

RECUADRO I.1 ESTÍMULOS A LA DEMANDA GLOBAL: IMPACTO, LÍMITES Y RIESGOS

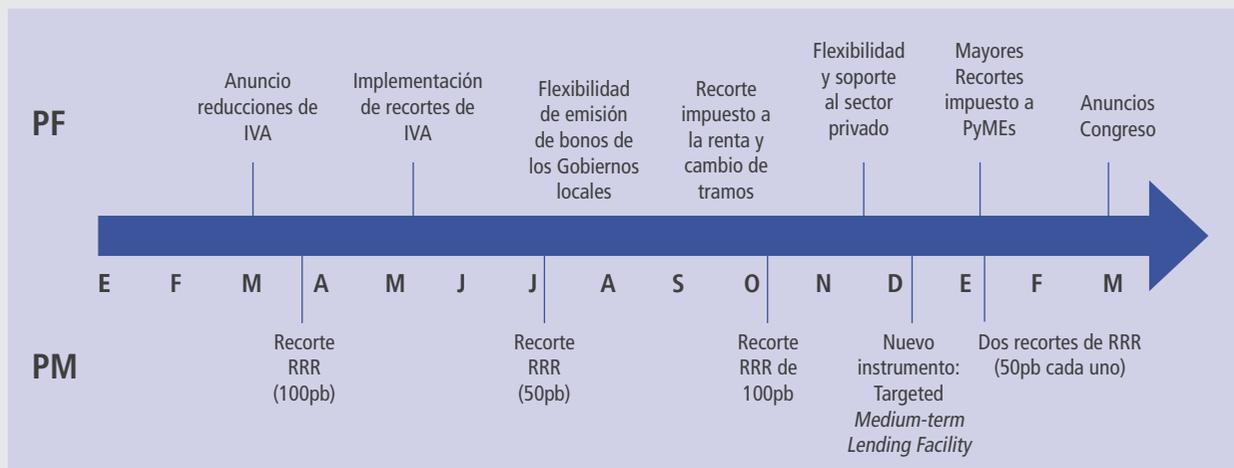
Durante el 2018, el escenario macroeconómico dio cuenta de una progresiva desaceleración en el ritmo de crecimiento global, especialmente en el sector manufacturero de diversas economías desarrolladas y China. Si bien hasta fines del 2018 EE.UU. se había visto excluido de esta tendencia, en los últimos meses también han surgido dudas respecto de la fortaleza de su ciclo. Esta desaceleración conjunta coincidió con los esfuerzos por parte de algunas economías de avanzar en el retiro de los estímulos. Particularmente notorio es el caso de la normalización de política monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed), y diversas medidas adoptadas por las autoridades chinas para, entre otros, limitar el sobre endeudamiento en su economía. Sin embargo, la reversión en el ciclo global de crecimiento llevó a reponer los estímulos a la demanda. Este recuadro discute el alcance de las medidas expansivas adoptadas en lo más reciente, su impacto sobre el ciclo, los espacios y límites que existen, así como los riesgos asociados a un uso excesivo de estas medidas por un período prolongado.

Respuesta de las autoridades en China

El gobierno chino fue quien más rápido reaccionó a las señales de desaceleración, y desde mediados del 2018 ha impulsado

medidas fiscales y monetarias. Desde abril del año pasado, el Banco Central de China (PBoC) ha recortado cinco veces su tasa de requerimiento de reservas (RRR), ha flexibilizado los créditos a empresas pequeñas y ha generado incentivos a los bancos privados para prestar a este tipo de empresas. Por el lado fiscal, se han incentivado proyectos en infraestructura, facilitando el proceso de emisión de bonos para los gobiernos locales. Además, se han realizado recortes de impuestos, tanto a empresas como a personas. En el ámbito corporativo, se amplió la devolución de impuestos a las exportaciones. Para estimular el consumo, por su parte, se han reducido los impuestos a la renta y modificado los tramos impositivos. Estas medidas fueron ampliadas a comienzos de este año y, según los anuncios realizados en la apertura del Congreso anual, podrían extenderse aún más. Si bien el uso de estímulos fiscales es una respuesta habitual del gobierno chino, en esta oportunidad su composición está más sesgada a medidas tributarias que a gasto directo en infraestructura (ver línea de tiempo). Este cambio en la composición del estímulo añadiría incertidumbre respecto de su efectividad, pero sería coherente con el objetivo establecido por las autoridades el 2011 de rebalancear las fuentes de crecimiento de la economía.

CHINA: MEDIDAS DE ESTÍMULOS



En el margen, algunos indicadores sugieren que estas medidas ya podrían estar teniendo algún efecto. Esto se aprecia en las cifras de crédito, los PMI, la inversión en infraestructura y también en la recuperación que han tenido los precios de los activos riesgosos en China^{1/} (grafico I.9). Estimaciones de contrapartes sugieren que el impacto de algunas de estas medidas sobre el PIB de corto plazo sería de al menos medio punto porcentual, lo cual limitaría una mayor desaceleración^{2/}.

GRÁFICO I.8

Inversión en activo fijo por sector (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de tres meses. Debido al año nuevo chino, no se disponen de cifras para enero por lo que se ocupan las de febrero.

Fuente: Bloomberg.

Si bien estas medidas apuntalarían el crecimiento a corto plazo, podrían incrementar los riesgos asociados a diversos desbalances que ha acumulado la economía china. En primer lugar, su endeudamiento global se ubica en torno a 3 veces su PIB, lo que resulta muy elevado, especialmente para una economía emergente. Si bien esta deuda está denominada mayoritariamente en moneda local, una proporción elevada ha sido concedida por una industria informal —*shadow banking*—, la cual es escasamente regulada. En segundo lugar, si bien en 2018 la cifra oficial de déficit fiscal se ubicó levemente sobre 4% del PIB, según el FMI, esta podría superar el 10% si se incluyen los balances de gobiernos locales y otras partidas. Estas estimaciones sitúan a la deuda pública ampliada en niveles superiores a 70% del PIB y apuntan a que esta podría elevarse sobre 90% hacia el 2023. Adicionalmente, un manejo financiero inapropiado podría gatillar salidas de capitales, las que en el pasado han ocasionado presiones cambiarias y pérdidas significativas de reservas internacionales. Si bien algunos de estos riesgos lucen menos apremiantes que a comienzos del 2016^{3/}, dosis adicionales de estímulo, aplicadas sobre una

^{1/} El aumento en la ponderación de Índices globales también podría haber influido en esta alza.

^{2/} Considera a los siguientes bancos de inversión: CITI, JPMorgan y UBS.

^{3/} Ver Recuadro I.1, IPoM Marzo 2016.

economía que ha ido acumulando desbalances y que requiere de un elevado crecimiento para contenerlos, podría ser perjudicial en el mediano plazo.

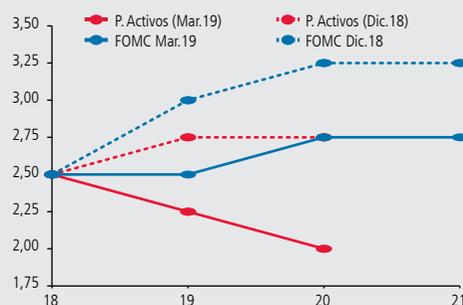
Respuesta en las economías desarrolladas

Otros bancos centrales también han dado señales claras de un cambio de sesgo en su política monetaria. En particular, en su reunión de marzo, la Fed indicó que sería paciente al evaluar sus futuros movimientos, y anunció que suspendería la reducción de su hoja de balance en septiembre. Esto representa un giro significativo en su estrategia de política monetaria, yendo incluso más allá de lo esperado por el mercado tras la reunión de enero. El BCE, por su parte, anunció una tercera ronda de financiamiento directo al sistema bancario (TLTRO III) y también postergó el inicio de su ciclo de alza de tasas hacia finales del 2019. Otros bancos centrales también han señalado una política monetaria algo más *dovish*, generando un contexto de mayor liquidez global.

Los precios de los activos han recogido estas señales. Los futuros de tasa de política en EE.UU. apuntan a dos recortes en 2020 y la tasa larga del bono de tesoro, que había llegado a situarse en torno a 3,25%, hoy lo hace en torno a 2,4% (gráfico I.10). Respecto del episodio de *stress* financiero de fines del 2018, las señales de una política monetaria más acomodaticia, favorecieron la entrada de capitales hacia las economías emergentes, elevaron los precios de los activos riesgosos y el de diversas materias primas, incluido el cobre. Esto, más allá de que se siguen observando ciertas tensiones en los mercados.

GRÁFICO I.9

Límite superior esperado para la tasa de fondos federales (*)
(a diciembre de cada año, porcentaje)



(*) Considera que el valor entregado por la Fed se refiere al punto medio del rango para la tasa.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

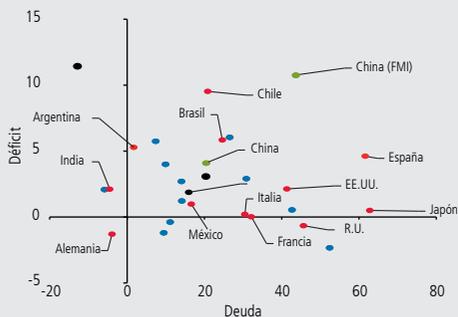
Si bien se han hecho esfuerzos para revertir la desaceleración en el ritmo de crecimiento a través de un mayor impulso monetario, existen límites. Por una parte, las tasas de referencia en diversas

economías desarrolladas se ubican en niveles bajos, estando en muchos casos aún cerca del *zero lower bound*. Si bien es posible fijar tasas negativas, como lo ha hecho el BCE, su efectividad es dudosa pues, entre otros problemas, genera complicaciones para el normal funcionamiento del sistema bancario, pudiendo incluso no resultar expansivas. Un riesgo latente asociado a la implementación de estímulos monetarios es que, de extenderse por períodos prolongados, podrían exacerbar la disposición a tomar riesgos, elevando aún más el nivel de endeudamiento y apreciando en exceso ciertos activos financieros riesgosos, los cuales podrían eventualmente sufrir ajustes mayores.

En el plano fiscal existen pocas economías con holguras. Durante la crisis financiera global del 2008 y la posterior crisis del euro, diversos gobiernos de economías desarrolladas y emergentes aplicaron cuantiosas dosis de estímulo. Estos esfuerzos elevaron significativamente la deuda pública de dichas economías, comprometiendo en algunos casos sus calificaciones crediticias. En promedio la deuda como porcentaje del PIB ha crecido cerca de 24 puntos porcentuales desde el 2007 considerando un grupo de países seleccionados (gráfico I.11). En el caso particular de EE.UU., el haber implementado una reforma tributaria al inicio de esta administración limita su espacio para dosis adicionales de estímulo. En las economías avanzadas, las bajas tasas de interés, resultado de los cuantiosos estímulos monetarios, mantienen contenido el servicio de deuda, generando cierta holgura fiscal. No obstante, esto podría representar un riesgo si fueran a revertirse. Una de las excepciones sería Alemania, que mantiene un superávit fiscal de 1,5% y un ratio deuda sobre PIB cercano a 60%, aún bajo en comparación con otros desarrollados. Un mayor impulso fiscal en Alemania podría reimpulsar el crecimiento en Europa y contener los desbalances internos dentro de la Eurozona.

Desde la perspectiva del escenario base del IPoM, las diversas medidas de estímulo implementadas sostendrían las proyecciones de actividad de corto plazo, y permitirían una suave convergencia del ciclo global. Es en parte por estos estímulos, que se corrige levemente a la baja la proyección de crecimiento en EE.UU. y no se ajusta la de China en el horizonte de proyección. Por su parte, la corrección en la Eurozona es de mayor magnitud, por la profundidad de su desaceleración actual y por la dificultad que supondría interponer estímulos de demanda en proporciones similares a los anunciados por China y EE.UU. de forma coordinada y oportuna. Desde la perspectiva de las economías emergentes y exportadoras de materias primas, estos estímulos revertirían el deterioro en las condiciones financieras observado en el 2018 y permitirían sostener mejores términos de intercambio. Todo esto tendría como correlato riesgos de mediano plazo, si la necesidad de estos estímulos se prolonga en el tiempo, o estos se mantienen más allá de lo necesario por temor a nuevas dificultades una vez que la economía global retome su dinamismo.

GRÁFICO I.10
Cambio en el déficit y deuda fiscal entre 2007 y 2018
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Bloomberg y FMI.