

# Puntos de Referencia

EDICIÓN DIGITAL  
N° 494, noviembre 2018

MR

## El momento económico internacional y nacional. Noviembre 2018

**Rodrigo Vergara M.**

CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS

### Resumen

**E**l escenario externo se ha debilitado en el margen, aunque sigue siendo relativamente positivo. Estados Unidos mantiene su fortaleza económica, lo que se evidencia en el crecimiento del PIB del tercer trimestre por sobre lo esperado por el mercado. Europa y Japón muestran un panorama algo más débil, con reducción en sus proyecciones de crecimiento. Las principales incertidumbres en Europa giran en torno al proyecto de presupuesto de Italia, que infringe las normas europeas y, la creciente tensión del Brexit. Las economías emergentes se enfrentan a una situación más frágil de lo que se estimaba hace un tiempo atrás, aunque por el lado positivo, hay menos volatilidad financiera.

En cuanto a la guerra comercial, Estados Unidos se muestra más abierto a negociar con China, abriendo espacio para llegar a acuerdos. No obstante, sigue siendo un tema de gran preocupación y un riesgo para la economía mundial.

En Chile, estamos volviendo hacia una situación de mayor normalidad. Aunque seguiremos viendo volatilidades en las cifras mensuales de crecimiento, en el mediano plazo es de esperar un desempeño del PIB alineado con niveles más coherentes con la capacidad de crecimiento de la economía chilena. En efecto, luego de un primer semestre donde de alguna forma predominó una visión quizás excesivamente optimista del crecimiento económico y las expectativas subieron más allá de lo razonable, hoy vemos un retorno de las expectativas de crecimiento hacia niveles superiores a los de los últimos cuatro años, pero inferiores a los de la primera mitad de este año.

En la misma línea, en el último Informe de Percepciones de Negocios del Banco Central de Chile reconoce que las cosas han estado mejor pero no tan bien como se esperaba, señalando que “las expectativas de recuperación estaban sobredimensionadas”. Esto se corrobora con la revisión a la baja tanto en la confianza empresarial como del consumidor.

La inflación sigue controlada, al igual que los salarios. Con respecto al mercado laboral, se observa una desaceleración fuerte en la creación de empleos.

Se produjo un significativo ajuste en el gasto fiscal en el tercer trimestre, con lo que se va en la senda de cumplir con lo proyectado en materia de gasto público para este año. Por otra parte, la recaudación fiscal será inferior a la proyectada ya que en las proyecciones del Presupuesto para este año se fue excesivamente optimista en cuanto a la recuperación de los ingresos tributarios.

---

**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 8 de noviembre de 2018.

## 1 / Introducción

La economía global sigue estando saludable, aunque en el margen se han deteriorado las perspectivas. Después de algo más de un año en que las expectativas de crecimiento se corrigieron al alza, las proyecciones más recientes de la OECD y el FMI presentan revisiones a la baja para el PIB mundial de 2018 y 2019, junto con una tendencia a la baja en 2020. Estas revisiones a la baja han sido más pronunciadas en las economías emergentes, aunque también en las economías desarrolladas empezamos a ver un menor optimismo hacia adelante.

Estados Unidos mantiene su fortaleza económica, lo que se evidencia en el crecimiento del tercer trimestre (3,5%) por sobre lo esperado por el mercado. Los resultados de las elecciones de mitad de mandato, fueron de acuerdo a lo esperado. Los demócratas obtuvieron mayoría en la Cámara de Representantes y los republicanos mantuvieron e incluso aumentaron su supremacía en el Senado. Desde el punto de vista económico este resultado fue bien tomado por los mercados, en el sentido que, aunque el Presidente mantiene una significativa cuota de poder, la pérdida de la Cámara de Representantes le obligará a buscar acuerdos con la oposición en decisiones de política en temas que son de amplio debate en EE.UU.

En cuanto a la guerra comercial, sigue siendo un tema de gran importancia y de potenciales efectos negativos para la economía global. No obstante, en lo más reciente la administración norteamericana se ha mostrado más abierta a negociar con China y a eventualmente llegar a acuerdos. Aunque es muy temprano para saber si esta actitud más abierta tendrá éxito, al menos da una esperanza que así pueda ser.

Europa y Japón muestran un panorama algo más débil, en el cual se han reducido sus proyecciones de crecimiento. En lo inmediato en la Unión Europea (UE) existen dos riesgos puntuales. Uno de ellos el proyecto de presupuestos de 2019 de Italia, que infringe las normas fiscales de dicha Unión. Se le ha pedido a Italia que modifique su presupuesto, a lo que sus autoridades se resisten, generándose un conflicto

donde se podrían generar cuantiosas multas para dicho país. Por su parte, en el Reino Unido la preocupación gira en torno al Brexit, ya que a pocos meses de su concreción aún no se vislumbra un acuerdo entre las partes. El tema más complejo del momento es el de la frontera entre la República de Irlanda e Irlanda del Norte. Se trata de la única frontera terrestre entre el Reino Unido y la UE, por lo que un Brexit duro podría reinstalar ahí una frontera efectiva. A esto se oponen fuertemente los irlandeses por temor a que vuelva la violencia a dicha parte del mundo. Se debe recordar que en los acuerdos de paz firmados en 1998 (Acuerdo de Viernes Santo), un aspecto clave fue una frontera completamente abierta entre ambos países con libre tránsito de bienes y personas.

---

En cuanto a la guerra comercial,  
sigue siendo un tema de gran  
importancia y de potenciales efectos  
negativos para la economía global.

---

En el mundo emergente durante el último par de meses ha habido menos volatilidad financiera. No obstante, los problemas más estructurales siguen presentes, con fuertes reducciones en el crecimiento esperado de países como Argentina, Turquía y Sudáfrica entre otros.

China se desacelera, con un crecimiento de 6,5% anual en el tercer trimestre de 2018, que se compara con 6,7% registrado durante el primer semestre de este año. Surge incertidumbre respecto al impacto de la guerra comercial sobre este país, a lo que se suma la elevada deuda corporativa, que sigue siendo un tema relevante. Por su parte, el Gobierno chino ha reaccionado con mucha fuerza con medidas para evitar la desaceleración brusca, particularmente importante han sido las medidas en materia monetaria y financiera, con una reducción fuerte de los encajes a los bancos y la implementación de incentivos para préstamos a pequeñas y medianas empresas.

En Chile, tal como se esperaba, tuvimos un crecimiento del PIB en el primer semestre especialmente alto, con un crecimiento de 4,8% anual. Dichas cifras están influenciadas por una baja base de comparación, por los efectos de la mejora en la situación externa que se vivió el año pasado y por mejores expectativas. Aunque muy positivo es importante destacar que era del todo evidente que esta elevada cifra era transitoria. Así, las cifras de actividad del tercer trimestre muestran una desaceleración, promediando un alza de la actividad económica de 2,9% anual. En cierta manera, estamos volviendo a cifras más normales y consistentes con la situación de crecimiento de largo

---

Para Chile, el escenario externo sigue siendo positivo, pero con deterioro en el margen, tanto en términos de intercambio como en crecimiento global.

---

plazo del país. El objetivo a mediano plazo debiera ser, precisamente, incrementar dicho potencial de crecimiento.

Al margen de la volatilidad que podrían mostrar los datos de IMACEC en los últimos meses del año, es esperable que en el cuarto trimestre el crecimiento sea superior al del tercero. Por su parte, las proyecciones para 2019 se han ajustado a la baja.

En el último Informe de Percepciones de Negocios del Banco Central de Chile, las empresas entrevistadas sostienen que las cosas han estado mejor pero no tan bien como se esperaba, reconociendo que “las expectativas de recuperación estaban sobredimensionadas”.

Para Chile, el escenario externo sigue siendo positivo, pero con deterioro en el margen, tanto en términos de intercambio como en crecimiento global. Por su parte, el Gobierno acelera la presentación de nuevas iniciativas.

## 2 / Situación Internacional

El crecimiento mundial se mantiene estable, aunque menos positivo que lo proyectado en el pasado (Gráfico 1). En efecto, el crecimiento global se corrige levemente a la baja, aunque la corrección es más fuerte en los países emergente, debido a condiciones específicas de algunos países, entre ellos Turquía y Argentina (Gráfico 2).

La guerra comercial sigue siendo un tema importante. Es cierto que se han moderado los discursos y hay conversaciones para llegar a acuerdo. Hoy día prácticamente todas las importaciones desde EE.UU. a China están sujetas a aranceles extraordinarios y la mitad de las importaciones de EE.UU. desde China está sujeta a aranceles, mientras que la otra mitad está en proceso de investigación. En la práctica, dado que hay un fuerte superávit comercial chino en el intercambio bilateral con EE.UU. (US\$ 130 mil millones de importaciones chinas contra US\$506 mil millones de importaciones de EE.UU. en 2017), China prácticamente no tiene más productos a los cuales ponerle arancel. No obstante, si llegara a escalar la guerra comercial, siempre hay nuevas herramientas para afectar al otro país como restricciones a la inversión extranjera o la venta de bonos del Tesoro de EE.UU por parte de China (tiene un stock de más de US\$ 1,1 trillón).

El desempleo ha disminuido en los países desarrollados (Gráfico 3). En Estados Unidos la tasa de desempleo se ubica en 3,7%, la tasa más baja desde fines de los 60. Del mismo modo, en Japón la tasa de desempleo se mantiene en niveles muy reducidos. En Europa la tasa de desempleo agregada es más alta que la que había previo a la crisis financiera global, lo que se explica por amplias diferencias dentro de la Zona Euro, con países como Alemania, en donde dicha tasa se encuentra en los niveles más bajos desde la reunificación, y otros como España y Grecia con cifras de dos dígitos.

El menor desempleo en EEUU se ha traducido en una tendencia al alza de los salarios. Luego de un período largo de estancamiento en el crecimiento anual de los

salarios, en los últimos meses han empezado a acelerarse y en octubre se registró un alza de 3,1% anual, la mayor alza desde la crisis financiera global (Gráfico 4).

La inflación se mantiene algo por encima de la meta de 2% (Gráfico 5). Por otra parte, la Reserva Federal en su reunión de septiembre aumentó la tasa de política monetaria (TPM) a un rango de entre 2 y 2,25%. En el comunicado de la reunión de noviembre, reiteraron que continuarán con incrementos graduales en la tasa de referencia, aumentando las expectativas del mercado de una nueva alza en diciembre de este año y al menos dos alzas adicionales en 2019. Esto a pesar de las advertencias del Presidente Trump, quien sugirió que la Fed se equivocó al aumentar la TPM en septiembre y además planteó que el comportamiento de la Fed era un riesgo relevante para la economía de ese país.

---

El Presidente electo Bolsonaro ha propuesto plan económico liderado por Paulo Guedes, economista graduado de la Universidad de Chicago.

---

Con respecto a los mercados financieros, las tasas de interés de largo plazo han empezado a aumentar, disipando el riesgo de aplanamiento de la curva de rendimiento (Gráfico 6). Sin embargo, el alza de los bonos de largo plazo estadounidense supone un problema para el mundo emergente, toda vez que reduce el ingreso neto de capitales a esos países.

En el resto de economías desarrolladas el rendimiento de los bonos gubernamentales de largo plazo se mantienen relativamente bajos, con la excepción de Italia, que ha registrado un aumento significativo por los problemas presupuestarios previamente discutidos. El *spread* entre los bonos italianos y alemanes ha llegado a cerca de 300 puntos básicos (Gráfico 7).

El dólar a nivel internacional se ha seguido fortaleciendo, ubicándose por arriba del promedio histórico, pero está lejos de los máximos alcanzados en los últimos veinte años. Mención aparte en esta depreciación de las monedas con respecto al dólar, merecen el peso argentino y la lira turca por su fuerte caída.

Las bolsas en los países desarrollados han caído durante el año. Una excepción ha sido la bolsa de EE.UU, que tiene un leve aumento durante el año, explicado por un repunte importante en los últimos días.

En Brasil, el Presidente electo Bolsonaro ha propuesto plan económico liderado por el próximo ministro Paulo Guedes, economista graduado de la Universidad de Chicago. Dentro de las medidas propuestas destacan: la meta de déficit fiscal primario de 0% del PIB para 2019, y superávit en 2020; la disminución del tamaño del gobierno, reducir de 29 a 15 ministerios; la privatización de empresas, lo cual podría disminuir en un 20% la deuda del país; en materia de pensiones, introducir un sistema de capitalización individual, al menos parcialmente; y bajar algunos impuestos junto con redistribuir la carga tributaria. No obstante, cabe preguntarse si será posible una reforma de esta magnitud en Brasil, dada las tensiones que ya se perciben entre distintas autoridades del nuevo gobierno y el panorama económico heredado. En esto último destaca el débil crecimiento del PIB tanto en 2017 como el proyectado para 2018, luego de una profunda recesión los años previos, y con un déficit fiscal superior a 8% del PIB, junto con una deuda pública bruta de 84% del PIB para el año 2017 (Gráfico 8). Por el lado positivo, las cuentas externas están razonablemente equilibradas y la inflación ha disminuido de forma importante.

### 3 / Situación Nacional

En Chile se redujo el dinamismo de la actividad en el tercer trimestre, con un crecimiento de 2,9% anual (promedio de los IMACE de julio, agosto y septiembre), luego de un muy buen primer semestre (Gráfico 9). El PIB no minero (aproximado por el IMACEC) creció 3,4% anual (que se compara con 5,5% en el

segundo trimestre) y en términos desestacionalizados el crecimiento respecto al trimestre anterior fue de solo 0,6% anualizado (Gráfico 10). Al margen de la volatilidad que podrían mostrar los datos de IMACEC, estimaciones preliminares indican que el cuarto trimestre será algo mejor. Las proyecciones para 2019 y 2020 han disminuido, alineándose con niveles más coherentes con la capacidad de crecimiento de la economía chilena a mediano plazo. En efecto, luego de un primer semestre donde de alguna forma predominó una visión quizás excesivamente optimista del crecimiento económico y las expectativas subieron más allá de lo razonable, hoy vemos un retorno de las expectativas de crecimiento hacia niveles superiores a los de los últimos cuatro años, pero inferiores a los de la primera mitad de este año.

Los salarios se mantienen contenidos y la inflación bajo control. Esta última llegó en octubre a 2,7% en doce meses, cerca de la meta del Banco Central.

El escenario externo sigue siendo positivo, pero con deterioro en el margen, tanto en términos de intercambio como en crecimiento global.

La tasa de desempleo no cede. En los últimos ocho años esta se ha ubicado mayoritariamente en un rango entre 6 y 8%, puntualmente alcanzando en septiembre un 7,1%. Por su parte, la creación de empleos se ha desacelerado, explicada tanto por una menor creación de empleos cuenta propia (0,2% anual), como por una fuerte caída del empleo en la categoría de empleadores y personal de servicios. Con todo, la noticia positiva es el elevado crecimiento (1,8% anual) de los empleos asalariados, que corresponden a ocupaciones más formales (Gráfico 11).

También se han ido revisando a la baja las percepciones, tanto de los consumidores como empresariales. Si bien la confianza empresarial sigue en un nivel

relativamente alto, ubicándose en terreno optimista (sobre 50), la de los consumidores está en terreno pesimista (debajo de 50). La tendencia a la baja en las percepciones se lee como una corrección o ajuste luego del significativo aumento experimentado en 2017 y principios de 2018 (Gráfico 12).

El último Informe de Percepciones de Negocios del Banco Central de Chile reconoce que las cosas han estado mejor pero no tan bien como se esperaba, señalando que “las expectativas de recuperación estaban sobredimensionadas”.

---

Los salarios se mantienen contenidos y la inflación bajo control. Esta última llegó en octubre a 2,7% en doce meses, cerca de la meta del Banco Central.

---

Por último, hay un significativo ajuste fiscal en el tercer trimestre. Efectivamente, en el tercer trimestre el gasto público cayó 3,7% anual, acumulando un alza de 2,4% en lo que va del año, en un contexto en el que la Dirección de Presupuestos proyecta un aumento de 3,3% para todo el año 2018 respecto de 2017, lo que indica que se está en una buena senda para cumplir con la proyección de crecimiento del gasto público. La mala noticia es que la recaudación tributaria ha sido significativamente más baja que lo proyectado. Para el año 2018 se proyectó un crecimiento de los ingresos totales de 9,6%, que se ve difícil de cumplir dado el crecimiento acumulado al tercer trimestre (6,6%). (Gráfico 13).

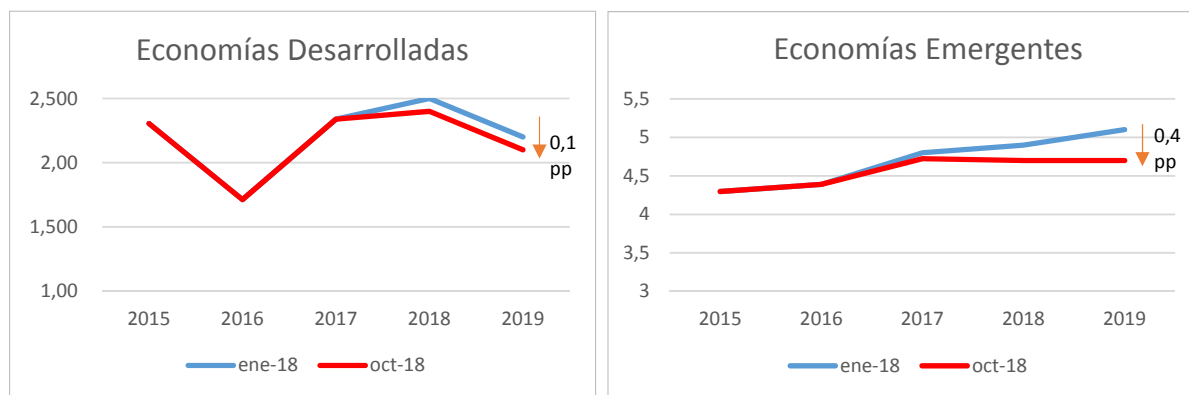
## 4 / Presentación de gráficos

GRÁFICO 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)

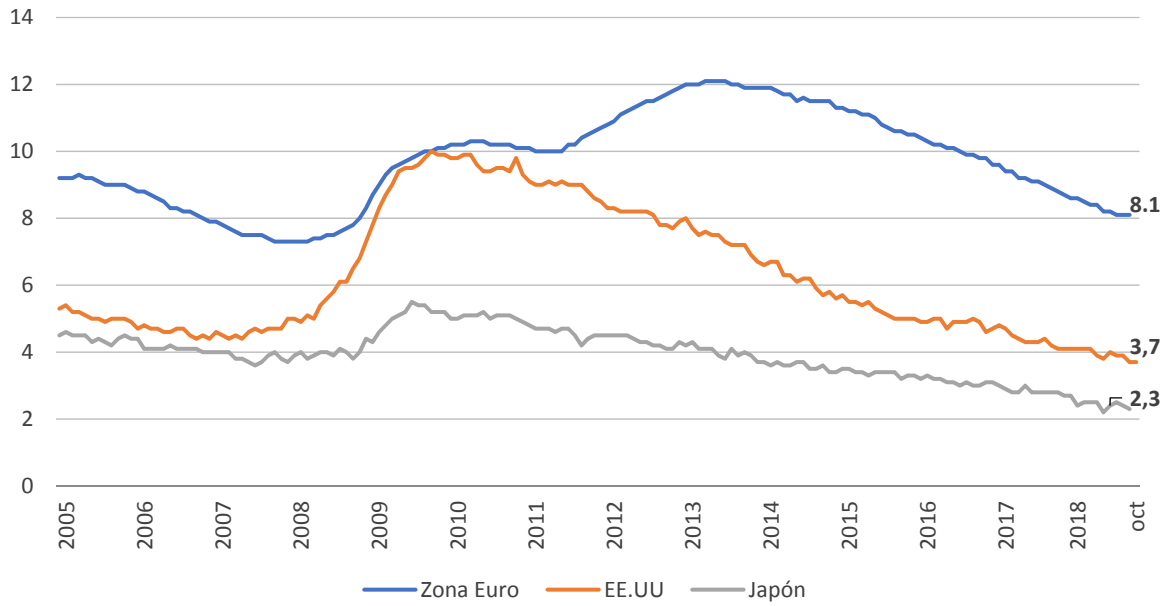
FUENTE: World Economic Outlook, actualización octubre 2018 (FMI).

GRÁFICO 2: Crecimiento mundial menos sincronizado



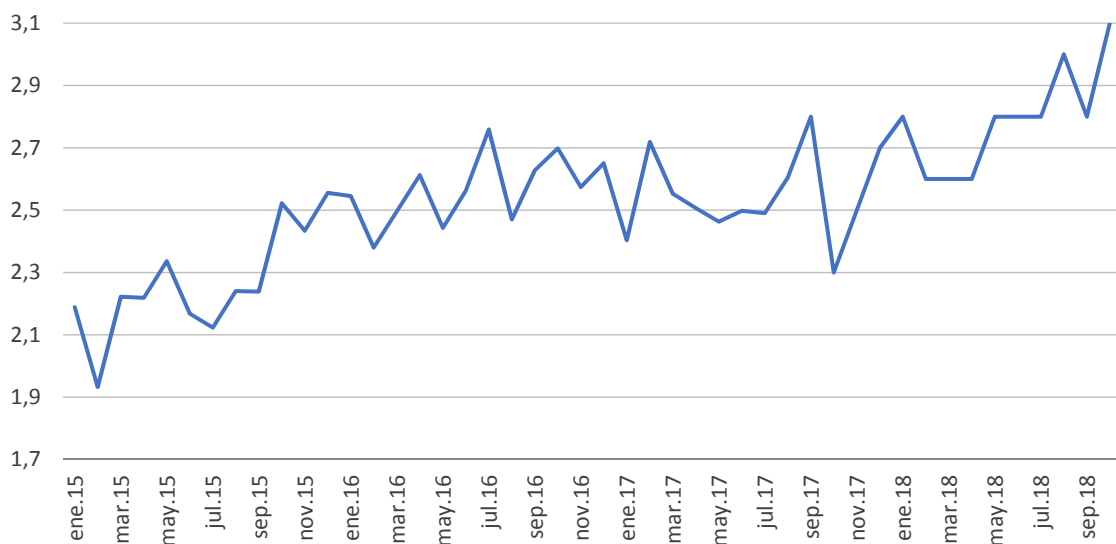
FUENTE: World Economic Outlook, actualización octubre 2018 (FMI).

**GRÁFICO 3:** Desempleo USA, Zona Euro y Japón (Tasa de desempleo mensual)



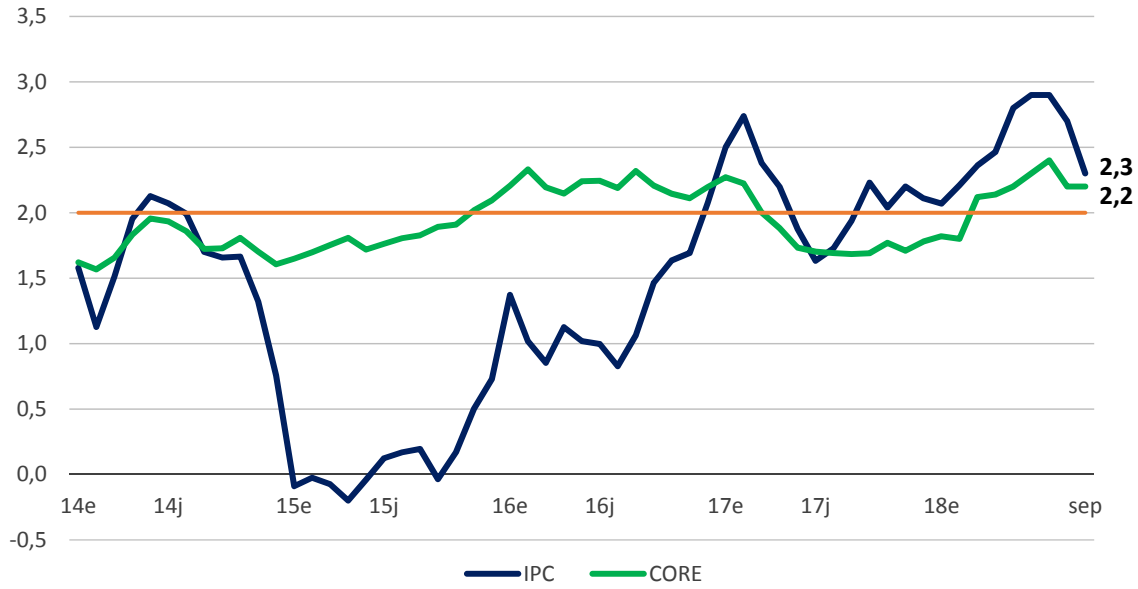
FUENTE: Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat y Statistics Bureau of Japan.

**GRÁFICO 4:** Salarios en Estados Unidos (variación % en 12 meses, salario por hora)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics.

**GRÁFICO 5:** Inflación de Estados Unidos (IPC) (variación % en 12 meses)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics.

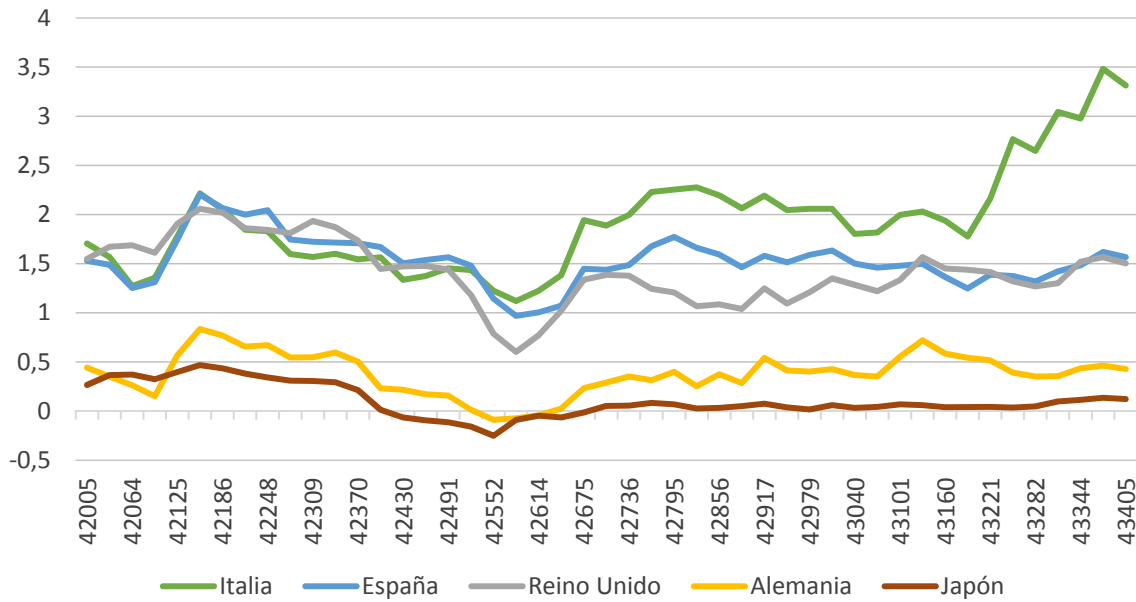
**GRÁFICO 6:** USA: Tasa de Bonos Soberanos a 10 años



FUENTE: Banco Central de Chile y Bloomberg.

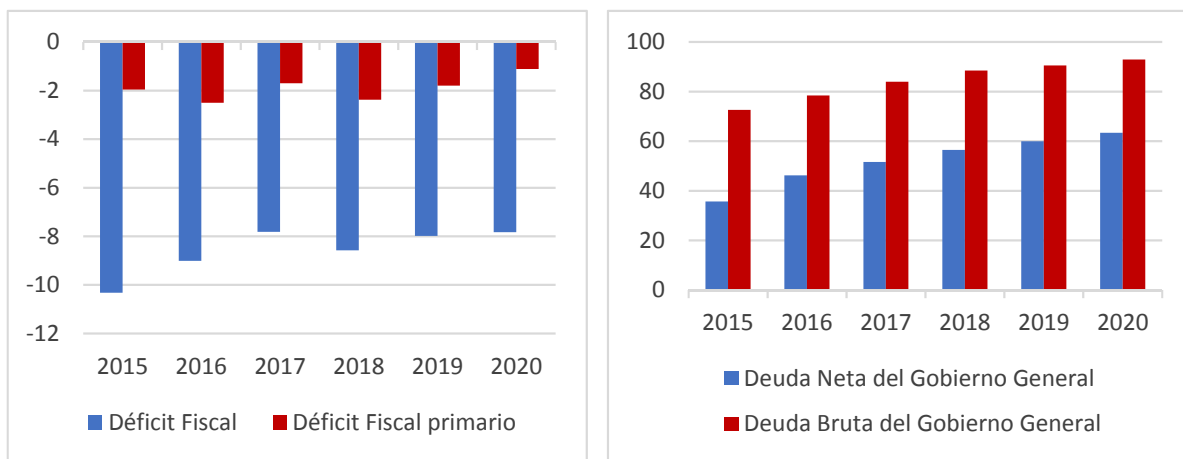


**GRÁFICO 7:** Tasa de Bonos Soberanos a 10 años



FUENTE: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO 8:** Brasil: Déficit Fiscal y Deuda del Gobierno General



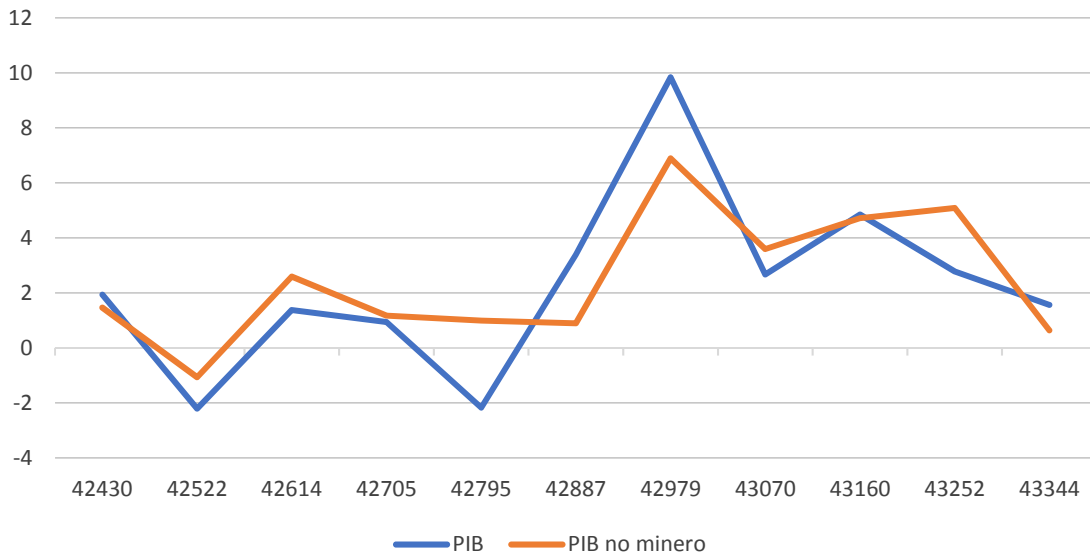
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

**GRÁFICO 9:** IMACEC (% variación 12 meses)



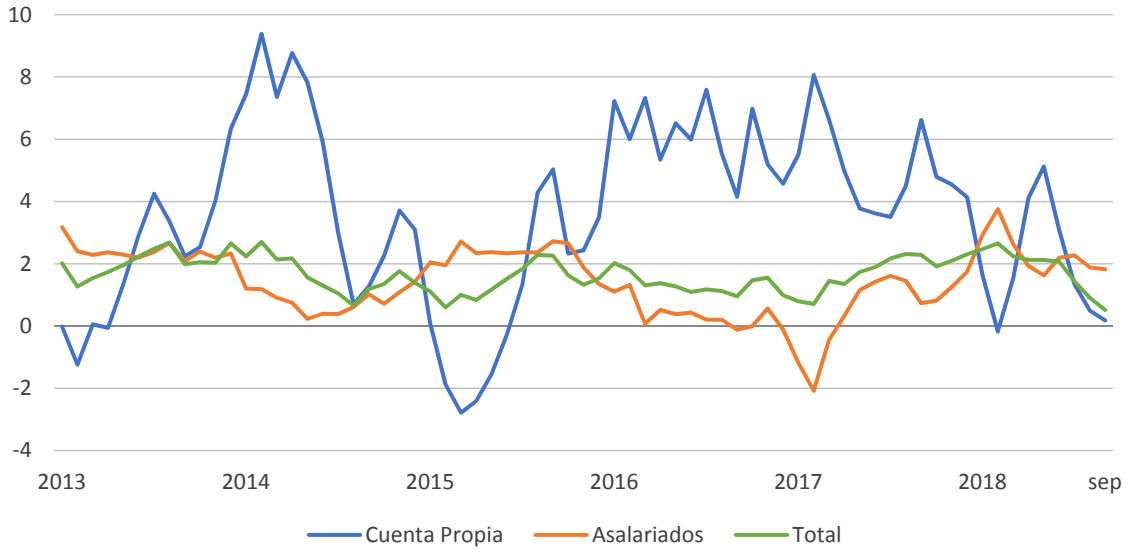
FUENTE: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 10:** PIB desestacionalizado (% variación t/t anualizado)



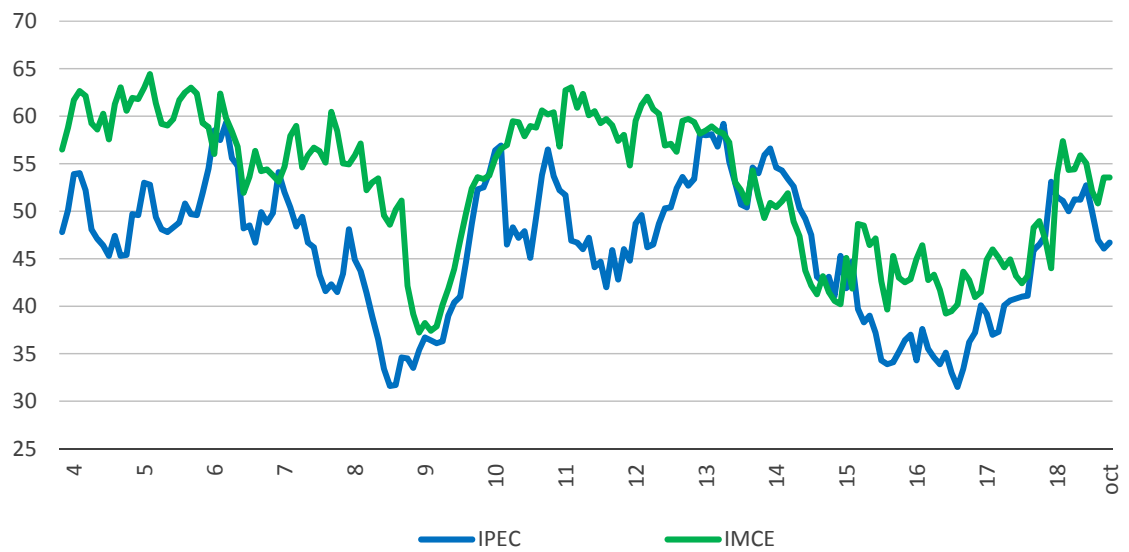
FUENTE: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 11:** Trabajadores Asalariados y Cuenta Propia (% Variación en 12 meses)



FUENTE: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 12:** Índices de Percepción: IPEC e IMCE



FUENTE: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 13:** Chile: Cifras Fiscales (Crecimiento real, %)

	2017	3erTrim 2018	Acumulado 2018	Proyección 2018	Presupuesto 2019
<b>TRANSACCIONES QUE AFECTAN EL PATRIMONIO NETO</b>					
INGRESOS	4.7	6.9	6.6	9.6	1.9
Ingresos tributarios netos	3.8	8.0	5.7	9.0	4.1
Tributación minería privada	6,513.3	133.4	167.6	63.6	(6.6)
Tributación resto contribuyentes	1.1	5.2	2.6	7.5	4.5
GASTOS CORRIENTES	6.3	(2.5)	3.2	3.0	3.6
RESULTADO OPERATIVO BRUTO	(21.6)	9.3			
GASTO DE CAPITAL	(3.1)	(11.3)	(2.1)	4.8	1.2
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>4.7</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>	<b>9.6</b>	<b>1.9</b>
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>4.7</b>	<b>(3.7)</b>	<b>2.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>
<b>Balance Fiscal (% del PIB)</b>	<b>(2.8)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(1.7)</b>

FUENTE: DIPRES.