



Panorama Económico



Septiembre 2020

Fecha de cierre del informe: 1 de octubre

Nota importante: Los resultados de este informe, tanto en los aspectos económicos como financieros, no corresponden a recomendaciones de compra/venta de activos financieros o reales, sino que son sólo estimaciones analíticas para comprender el comportamiento de las variables macroeconómicas básicas y del mercado accionario. Las posibles pérdidas emanadas de la toma de posiciones en base a esta información es de exclusiva responsabilidad del gestor de portafolio.

Preparado por Alejandro Puente, Investigador sénior del centro CIMON de la Facultad de Economía y Negocios de la UST, y Sebastián Egaña, Investigador junior del centro CIMON.

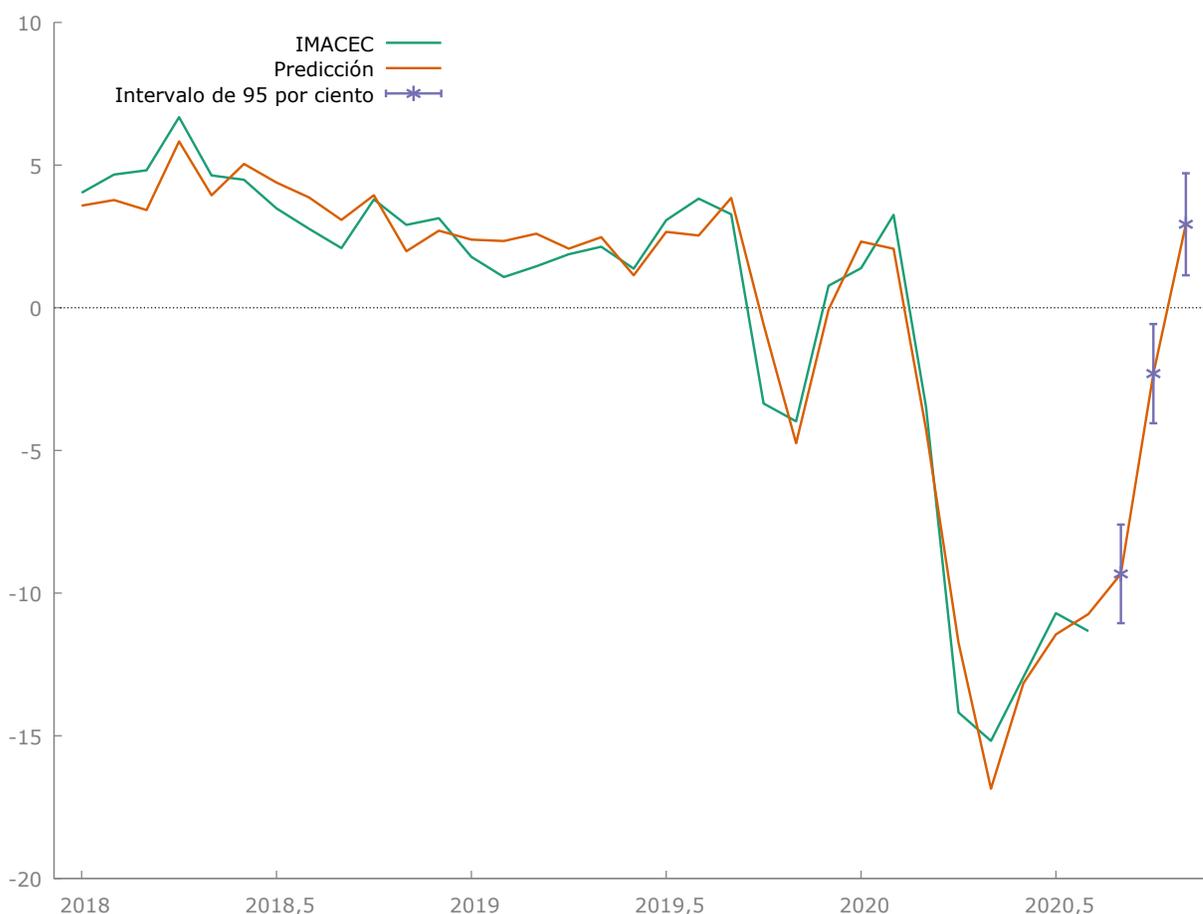
I. Resumen: Aspectos relevantes.

- Para el mes de septiembre, proyectamos una caída del PIB de 9,3%. En este mes, la base de comparación es aún más exigente que en agosto, sin embargo, la mayor apertura de actividades se suma un efecto calendario favorable por la presencia de dos días hábiles adicionales. Para octubre, muy preliminarmente, se proyecta una contracción anual de 2,3%. La fuerte mejora se explica principalmente por la favorable base de comparación, luego de la caída de 3,4% en octubre de 2019 producto de la convulsión social. En cuanto a nuestra expectativa de crecimiento del PIB para 2020, acotamos la proyección desde una caída entre 7% y 5%, a una entre 6% y 5%.
- Para septiembre, proyectamos una inflación mensual de 0,3%, al igual que la Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central, y una décima por arriba del pronóstico de la EEE. En este mes de fiestas patrias incidirán positivamente los alimentos y las bebidas y el transporte en bus interurbano. Para octubre y noviembre, preliminarmente, proyectamos inflaciones de 0,2% y 0,1%. Con esto la inflación acumulada en el año alcanzaría a 2%. Mantenemos nuestra proyección de inflación anual en 2,2% para el cierre del año, lo que implicaría también una inflación en torno a 0,2% en diciembre, a lo que contribuiría la recuperación del empleo e ingreso de las familias.

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA: MERCADO DE TRABAJO CON SEÑALES DE MEJORA

- En el mes de agosto, de acuerdo con información preliminar del Banco Central, el IMACEC tuvo una caída anual de 11,3%, por debajo de nuestra proyección de caída de 10,3% y peor aún a la expectativa del mercado, que en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) proyectaba una contracción de 8,9%.
- El crecimiento del IMACEC minero, -3,4% anual, fue uno de los factores más importantes para un desempeño peor a lo esperado en el mes de agosto, ya que en los meses previos este sector había parcialmente contrarrestado la fuerte contracción del resto de los sectores de la economía.
- El otro factor relevante, para que la caída de la actividad se mantuviera en dos dígitos, fue la exigente base de comparación en agosto de 2019, lo que se mantiene para todo el tercer trimestre pero se revierte con fuerza en el último trimestre debido a la convulsión social iniciada el 18 de octubre pasado.
- Para el mes de septiembre, proyectamos una caída de 9,3%, ya que aunque la base de comparación es aún más exigente que en agosto, contribuirán a un mejor desempeño la reducción de las cuarentenas, la gradual adaptación a la nueva realidad de las actividades, y un efecto calendario favorable por dos días hábiles más que septiembre de 2019. Ver **Gráfico 1**.
- Para octubre, muy preliminarmente, se proyecta una contracción anual de 2,3%. La fuerte mejora se explica principalmente por la favorable base de comparación, luego de la caída de 3,4% en octubre de 2019 producto de la convulsión social.
- Recién en el mes de noviembre proyectamos números azules para el crecimiento, con una expansión anual de 2,9%.
- En cuanto a nuestra expectativa de crecimiento del PIB para 2020, acotamos la proyección desde una caída entre 7% y 5%, a una entre 6% y 5%. Como plantea el Banco Central en el Informe de Política Monetaria de septiembre, donde proyecta una contracción entre 5,5% y 4,5%, a pesar de lo avanzado del año persiste una gran incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, lo que obliga a mantener un rango amplio de proyección, a pesar de nuestras proyecciones puntuales hasta noviembre.
- Por otro lado, nuestra proyección supone que, aunque se experimente un aumento en los contagios no se repetirá el cierre de actividades del segundo trimestre. También, asume que el proceso constituyente canalizará las demandas sociales por vías institucionales.
- Con respecto al mercado de trabajo, de acuerdo al INE, en el trimestre móvil junio-agosto la tasa de desempleo alcanzó a 12,9%, una reducción de dos décimas de punto porcentual respecto al máximo para esta serie de datos y metodología alcanzado en el trimestre previo.
- En la perspectiva anual, la tasa de desempleo aumentó 5,4 puntos porcentuales, producto de caídas de 14,5% y 19,4% en la fuerza de trabajo y la ocupación, respectivamente.
- Por sectores económicos, las mayores caídas en la ocupación se dieron en el comercio (-22,0%), la construcción (-34,9%) y alojamiento y servicio de comidas (-45,2%). Según categoría ocupacional, las mayores contracciones se observaron en los asalariados formales (-11,0%), asalariados informales (-27,3%) y los trabajadores por cuenta propia (-32,1%).
- En cuanto a las tasas analíticas que entrega el INE, la tasa combinada de desocupación y tiempo parcial involuntario alcanzó a 19,5% de la fuerza de trabajo en el trimestre, en tanto la tasa combinada de desocupación y fuerza de trabajo potencial llegó a 29,0%.

Gráfico 1 IMACEC observado y proyectado (variación porcentual anual)



Fuente: BCCH y elaboración propia.

- Pero hay un par de buenas noticias en el mercado de trabajo en los últimos días. La primera es que de los 784.165 trabajadores que estaban acogidos a la Ley de protección al empleo al 20 de septiembre, 410.294 se han reincorporado a sus trabajos. Esto quiere decir que a esa fecha el 52% de los trabajadores acogidos a la suspensión de sus contratos habían sido reenganchados y solo 15.512, equivalentes al 2%, habían sido despedidos.
- La otra buena noticia es el anuncio del subsidio para la contratación de nuevos trabajadores y para la reincorporación de trabajadores suspendidos, que es una herramienta fundamental para la recuperación del empleo.
- El subsidio para la contratación de nuevos trabajadores sería de hasta \$250 mil y sube hasta \$270 mil para mujeres, jóvenes y personas con discapacidad. El subsidio para la reincorporación es de \$160 mil. Estos subsidios tendrán una duración de hasta seis meses y pueden solicitarse hasta el 31 de marzo de 2021.
- El costo fiscal de este programa de subsidios es hasta dos mil millones de dólares y se financia con parte de los 12 mil millones de dólares aprobados en junio por el Congreso de la República, por lo que puede implementarse por decreto de forma inmediata.
- Estimamos que, en lo general, el programa está bien diseñado porque establece condiciones a las empresas para que los recursos se usen para el fin perseguido. Entre estas condiciones, está que las empresas que usan el subsidio a las nuevas contrataciones efectivamente aumenten su nómina de trabajadores respecto a la que tenían a julio de 2020. En el caso de las empresas que usen el

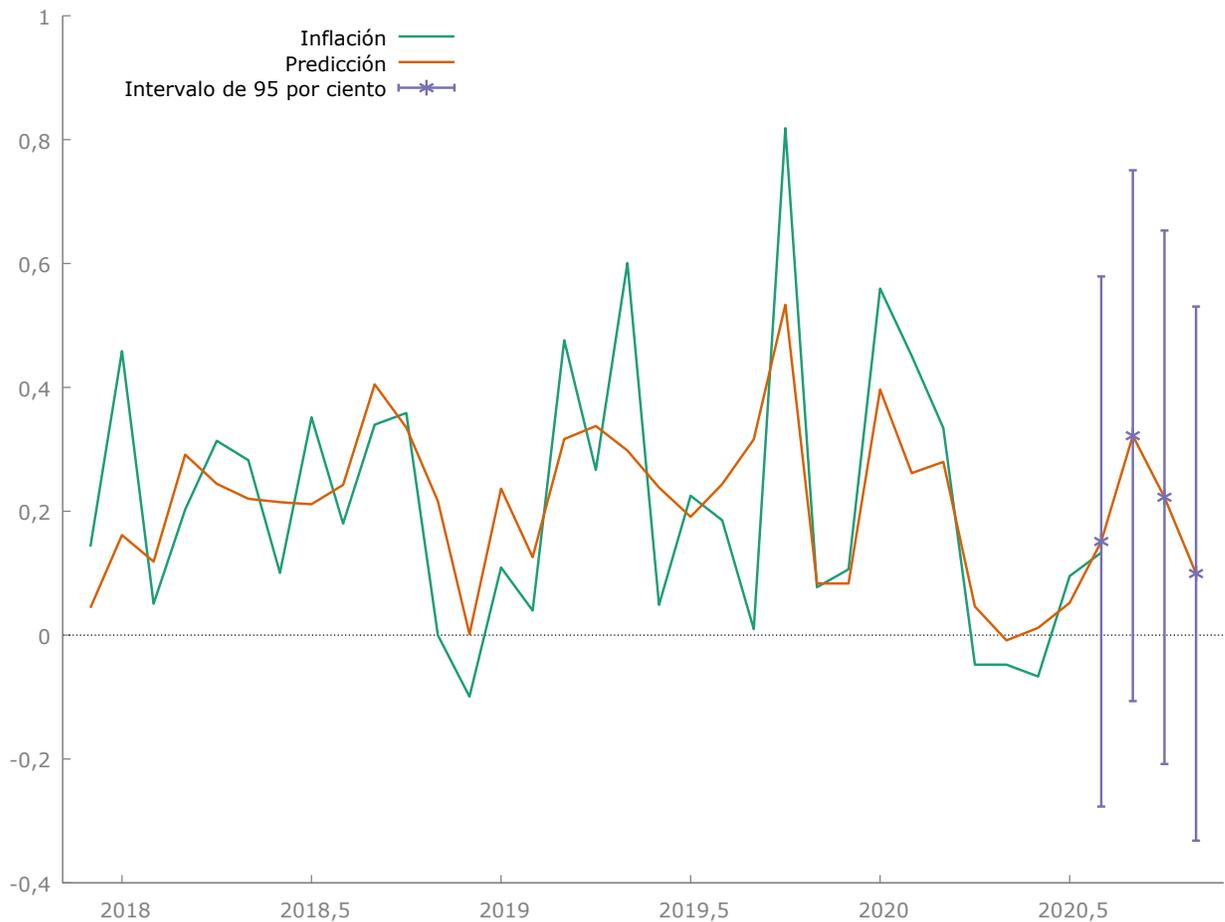
subsidio para el reenganche de trabajadores, se exige demostrar la caída de ventas o ingresos brutos de al menos 20% en el trimestre abril-junio respecto a igual trimestre de 2019. En ambos casos, las empresas deben ser contribuyentes de primera categoría.

- En el caso de las grandes empresas (con más de 200 trabajadores) no podrán repartir utilidades por arriba del porcentaje mínimo de 30% en los años en que reciben el subsidio. También deberán mantener al menos el 80% de los mismos trabajadores en la planilla al momento que hagan su primera postulación al subsidio. Esto último tiene por objeto evitar incentivar la sustitución de trabajadores para reducir el costo laboral.
- De acuerdo con el Servicio Nacional de Capacitación y Empleo se podrían crear hasta un millón de empleos con este subsidio, 700 mil nuevos y 300 mil reintegros (prácticamente la totalidad de los que no se han reintegrado a la fecha). De darse este objetivo, teniendo en consideración que desde el inicio de la pandemia se han perdido cerca de dos millones de empleos y que la fuerza de trabajo a febrero de este año estaba en torno a 9,8 millones de personas, la tasa de desempleo todavía sería superior a 10% de la fuerza de trabajo que había antes del inicio de la pandemia.

III. PANORAMA INFLACIONARIO: BAJAS PRESIONES A PESAR DEL RETIRO DE 10%

- En agosto, el IPC repitió el aumento de 0,1% del mes de julio, en línea con nuestra proyección y la del mercado. Con esto la inflación en 12 meses se ubicó en 2,4% y la acumulada en el año en 1,4%.
- Los aportes positivos a la inflación del mes vinieron principalmente de los alimentos y el vestuario y calzado. La incidencia de los alimentos repite lo observado en el periodo de pandemia, en tanto el aumento del vestuario y calzado parece estar en parte explicado por el retiro del 10% de los fondos de pensiones. Las mayores incidencias negativas vinieron de la división transporte, tanto por reducciones en el precio de la gasolina como del transporte en bus interurbano.
- La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía, registró un 0,2%, alcanzando 1,9% en los últimos 12 meses, manteniéndose por debajo de 2%. En el caso de los bienes transables y no transables las variaciones de los respectivos IPC fueron 0,2% y 0%, con lo que acumularon variaciones anuales de 3,3% y 1,5%, respectivamente.
- Para septiembre, proyectamos una inflación mensual de 0,3%, al igual que la Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central, y una décima por arriba del pronóstico de la EEE. En este mes de fiestas patrias incidirán positivamente los alimentos y las bebidas y el transporte en bus interurbano. Ver **Gráfico 2**.
- Para octubre y noviembre, preliminarmente, proyectamos inflaciones de 0,2% y 0,1%. Con esto la inflación acumulada en el año alcanzaría a 2%. Mantenemos nuestra proyección de inflación anual en 2,2% para el cierre del año, lo que implicaría también una inflación en torno a 0,2% en diciembre, a lo que contribuiría la recuperación del empleo e ingreso de las familias.
- Por otro lado, la proyección de 2,4% de inflación que proyecta el Banco Central en el IPoM de septiembre nos parece que sobreestima el efecto del retiro del 10% de los fondos de pensiones. En este sentido, nuestra proyección no considera la posibilidad de un nuevo retiro de ahorros.

Gráfico 2 Inflación observada y proyectada (variación porcentual mensual)



Fuente: INE y elaboración propia.

IV. POLÍTICA MONETARIA: ATENTOS AL AUMENTO DE LA LIQUIDEZ Y SUS EFECTOS DE MEDIANO PLAZO

- El IPoM de septiembre destacó que la actividad económica del segundo trimestre del año había sido mayor a lo que se anticipaba en el informe de junio. También, que este mejor desempeño obedecía en buena medida a la adaptación de varias actividades a la nueva realidad que exige operar con distanciamiento social.
- Lo anterior, junto con las medidas de estímulo fiscal y monetario y el retiro de ahorros para pensiones determinaron la mejora en la proyección de crecimiento de un rango entre -7,5% y -5,5% a uno entre -5,5% y -4,5% en 2020. Para 2021 se proyecta un crecimiento entre 4% y 5%, mientras para 2022 el rango de crecimiento estimado es entre 3% y 4%.
- Sin embargo, el IPoM también advierte que el cierre de las holguras de capacidad y la inflación meta se alcanzaría recién hacia 2022, por lo que se anticipa la mantención de la tasa de política monetaria (TPM) en su actual mínimo técnico de 0,5% por varios trimestres, junto a la continuación de las medidas no convencionales de estímulo al crédito y la liquidez.

- Concordamos con la apreciación del Banco Central en el sentido que en el corto plazo la brecha del producto continuará dominando las presiones inflacionarias por restricciones de oferta y aumentos en los costos de operación. De hecho, nuestra proyección de inflación anual al cierre del año, 2,2%, es inferior a la última proyección del Banco Central de 2,4%.
- Sin embargo, en un horizonte más largo habrá que estar alerta a dos factores. Uno de ellos lo destaca el propio Banco Central en el IPoM, y se refiere a la baja en el crecimiento anual del PIB potencial –la medida relevante del PIB para determinar las presiones inflacionarias de demanda– que estima en -1,2% y 0,2% en 2020 y 2021, respectivamente.
- El otro es el comportamiento de la liquidez en los últimos meses, que ha pasado de un crecimiento anual promedio de 9,4% entre enero y septiembre de 2019 a un crecimiento anual de 57,5% en agosto de este año. Aunque reconocemos que el crecimiento del último mes está influenciado por el retiro del 10% de las AFP's, ya en julio la liquidez había alcanzado un crecimiento anual de 39,8%.
- También entendemos que el objetivo de mantener la TPM en su mínimo técnico exige una política monetaria fuertemente expansiva. Sin embargo, nos parece importante recordar el elevado consenso en el sentido de que en el largo plazo la inflación es siempre un fenómeno monetario.

V. PANORAMA MUNDIAL: MEJORA LA GESTIÓN DE LA PANDEMIA, PERO RETORNA EL RIESGO POLÍTICO

- Como hemos hecho en nuestros últimos informes, el panorama mundial lo iniciamos con un breve reporte de la evolución de la pandemia a escala global. En este sentido, debemos destacar que hay claros indicios de una segunda ola de contagios en Europa y una intensificación del número de casos en otras regiones, especialmente en Latinoamérica. Sin embargo, una mezcla de factores sanitarios, económicos, sociales y políticos hacen poco probable que se repita el cierre de actividades del primer semestre del año.
- En el ámbito sanitario, dos tendencias están determinando menores presiones sobre los sistemas de salud. Por un lado, se ha reducido la edad promedio de los contagiados y con esto los que requieren atención médica y hospitalaria. Por otra parte, han ido mejorando los tratamientos de la enfermedad, lo que determina periodos de atención menos prolongados y menores tasas de mortalidad.
- En el ámbito económico, las actividades han ido adaptándose a la operación con distanciamiento social y en muchos casos se mantienen funcionando a pesar del aumento en los contagios. En los planos social y político, en varios países las cuarentenas estrictas no han podido sostenerse debido a los elevados niveles de informalidad y el paulatino incumplimiento y rechazo a las restricciones por parte de la población.
- En cuanto a las implicaciones económicas de la evolución de la pandemia, en distintas latitudes están mejorando las proyecciones de crecimiento del PIB.
- En Estados Unidos, el presidente de la Fed, Jerome Powell, en la reunión de septiembre mejoró la proyección de crecimiento del PIB de -6,5% en junio a -3,7%, junto con anunciar que mantendrá la tasa de referencia en 0,25% por unos tres años y hasta que la inflación sobrepase la meta de 2%.
- En el caso de China, luego de sorprender con un crecimiento anual del PIB de 3,2% en el segundo trimestre, y datos mejores a los esperados en los meses de julio y agosto, ya prácticamente se descarta una recesión este año, y por ejemplo HSBC proyecta un crecimiento de 2,4% para 2020.
- Pero, en este escenario de aparente mejora a pesar de la pandemia, o al menos de sus efectos en la actividad, resurge la influencia de la política en la economía. Por un lado, a medida que se acerca la elección en Estados Unidos, algunos sondeos indican que se estrecha la diferencia entre Trump y Biden, y la reacción del mercado parece reafirmar la aversión a la incertidumbre y el riesgo o que Trump no necesariamente es percibido como favorable al mercado.
- En Europa, el intento de revisión de Boris Johnson de lo acordado con la Unión Europea, sobre la frontera de Irlanda del Norte con la República de Irlanda, está poniendo en riesgo un Brexit ordenado y sin efectos económicos muy adversos en el corto plazo.
- En cuanto a la región latinoamericana, la inestabilidad política parece ser la norma. En Perú, aunque el presidente Vizcarra logró evitar la destitución, hay cierto consenso de que está en una posición muy débil. En Bolivia, las encuestas parecen dar como triunfador en la elección presidencial al candidata del MAS (y de Evo Morales), Luis Arce, y con independencia de quien sea el triunfador en la elección de octubre es fácil anticipar un periodo de convulsión política. En Argentina, la agudización de la situación económica con poco espacio de maniobra a la que ha conducido la pandemia ha llevado al gobierno de Fernández a reimponer restricciones cambiarias.
- Más allá de nuestras fronteras, la situación en las grandes economías de la región es bastante compleja. El único que parece haber mejorado en los niveles de respaldo es Bolsonaro, pero a fuerza de transferencias a la población para enfrentar la pandemia, que en todo caso no parecen fiscalmente sostenibles a mediano plazo.

VI. PANORAMA DE RENTA VARIABLE NACIONAL

- Destaca el desempeño de los índices relevantes nacionales, con cierto sesgo a la baja en el comportamiento que no se condice con los mercados internacionales. Se asocia esto a la incertidumbre política que enfrenta el país debido al próximo plebiscito constituyente, como también ante ciertas iniciativas legislativas orientadas a repetir el retiro de 10% de los ahorros previsionales.
- Un dato relevante es que más de la mitad de las empresas del IPSA transan a menos de su valor contable. Entre las más afectadas se encuentran Vapores, Itaú, Aes Gener y Engie.

Fecha	IPSA	Var. en %	Métrica
2020-08-27	3888	0.0	Last price
2020-07-27	4063	-4.3	Month to date
2020-05-27	3769	3.1	Three months to date
2019-12-30	4670	-16.8	Year to date
2019-08-27	4605	-15.6	Year to Year

Tabla 1: Fuente Bolsa de Comercio de Santiago.

Fecha	IGPA	Var. en %	Métrica
2020-08-27	19562	0.0	Last price
2020-07-27	20520	-4.7	Month to date
2020-05-27	18948	3.2	Three months to date
2019-12-30	23394	-16.4	Year to date
2019-08-27	23428	-16.5	Year to Year

Tabla 2: Fuente Bolsa de Comercio de Santiago.

- En el **Gráfico 3**, se observa una tendencia de no recuperación de los índices con algún sesgo a la baja. De hecho, en el último mes existe una disminución de un 4,3% para el IPSA y 4,7% para el IGPA. Los factores políticos han generado un clima de inestabilidad aparentemente no apto para los inversionistas.

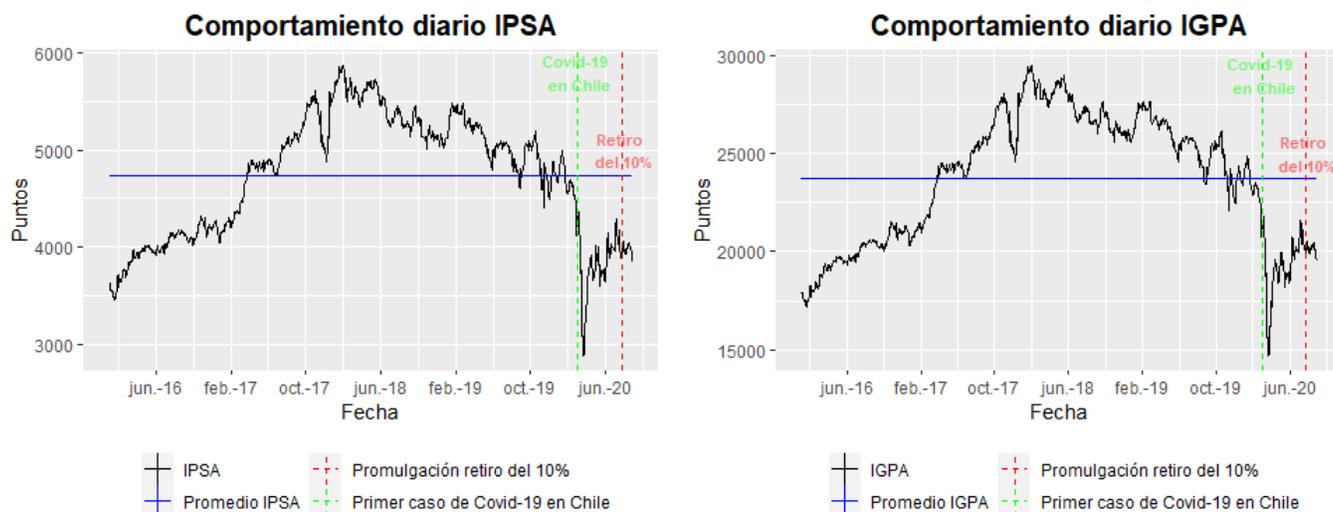


Gráfico 3: Fuente Bolsa de Comercio de Santiago - Frecuencia Diaria (2016 -2020).

- A pesar del mal desempeño de las empresas pertenecientes a los índices relevantes del país, el **Gráfico 4** permite observar que el efecto no se ha traducido en una mayor volatilidad de los mismos. En nuestra visión, esto refleja una incorporación de las expectativas de los inversionistas sobre los factores de riesgo: por un lado, a pesar de los avances en una posible vacuna, se sabe que dicho proceso deberá demorar tanto para la validación de la misma como también para su fabricación. Por otro lado, un rebrote de los contagios no debería a un cierre como el del segundo trimestre (como ha ocurrido en países asiáticos y europeos).

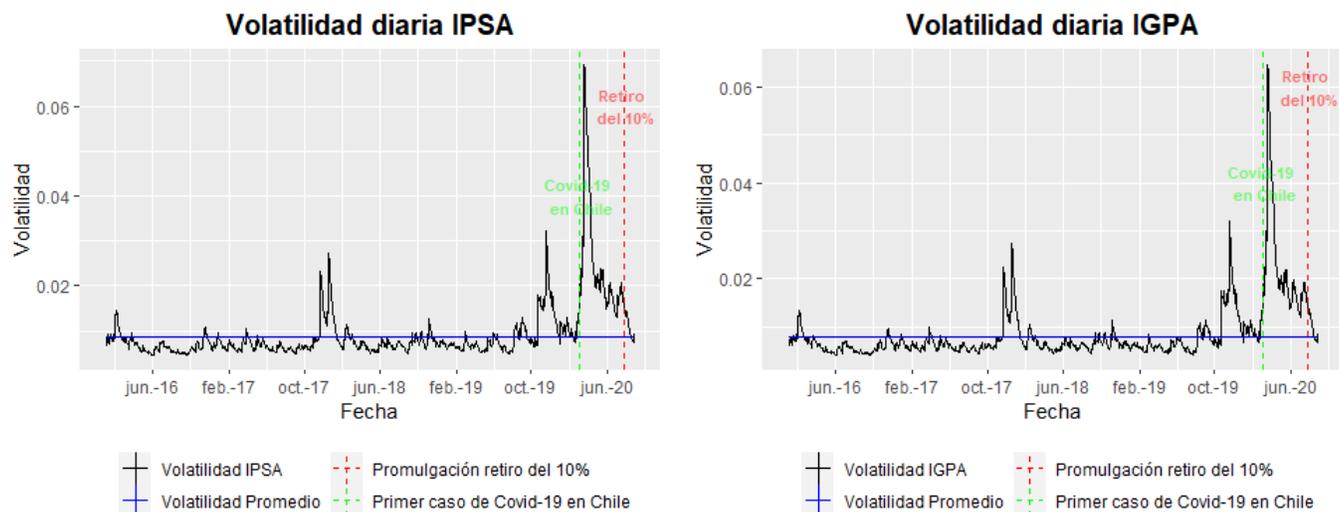


Gráfico 4: Cálculos propios en base datos de la Bolsa de Comercio de Santiago - Frecuencia diaria (2016 - 2020).

VII. PANORAMA DE RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

- En el **Gráfico 5** se aprecia el comportamiento al alza del índice de EE.UU., para el que se anticipa una elevada volatilidad asociada al proceso eleccionario que se avecina, asociado a un aumento considerable de los casos de Covid-19. Más allá de esto, se espera que en EE.UU. predomine el efecto de la elevada liquidez, aunado a un nuevo plan de reactivación de la economía de ese país.
- Como se observa en el **Gráfico 5**, no hay una tendencia marcada en las economías de Europa, debido a la segunda ola de contagios en dicho continente.
- Por último, en el **Gráfico 5** sobre Asia, se observa una tendencia al alza debido al buen comportamiento de los países para controlar la pandemia. El principal país en términos de desempeño es China, en dónde existe una estabilidad en los contagios como también un aumento en la actividad industrial.

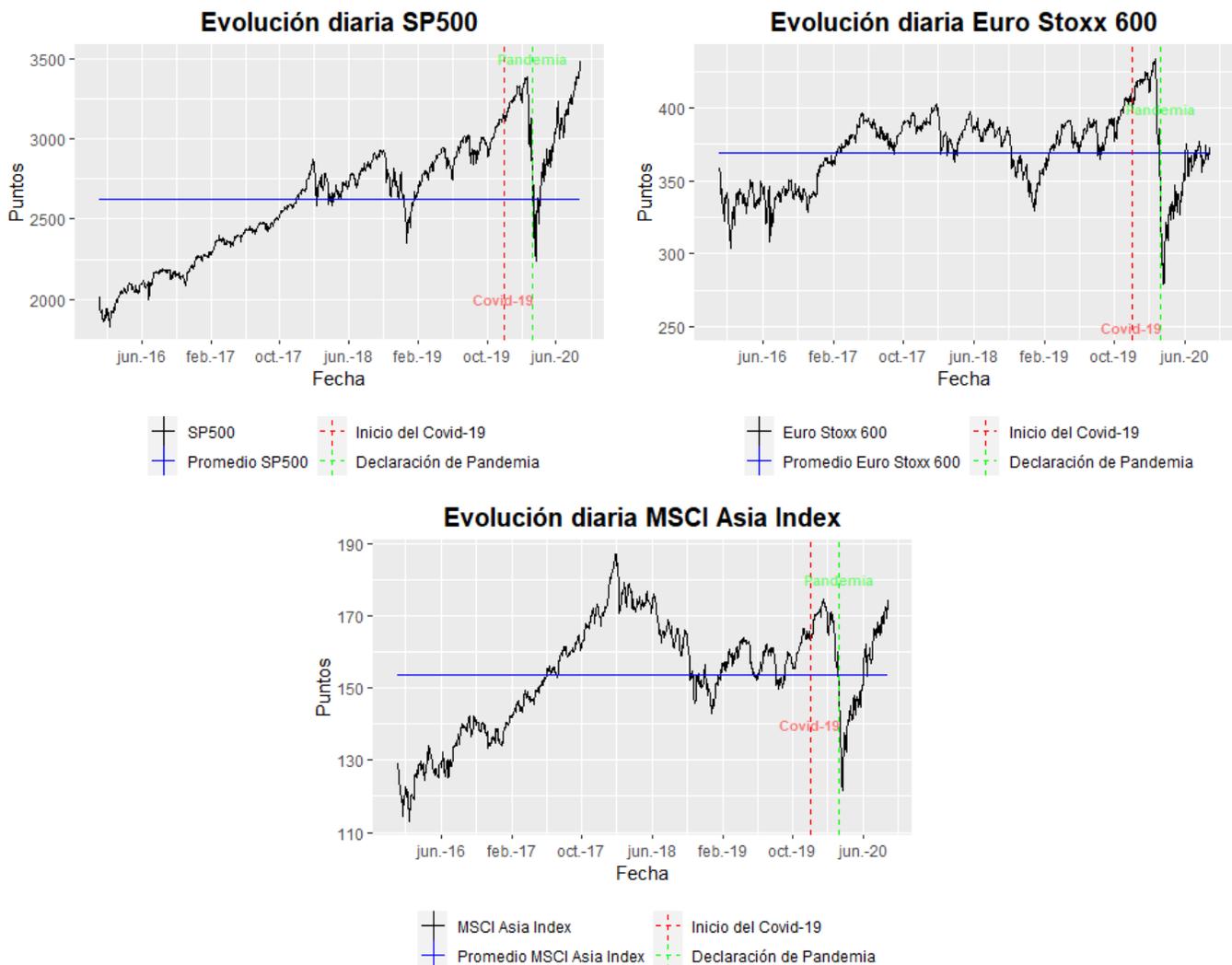


Gráfico 5: Fuente Eikon de Thomsom Reuters - Frecuencia Diaria (2016 - 2020).

VIII. PANORAMA DE RENTA FIJA NACIONAL

- El **Gráfico 6** muestra una tendencia al alza en las tasas de interés, que se relacionan con el nivel de riesgo que muestra la región latinoamericana, tanto en términos de pérdidas en la actividad económica como también en el manejo de la pandemia. En este sentido, se observa un efecto de contagio en la región.
- Se espera que en el futuro la tendencia cambie, en la medida en que Chile pueda desacoplarse de la dinámica de los países de la región, considerando además que nos encontramos en tasas mínimas para la economía.

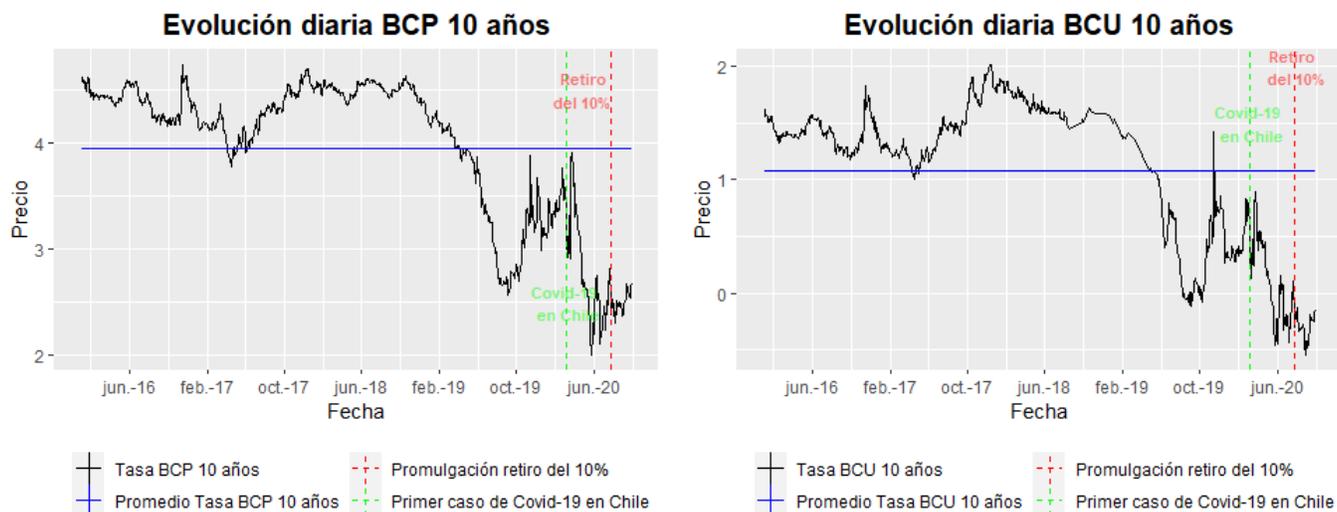


Gráfico 6: Fuente Banco Central de Chile - Frecuencia Diaria (2016 -2020).

IX. PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS RELEVANTES

- Gráfico 7 nos muestra un comportamiento variado dentro de los *commodities*. En el caso del cobre, existe una marcada tendencia al alza que se relaciona con el desempeño de China y se espera que continuará en niveles sobre los 3 dólares, en la medida en que China continúe con su buen desempeño y los inventarios se mantengan controlados. El tema de los inventarios irá evolucionando en la medida en que los países retomen los niveles pre-pandemia de producción, lo cual podría generar una tendencia a la baja del precio.
- Para el caso del petróleo, la OPEP publicó proyecciones bastante menores a las esperadas para la demanda su demanda. Por otra parte, se ha reactivado la producción en EE.UU. que había sido afectada por el huracán Laura. Ambos factores han generado una disminución del precio.
- En el comportamiento del oro se observa un cambio en las expectativas que se han orientado hacia un riesgo más relativo, debido a la mejora general sobre la pandemia. Incluso ha existido una valoración del dólar en el mundo, a pesar de los conflictos políticos internos y los aumentos en los casos EE.UU.

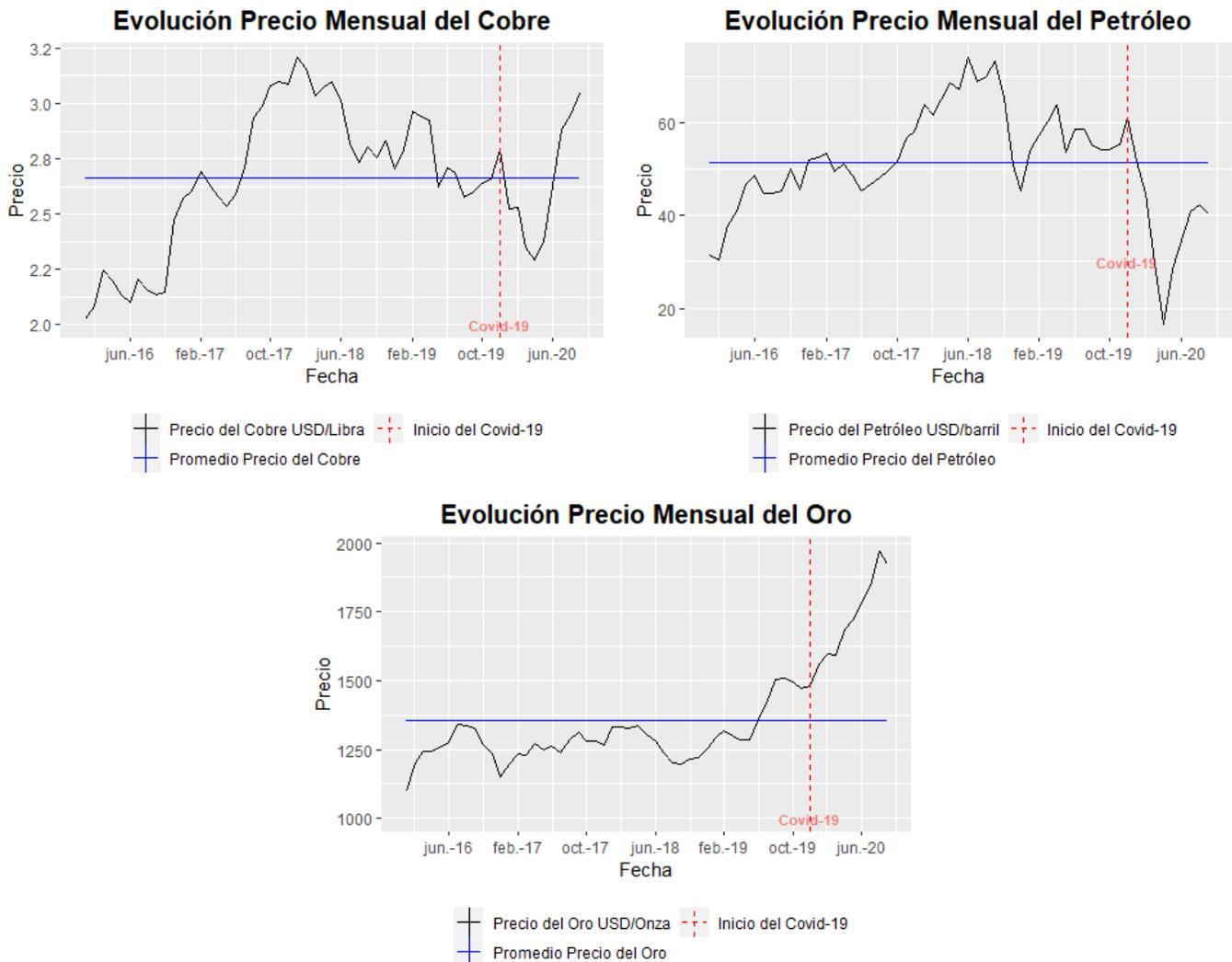


Gráfico 7: Fuente Banco Central de Chile - Frecuencia Mensual (2016 -2020).

Facultad de Economía y Negocios Universidad Santo Tomás.

Centro de Investigación y Modelación de Negocios (CIMON)

Contacto.

Alejandro Puente.

Investigador Sénior Centro CIMON.

alejandro.puente@santotomas.cl

Sebastián Egaña Santibañez

Investigador Centro CIMON.

sebastianeganasa@santotomas.cl
