 3 años. No es un objetivo menor si se considera que desde el retorno a la democracia el gasto ha crecido en promedio entre 6 y 6,5% por año.

Con respecto a la reforma tributaria, una medida positiva es la integración tributaria, en cuanto mejora la equidad horizontal y evita el doble gravamen al ahorro del sistema semi-integrado. Otros elementos importantes de la reforma son la depreciación acelerada que da incentivos transitorios a la inversión y el crédito a la construcción de viviendas. Cabe la duda de si se podría haber bajado la tasa de primera categoría a 25%, más aún teniendo como referencia los países de la OECD, que en su gran mayoría han ido bajando la tasa del impuesto corporativo en los últimos veinte años, por un argumento de competencia tributaria hasta situarse en la actualidad en un promedio de 24%. Ello implica una baja de 9 puntos porcentuales desde el año 2000 para el promedio de dichos países. La compensación en la recaudación de la reforma tributaria presentada por el gobierno depende fuertemente de la boleta electrónica, debido a la reducción en la evasión que ello produciría. Hay, por otra parte, medidas que son más discutibles y vale la pena pensar si eran necesarias, como el nuevo blanqueo de capitales. Este mecanismo, de por sí cuestionable, ya se usó en la reforma de la administración anterior. Utilizarlo nuevamente a los pocos años no parece recomendable. Pierde seriedad su uso y se incentivan malas prácticas, con un propósito recaudatorio discutible. De igual forma, no es claro el racionamiento detrás del nuevo impuesto sustitutivo del FUT.

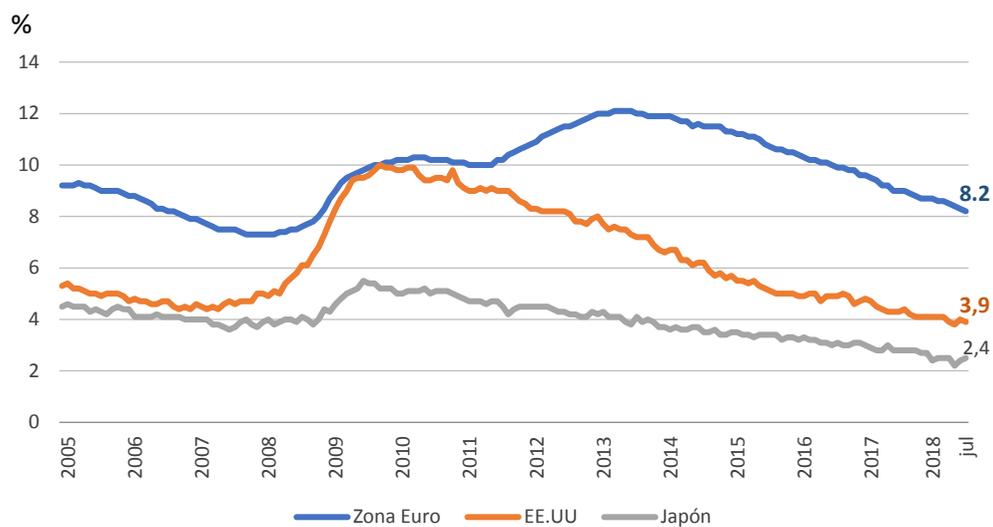
4 / Presentación de gráficos

GRÁFICO 1: Crecimiento Mundial

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

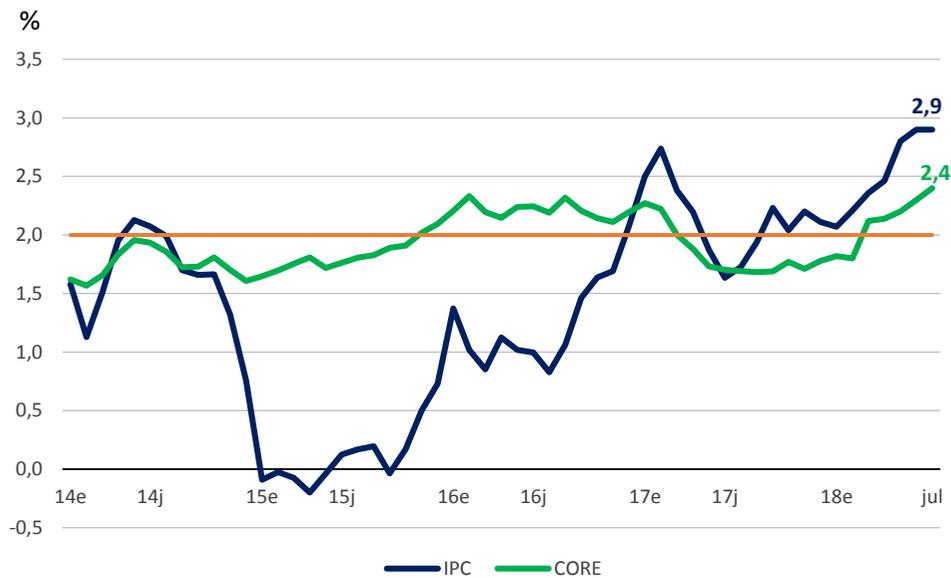
FUENTE: World Economic Outlook, actualización julio 2018 (FMI).

GRÁFICO 2: Desempleo USA, Zona Euro y Japón



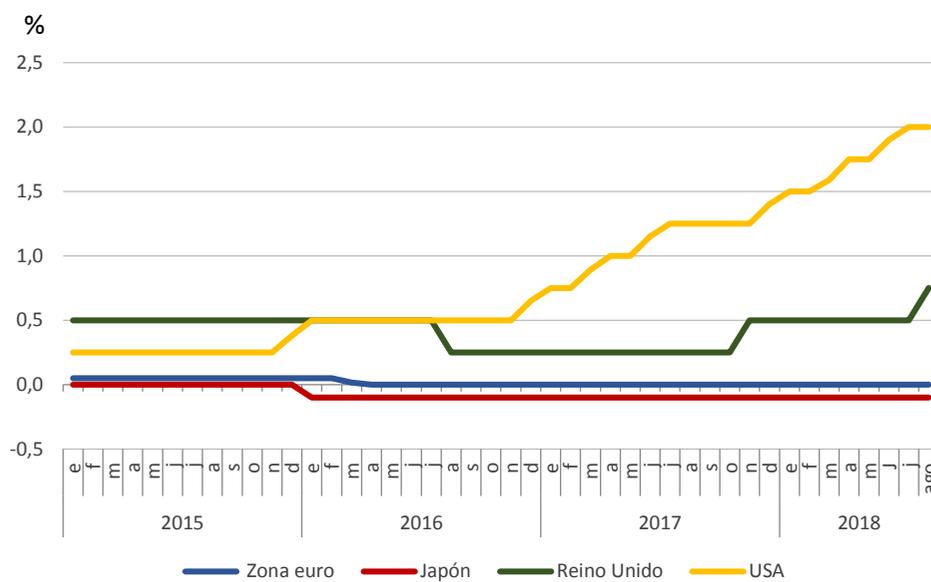
FUENTE: Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat y Statistics Bureau of Japan.

GRÁFICO 3: Inflación USA (IPC)



FUENTE: Bureau of Labor Statistcs (BLS).

GRÁFICO 4: Tasa de política monetaria USA, EZ, Japón y UK



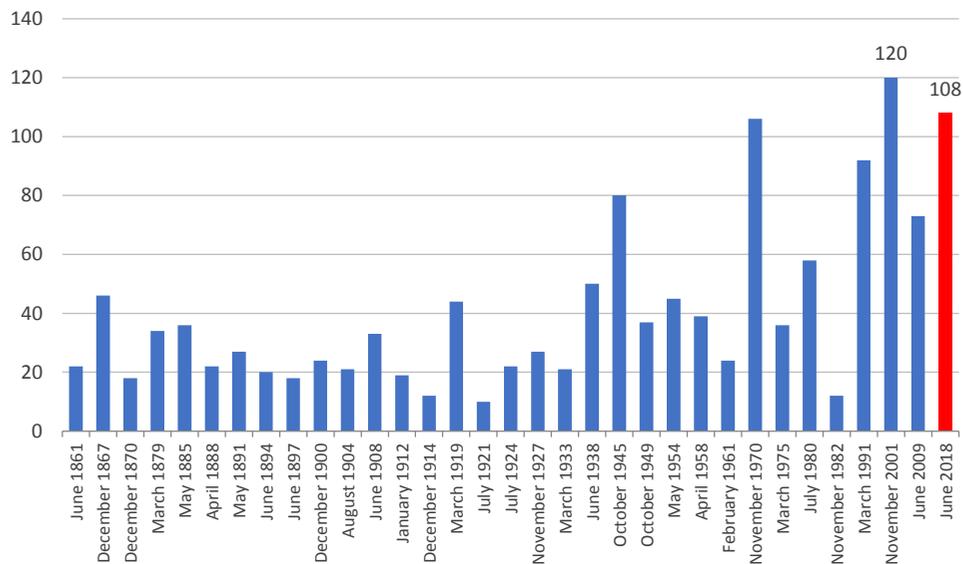
FUENTE: Bancos Centrales de los respectivos países.

GRÁFICO 5: Curva de rendimiento USA



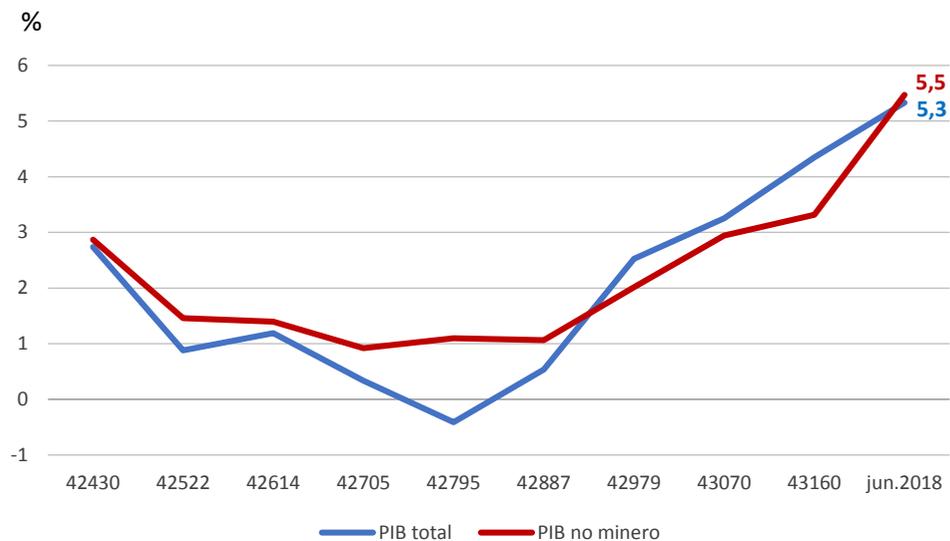
FUENTE: Federal Reserve.

GRÁFICO 6: Estados Unidos: segundo ciclo de crecimiento más largo de su historia. Duración de fase expansiva: valle-peak, (meses)



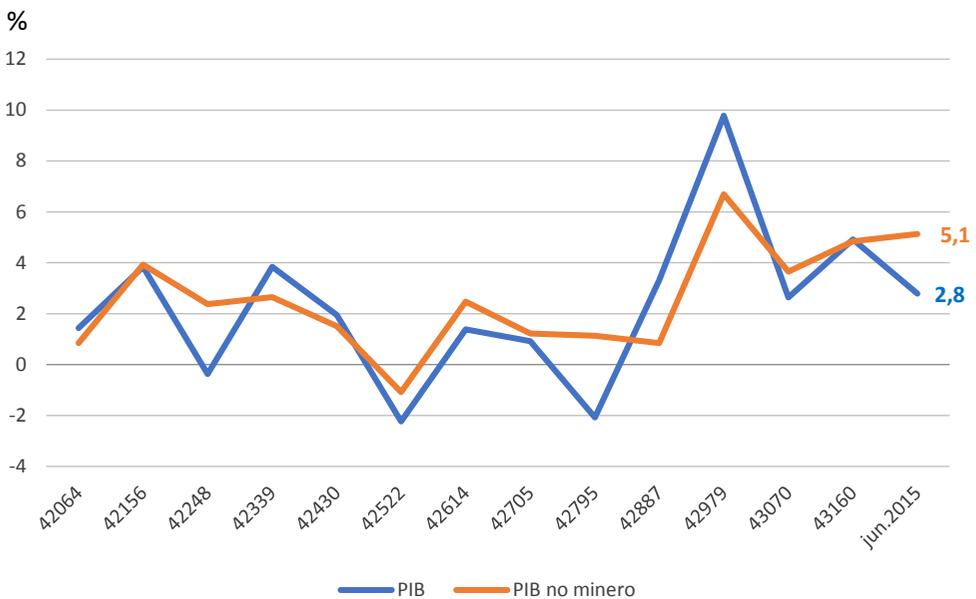
FUENTE: NBER.

GRÁFICO 7: PIB (variación en 12 meses)



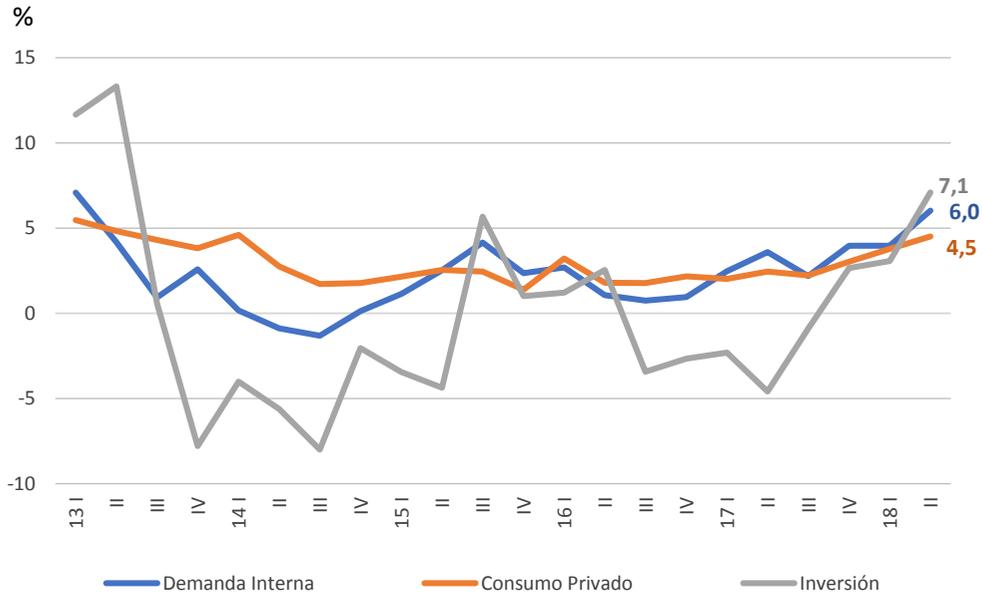
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 8: PIB desestacionalizado (variación t/t anualizado)



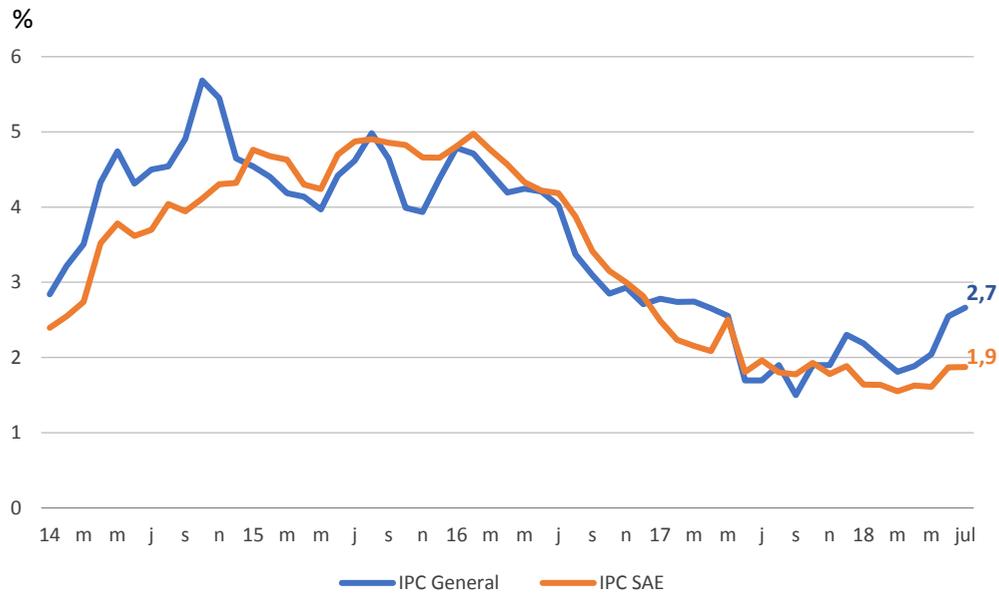
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 9: Demanda interna, consumo e inversión Chile

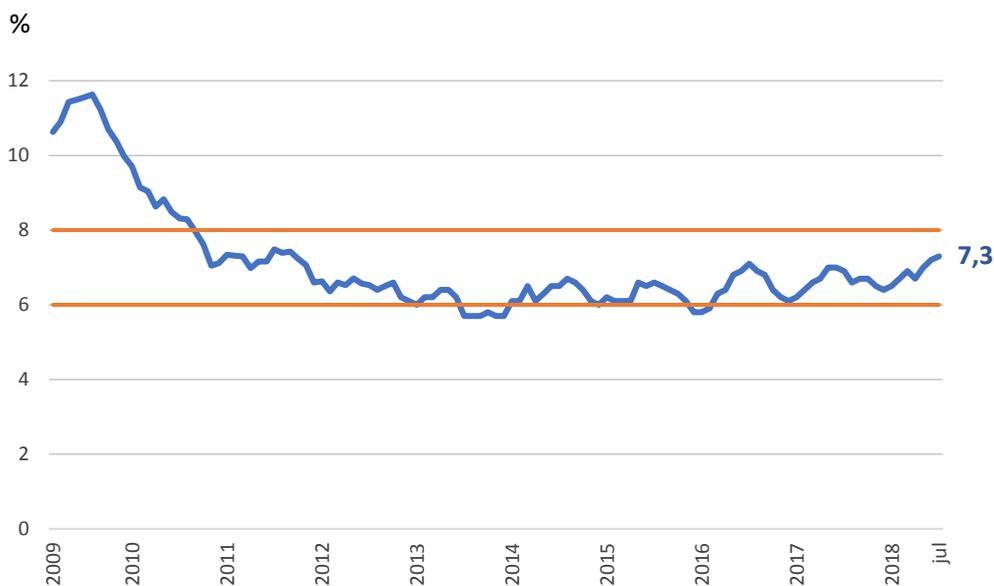


FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 10: Inflación Chile. Variación anual



FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 11: Tasa de desempleo

FUENTE: INE.

GRÁFICO 12: Cifras fiscales

(crecimiento real, %)

	2016	2017	1erSem 2018	Proyección Dipres*
TRANSACCIONES QUE AFECTAN EL PATRIMONIO NETO				
INGRESOS	1,0	4,7	6,5	9,6
Ingresos tributarios netos	0,9	3,8	4,7	8,5
Tributación minería privada	-99,1	6.513	187	65,8
Tributación resto contribuyentes	5,8	1,1	1,4	7,0
GASTOS CORRIENTES	5,6	6,5	6,1	
GASTO DE CAPITAL	-4,7	-3,1	2,6	
TOTAL INGRESOS	1,0	4,7	6,5	9,6
TOTAL GASTOS	3,7	4,7	5,7	4,5
Balance Fiscal (% del PIB)	-2,7	-2,8		-1,7

FUENTE: DIPRES.