

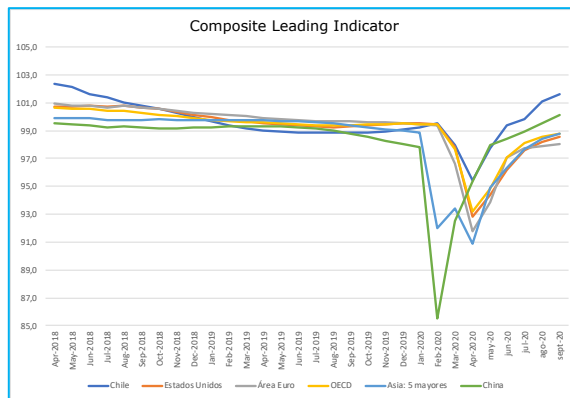


## Síntesis Económica Mensual: Septiembre de 2020<sup>1</sup>

Guillermo Pattillo

### I. Internacional

#### Evolución de la actividad global



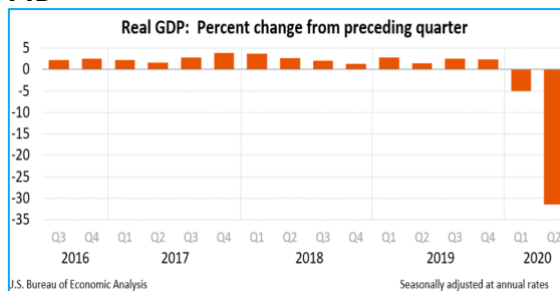
<http://www.oecd.org/sdd/leading-indicators/composite-leading-indicators-cli-oecd-august-2020.htm>

El Composite Leading Indicator (CLI), calculado por la OECD, muestra durante los últimos meses una mejora significativa para el mundo desarrollado y Asia, pero la velocidad de recuperación de esas economías es todavía modesta.

Las cifras de septiembre indican que el ritmo de expansión del producto en aquellas se mantendrá bajo su tendencia y, de hecho, la reaparición del Covid-19 en varios países de Europa genera incertidumbre respecto al impacto que nuevas medidas pudiesen tener en la velocidad de la recuperación. Sí es claro que el mundo se está recuperando de la pandemia y que esa recuperación continuará, aunque a tasas moderadas.

#### Estados Unidos: PIB y empleo

##### PIB



U.S. Bureau of Economic Analysis  
[https://www.bea.gov/sites/default/files/2020-07/gdp2q20\\_adv\\_0.pdf](https://www.bea.gov/sites/default/files/2020-07/gdp2q20_adv_0.pdf)

Después de una caída anualizada de 5% en el primer trimestre, el PIB cayó 31,4% en el segundo trimestre (tercera revisión). Sin duda esto es el resultado de la estrategia utilizada para intentar frenar la expansión del Covid-19.

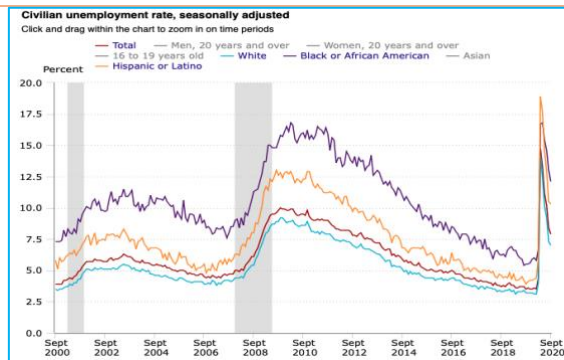
La estimación más reciente (9/10) del NYFR para el tercer trimestre es un crecimiento de 14,07% y 4,82% para el cuarto trimestre. Ambas tasas son algo más bajas que las de un mes atrás.

<https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast.html>

##### Empleo

En septiembre, y por quinto mes consecutivo, la cantidad de gente desocupada cayó (en 1 millón de personas a un total de 12,6 millones) y la tasa de desocupación se redujo 0,5 puntos alcanzando 7,9%. Ambas cifras son , sin

<sup>1</sup> Las opiniones vertidas en este informe son las de su autor y no necesariamente reflejan las del Departamento de Economía de la Universidad de Santiago.



<https://www.bls.gov/charts/employment-situation/civilian-unemployment-rate.htm#>

embargo, significativamente superiores todavía a las de febrero (6,8 millones y 4,4% respectivamente).

Los ocupados no agrícolas subieron este mes (ajustados estacionalmente) en 661 mil personas, las que se dividen en 877 mil nuevos ocupados privados y -216 en el gobierno.

Por su parte, el 22,7% de los ocupados trabajó por vía remota (24,3% en agosto) debido al Covid-19.

## Mercados bursátiles

### New York Stock Exchange

Índice	Var 1 mes (%)	Var 3 meses (%)	Var. 1 año (%)
NYSE Comp.	3,75	9,75	2,52
DJIA	3,33	9,63	6,60
S&P 500	4,08	9,17	17,06
Nasdaq Comp.	6,69	9,07	43,72

<https://www.wsj.com/market-data>

Los resultados para los principales índices accionarios en la NYSE son positivos para el mes terminado el 9 de octubre, y la volatilidad ha caído respecto a sus niveles de hace un mes.

El NYCI ha subido 3,75% en un mes, 9,75% en los últimos tres meses y 2,52% en un año. Por su parte, el S&P500 ha subido 4,08% en un mes, 9,17% en tres meses y 17,06% en un año. Similar comportamiento han tenido el Nasdaq y el DJIA.



<https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/SPX/advanced-chart>

En la última semana ha habido un retorno al optimismo y, de hecho, el S&P500 cerró el viernes 9 de octubre con la mayor alza en 3 meses. Esto está explicado, en lo principal, por las noticias del ámbito político (rápida recuperación del Presidente y el alza de Biden en las encuestas)

### CBOE Volatility Index



<https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/VIX/advanced-chart>

La volatilidad del mercado accionario de Estados Unidos, medida por el CBOE Volatility Index, y tal como anticipamos en el informe anterior, se ha reducido en el último mes (y también respecto de tres meses atrás), pero es todavía muy superior a la existente hace un año.

El valor del índice al 9 de octubre es de 25,0, lo que implica una baja de 9,52% en un mes y de 8,39% en tres meses. Durante el mes que viene, y derivado principalmente de lo que ocurra en el ámbito político, es esperable que el VIX oscile en torno a sus valores actuales.



## Futuros

Índice	Var 1 mes (%)	Var 3 meses (%)	Var. 1 año (%)
E-mini S&P 500	4,37	10,65	17,87
E-mini Dow	4,03	11,60	7,45

[https://www.wsj.com/market-data/stocks?mod=md\\_home\\_overview\\_stk\\_main](https://www.wsj.com/market-data/stocks?mod=md_home_overview_stk_main)



<https://www.wsj.com/market-data/quotes/futures/ES00/advanced-chart>

El E-mini S&P500 presenta al 9 de octubre alzas relevantes en todos los periodos considerados: 4,37% en un mes, 10,65% en tres meses y 17,87% en un año. Comportamiento similar ha tenido el E-mini Dow.

El alza gradual, pero sostenida de estos índices, revela la percepción de los inversionistas respecto de la economía de Estados Unidos y, también, de las principales economías del mundo.

## Bolsa de Shanghai: SHComp



<https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/CN/XSHG/SHCOMP/advanced-chart>

El Shanghai Stock Exchange Composite, después de una rápida recuperación en julio, alcanzó su peak el 17 de agosto. De ahí en adelante ha mostrado una suave tendencia descendente; en el último mes cayó 3,34%, pero aumenta 5,87% en tres meses y 12,63% en un año.

La evolución del SHComp refleja las perspectivas que existen para la economía China en este momento; de hecho, el valor del índice ha recuperado con creces lo que perdió con la aparición del Covid-19, pero no logra superar los 3.450 puntos.

## Bolsa de Londres: FTSE100



<https://www.londonstockexchange.com/indices/ftse-100>

El FTSE100 (Financial Times Stock Exchange 100) no logra iniciar una fase de recuperación. En el mes concluido el 9 de octubre cae 0,26%, en tres meses 1,29% y en un año 16,98%. Una parte de la explicación es, por supuesto, el Covid-19, pero a eso se agregan características específicas del índice: poca presencia de empresas de TI y fuerte presencia de bancos; también el Brexit. En el fondo, una economía que no logra repuntar.

## Bolsa de Frankfurt: DAX

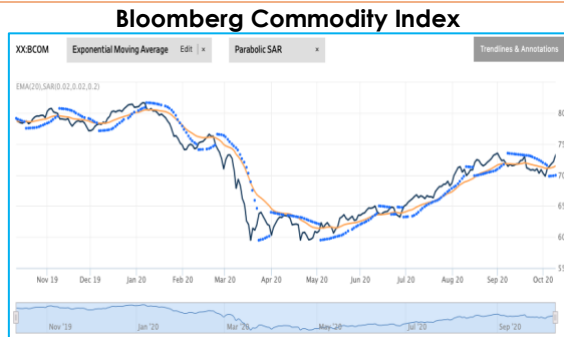
El DAX ha tenido una leve baja de su valor en el último mes (-1,15%), pero crece en tres meses un 3,30% y en un año 4,31%. No obstante, se mantiene bastante plano desde principios de junio. De hecho, todavía no alcanza el nivel que tuvo en



<https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/DX/XETR/DAX/advanced-chart>

febrero pasado. Al proceso de lenta recuperación económica, se ha sumado en estas semanas la aparición de nuevos brotes relevantes de Covid-19 en distintas partes de Europa, lo que genera, evidentemente, incertidumbre respecto a la velocidad que podrá seguir manteniendo la economía alemana.

## Commodities



<https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/XX/BCOM/advanced-chart>

Al 9 de octubre el Bloomberg Commodity Index (BCI) ha crecido 2,37% en un mes y 9,93% en los últimos tres meses; sin embargo, es todavía 7,08% menor a un año atrás. Dada la recuperación en desarrollo, es esperable que el BCI siga, con algunos altibajos, una tendencia ascendente.

El cobre ha tenido un aumento en su precio de 3,68% en el último mes, continuando una tendencia que lo ha mantenido marginalmente por sobre los US\$3 desde mediados de agosto.

	Precio al 09/10	Var 1 mes (%)	Var 1 año (%)
Cobre (US\$/bbl)	3,0840	3,68	18,03
Petróleo WTI (US\$/bbl)	40,52	8,37	-26,21
Petróleo Brent (US\$/bbl)	42,82	7,80	-28,07

<https://www.wsj.com/market-data>

El precio del petróleo WTI, por su parte, presenta un aumento de 8,37% en el mes, pero sigue siendo del orden de 26% menor que hace un año. Esta tendencia alcista se da en un contexto de demanda creciente y una oferta que se ha reducido en el margen, pero con inventarios globales 220 millones de barriles por arriba del promedio de los últimos 5 años. Empujó también el precio declaraciones recientes de la OPEC indicando que "lo peor ya pasó" para el del petróleo.

## Futuros de Cobre y Petróleo

Precio a	Dic 20	Jun 21	Sept 21
Cobre (US\$/bbl)	3,0840	3,0480	3,0740
WTI (US\$/bbl)	40,85	42,50	42,92

<https://www.cmegroup.com/trading/metals/base/copper.html>

<https://www.cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude-quotes-globex.html>

En el caso del cobre, los precios de los futuros muestran bastante estabilidad y no existe un cambio significativo respecto a la situación actual.

En el caso del petróleo el mercado espera un alza muy gradual a lo largo de 2021 (y de hecho, los contratos cerrados el 9 de octubre tienen precios algo menores a los cerrados el 4/09), manteniéndose el precio por debajo de los 50 US\$/bbl.



## Bonos

### Bonos del Tesoro de Estados Unidos

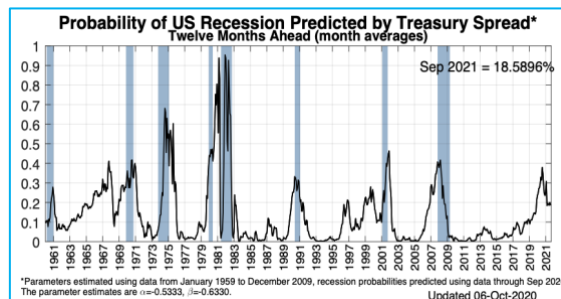


<https://www.wsj.com/market-data/quotes/bond/BX/TMUBMUSD10Y>

Los bonos a 10 años del Tesoro (T-notes), referencia fundamental en el mercado financiero, han tenido un aumento en su rendimiento (yield) durante los últimos 3 meses. Esto es una señal de confianza en las perspectivas económicas de Estados Unidos y, en cierta medida también, del mundo.

Al cierre del 9 de octubre, el rendimiento llegó a 0,777%, lo que implica un alza de 5,6 puntos base (pb) en un mes y 10,4 pb en tres meses. En la evolución reciente destacan las mejores cifras de ocupación y la revisión al alza de la variación del PIB durante este año, y la expectativa que la economía está en una fase de recuperación sostenida.

### Estructura de tasas y probabilidad de recesión en EE.UU.



[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/capital\\_markets/Prob\\_Rec.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/capital_markets/Prob_Rec.pdf)

El Federal Reserve Bank of New York (FRNY) calcula todos los meses la probabilidad de recesión 12 meses adelantado sobre la base de la pendiente de la curva de rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años y a 3 meses.

Con la información a septiembre, la probabilidad de una recesión en septiembre de 2021 es de 18,6%; menor a la que deriva de los datos de meses anteriores.

([https://www.newyorkfed.org/research/capital\\_markets/ycfaq#/overview](https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq#/overview))

### Tipos de cambio



[https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/US/IFUS/DXY?mod=md\\_curr\\_overview\\_quote](https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/US/IFUS/DXY?mod=md_curr_overview_quote)

En la última semana (cierre 09/oct) el dólar ha perdido valor respecto de las principales monedas. El US Dollar Index (USDXY) bajó 0,84% en la semana; en un mes ha bajado 0,29% y 3,72% en tres meses. Esto es parte de una tendencia que viene desde fines de marzo. La explicación está, al menos en parte, en la gran liquidez en dólares que ha generado la Reserva Federal y la baja en los rendimientos reales en Estados Unidos en las proximidades de la elección presidencial.

En la última semana el Euro cerró en 1,1826 USD por Euro, apreciándose 0,93% respecto del dólar; sin embargo, en relación a un mes atrás muestra una leve depreciación



[https://www.cmegroup.com/trading/fx/q10/euro-fx\\_quotes\\_globex.html](https://www.cmegroup.com/trading/fx/q10/euro-fx_quotes_globex.html)

(0,18%). Respecto de 3 meses la apreciación es de 4,65%.

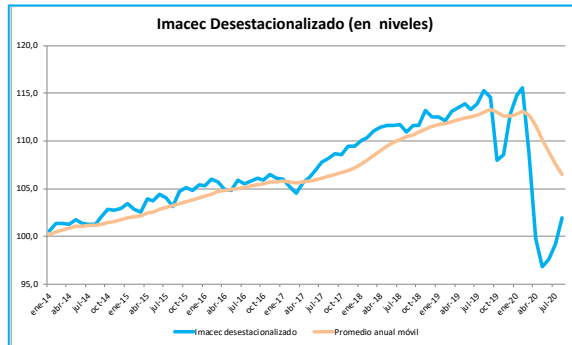
Los futuros Euro/dólar a octubre indican, según las operaciones cerradas el 9/oct., la continuación de una suave apreciación del euro en relación al dólar.

Tras esto está un cierto optimismo en la evolución económica de la zona euro; el resurgimiento del Covid-19 en algunas áreas de países de la zona puede, no obstante, cambiar este escenario.



## II. Nacional

### Evolución de la actividad



Elaboración propia

El Imacec de agosto tuvo una caída de 11,3% a/a; con esto el índice promedio anual móvil cae 5,6% a/a. Por su parte, el índice desestacionalizado creció 2,8% respecto al mes anterior (tercera alza consecutiva) y proyectamos que volverá a crecer en septiembre, pero caerá en los tres meses siguientes.

La actividad está iniciando una fase de recuperación, pero esta será lenta y con una probabilidad no menor de detenerse si hubiese un rebrote relevante de Covid-19 (poco probable) o si vuelve la violencia isurreccional. Para **el tercer trimestre** estimamos una caída del PIB **del orden de 10%** y para **el año de 7%**.

### Empleo



Elaboración propia

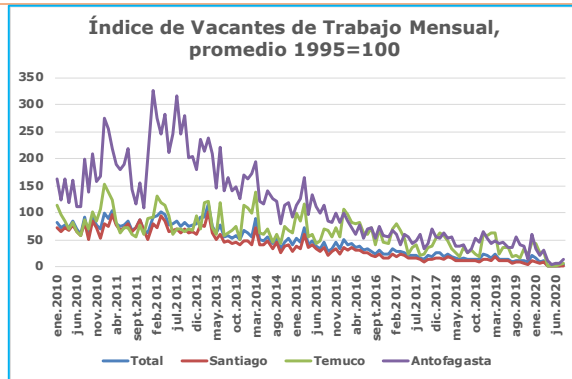
La fuerte reducción en los niveles de actividad ha tenido, por supuesto, un enorme impacto en el mercado laboral. La tasa de desocupación en el trimestre móvil terminado en agosto llegó a 12,9%.

Pero esta es una mirada parcial del problema. La magnitud de la crisis ha impactado además sobre la fuerza de trabajo, que al trimestre móvil terminado en agosto cae 14,5% a/a, y en un aumento sin precedentes de los inactivos de 30% a/a a ese mes. Por su parte, los ocupados se reducen 19,4% a/a y los desocupados crecen 46% a/a; dentro de estos últimos, aquellas personas que buscan trabajo por primera vez se reducen 22,3% a/a lo que es clara indicación del desaliento general.



Elaboración propia

Un shock de esta magnitud no se resolverá en un plazo breve. Además que la recuperación económica será lenta, la crisis dejará una huella permanente en la organización del trabajo, con un énfasis en teletrabajo y un cambio en la forma de generar determinados bienes y servicios que, lo más probable, reducirá la demanda de trabajo. La implicancia fundamental de lo anterior es que veremos altas tasas de desocupación por un periodo prolongado a medida que se comience a revertir el

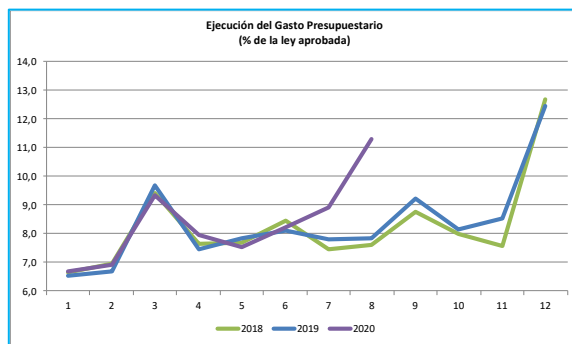


Elaboración propia

aumento de inactivos y la reducción de la fuerza de trabajo.

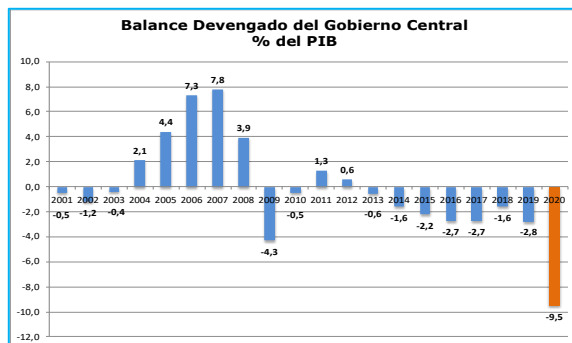
Una clara muestra de lo compleja que será la situación laboral en los meses que vienen lo da el Índice de Vacantes de Trabajo que calcula el Banco Central. En sus datos a agosto, el índice (que tiene base 1995=100) muestra los valores más bajos de toda la serie y, más relevante, en niveles cercanos a 3%. Esto implica que el mercado laboral está casi totalmente detenido.

## Situación fiscal



Elaboración propia

A agosto el gobierno central presupuestario ha ejecutado 66,9% del gasto aprobado en la ley de presupuestos (4,9 puntos más que a igual fecha de 2019) y el 56,3% del ingreso (8 puntos menos a a igual fecha de 2019). En lo que va del año hasta agosto el gasto de este ha crecido 12,8% real en doce meses. Esto se descompone en un **crecimiento de 16,2% a/a del gasto corriente y una caída de 9,3% del gasto de capital**. Por su parte, los ingresos fiscales acumulados hasta agosto muestran una caída de 14,1% real a/a que se explica por la caída de 14,9% de los ingresos tributarios no mineros.



Elaboración propia

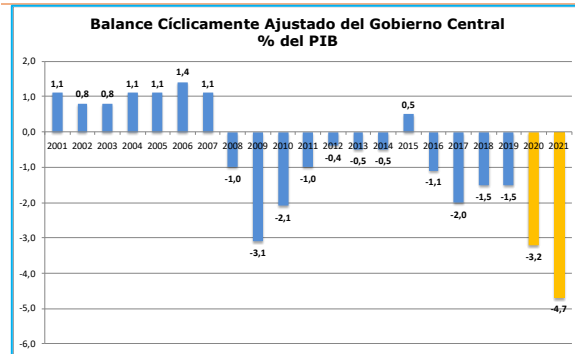
Al considerar los doce meses móviles terminados en agosto, los ingresos del Gobierno Central Total (GCT) llegan, de acuerdo a las estimaciones de Dipres, a 20% del PIB, los gastos a 26,9% y el déficit a 6,9%. Dada la evolución esperable para ingresos y gastos en lo que queda del año, **proyectamos un déficit fiscal 2020 del orden del 9,5% del producto**.

## Proyecto de Presupuesto 2021

El proyecto de ley de presupuesto para 2021 ingresó a fines de septiembre a discusión en el Congreso.

En el proyecto se asume que la economía crecerá 5% el próximo año y que será necesario mantener un impulso fiscal relevante. En ese entorno se espera un crecimiento real de 18,4% de los ingresos del gobierno central y de 9,5% del gasto al incluir los recursos del fondo de emergencia transitorio (y de 11,6% al considerar solo el gasto primario); respecto del gasto





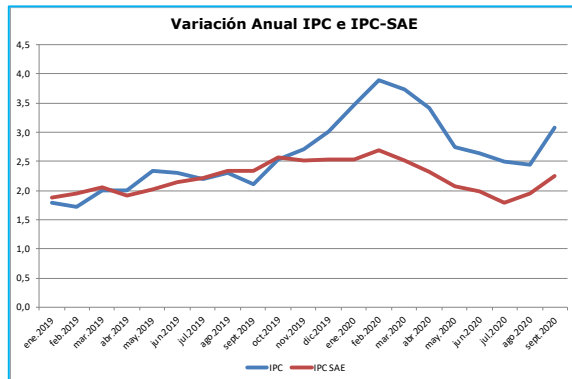
Elaboración propia

estimado para 2020, el crecimiento sería 0%. Así el déficit efectivo llegaría a 4,3% del PIB y el déficit cíclicamente ajustado a 4,7% (el más alto desde que se implementó la regla fiscal).

A la vez, el programa financiero muestra que en los 4 años siguientes (2022 a 2025) el gobierno central tendrá **déficit efectivo y estructural**. La contrapartida de esto es una reducción en el FEES y un aumento de la deuda.

A 2025 se estima que la deuda bruta del gobierno central alcanzaría a 44,1% del PIB; es decir, casi 6 puntos más que en 1991. Esto, sin embargo, asume un esfuerzo de reducción gradual de la deuda que dependerá de la conducta del gobierno que se inicia en 2022, por lo que en este momento no es más que una intención.

## Inflación



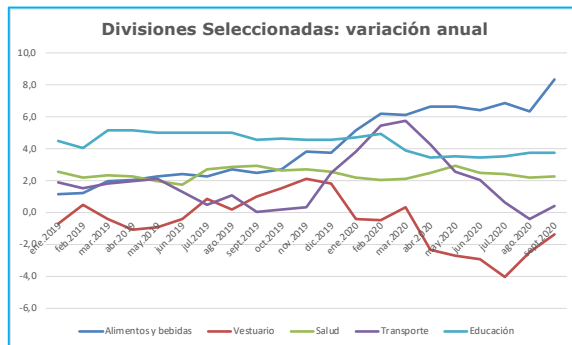
Elaboración propia

Con un aumento de precios en septiembre de 0,6%, la inflación acumulada en el año alcanza a 2,1% y en los últimos 12 meses a 3,1%. Por su parte, el IPC-SAE que subió 0,3% en septiembre ha aumentado en los mismos lapsos en 1,7% y 2,2% respectivamente.

En el entorno actual, con una inédita caída de la actividad y el empleo, la economía no presenta presiones inflacionarias relevantes. Sin embargo, la apertura gradual va haciendo posible que aparezcan más precios en áreas en que la actividad casi había desaparecido; por otra parte, la depreciación del peso también tiene un rol en esto.

Al observar la evolución del IPC por división, la de Alimentos y Bebidas no alcohólicas es la que mayor aumento de precios presenta en 12 meses, alcanzando 8,3%. En cambio, Vestuario y Calzado muestra una caída de precios de 1,4% en el mismo lapso; por su parte, Salud sube 2,3%, Comunicaciones baja 1,7% y Educación sube 3,7%.

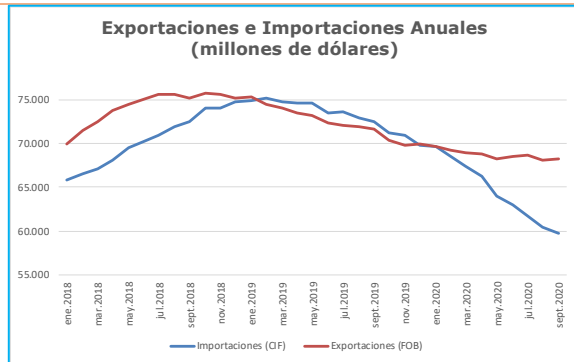
Para octubre proyectamos una variación de 0,2% en el IPC y para este año una inflación a **diciembre de 2,4%**.



Elaboración propia

## Balanza Comercial

El valor de las exportaciones acumulado en 12 meses a septiembre, US\$68.235,90 millones, implica un aumento de 0,3% respecto al nivel anual acumulado a agosto. Las importaciones, por su parte,

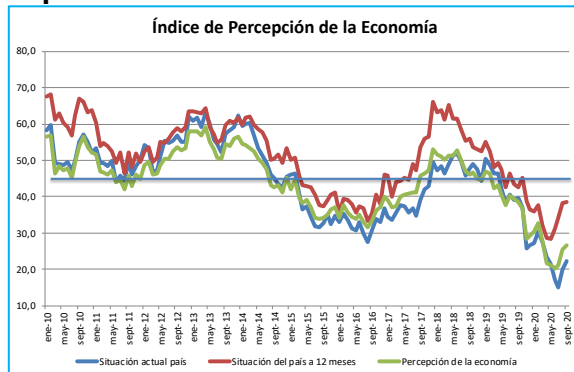


Elaboración propia

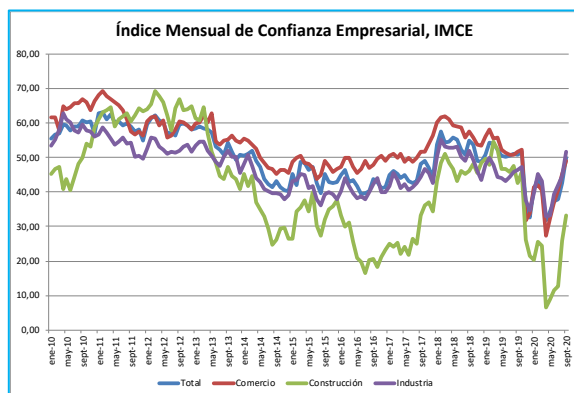


Elaboración propia

## Expectativas



Elaboración propia



Elaboración propia

alcanzan a US\$59.742,94 millones en igual lapso, y caen 1,1% respecto a agosto. Respecto de las exportaciones, solo aumentan las mineras (0,9%) en el periodo considerado; las agropecuarias caen 0,2% y las industriales 0,5%.

Las importaciones se reducen en todas las categorías. Las de bienes de consumo en 1,0% (que son también la mayor proporción del total), las de bienes intermedios en 1,3% y las de capital en 1,0%.

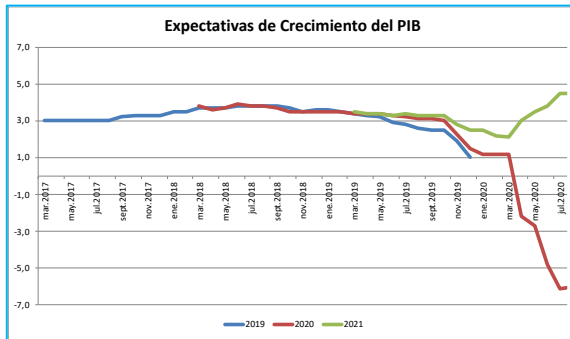
La comparativamente alta reducción de las importaciones, dada la caída de la actividad interna, ha generado un superávit de balanza comercial que viene creciendo desde diciembre de 2019 y que en los doce meses terminados en septiembre llega a US\$12.422,68 millones, un 7,4% más que el saldo anual acumulado al mes de agosto.

El Índice de Percepción de la Economía (IPEC), después de haber tenido sus mínimos en julio, muestra desde agosto una tendencia a mejorar; sin duda, la razón para ello es el avance en el programa de apertura de la actividad. Así, este mes el índice se encuentra, en algunas dimensiones, cercano a su nivel de marzo.

La misma imagen se repite con el Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) que sube en septiembre en todas sus categorías. De hecho, todos los sectores están este mes en un nivel superior al de marzo.

Respecto del crecimiento, las expectativas que recoge la encuesta mensual del Banco Central, han mejorado marginalmente en septiembre, al esperarse una caída de 5,5% para el PIB de 2020 y, al mismo tiempo, ha tendido a aumentar la tasa de crecimiento esperada para 2021. En la encuesta de septiembre esa tasa es de 4,7%.

Las cifras de crecimiento esperado para este y el próximo año tienen, como es bien sabido, un muy alto grado de



Elaboración propia

incertidumbre. Dos son las fuentes principales de ella en el plazo corto; es decir, en lo que queda de este año y en los primeros meses de 2021: cuándo el Covid-19 podrá asumirse bajo control en el país y, por ello, cuándo se podrá restablecer un cierto grado de normalidad de la actividad, y, en segundo lugar, qué pasará con la violencia política que la pandemia detuvo y que, conectada o no con la discusión constitucional, comienza a reaparecer.