

Panorama Económico

Abril 2021

Fecha de cierre del informe: 29 de abril

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 son de exclusiva responsabilidad del gestor de portafolio.

I. Resumen: Aspectos destacados

- Proyectamos un crecimiento anual de 2,8% para marzo, casi el doble de la proyección del mercado de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas.
- Para abril, la base de comparación es aún más favorable que la de marzo, luego de que el IMACEC decreciera en términos anuales 13,8% hace un año. Por otro lado, aunque cerca del 90% del país ha estado en cuarentena todo el mes, estimamos que tanto la elevada movilidad como la resiliencia de los sectores productivos determinará un fuerte crecimiento de 10,8%.
- Preliminarmente proyectamos un crecimiento anual entorno al 11,4% para el IMACEC de mayo.
- Para el año 2021, el FMI volvió a ajustar al alza su proyección de crecimiento del PIB de Chile, a 6,5%, en línea con el centro del rango de la última proyección del Banco Central de Chile. Del mismo sentido, el Ministerio de Hacienda elevó su proyección de 5% a 6% en el Informe de Finanzas Públicas del primer trimestre. Por nuestra parte, mantenemos la proyección de crecimiento entre 5,5% y 6,5% para este año.
- Proyectamos un efecto inflacionario del tercer retiro para el mes de abril, que le agregaría una décima de punto porcentual a nuestra proyección anterior, ya que estimamos un aumento mensual del IPC de 0,4% este mes.
- Para los meses de mayo y junio, preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,3% en cada mes, con lo que la inflación acumulada en el primer semestre del año alcanzaría a 2,3%.
- Bajo el supuesto de que no hay nuevos retiros de los fondos de pensiones, ni cambios al IVA que se discuten actualmente en el Congreso, esperamos que las presiones inflacionarias se moderen durante el segundo semestre del año. Con todo, revisamos al alza nuestra proyección de inflación anual al cierre del año, desde 3,2% a 3,6%.

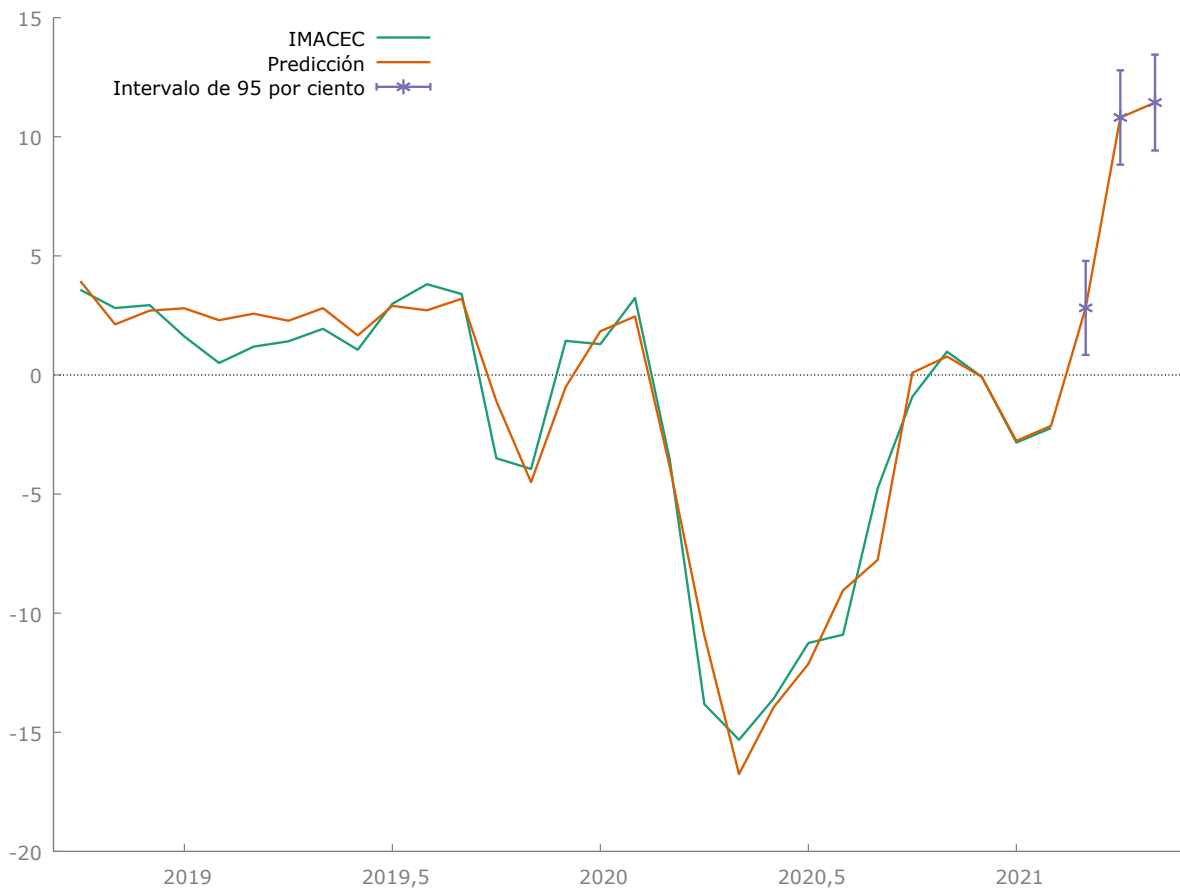
II. ACTIVIDAD ECONÓMICA: BAJA BASE DE COMPARACIÓN PERMITE ANTICIPAR FUERTE CRECIMIENTO ANUAL LOS PRÓXIMOS MESES

- El crecimiento anual del IMACEC en el mes de febrero fue -2,2%, algo por debajo de nuestra proyección de -1,9%, y bastante peor a la del mercado, que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) esperaba una caída de 1,5%.
- En el margen, el crecimiento mensual de 0,9% de la serie desestacionalizada continuó mostrando la paulatina adaptación de la economía a las restricciones. En este sentido, es interesante destacar que, si bien en la comparación anual el comercio parcialmente contrarresta las caídas de los servicios, la minería y Resto de bienes, en el corto plazo la recuperación se está dando con más fuerza en los servicios.
- En la proyección de crecimiento del IMACEC de marzo, varios factores permiten anticipar un registro positivo, luego de que de los últimos 12 meses solo en noviembre del año pasado la economía creció en términos anuales. Uno de estos factores es la mencionada adaptación de los sectores a las restricciones; otro es que marzo este año tiene un día hábil más que hace 12 meses. Pero el factor más relevante es la muy favorable base de comparación con marzo 2020, que fue el primer mes en que se declaró la pandemia y se impusieron restricciones hace poco más de un año.
- Con todo, proyectamos un crecimiento anual de 2,8% para marzo, casi el doble de la proyección del mercado, 1,6%, de acuerdo con la EEE. **Ver Gráfico 1.**
- Para abril, la base de comparación es aún más favorable que la de marzo, luego de que el IMACEC decreciera en términos anuales 13,8% hace un año. Por otro lado, aunque cerca del 90% del país ha estado en cuarentena todo el mes, estimamos que tanto la elevada movilidad como la resiliencia de los sectores productivos determinará un fuerte crecimiento de 10,8%.
- En mayo, el efecto base de comparación es similar al de abril y hay un par de factores adicionales. Uno de estos es el efecto en la demanda del tercer retiro de 10% de los fondos previsionales. El otro es que se comienzan a ver algunas señales positivas del proceso de vacunación.
- Con relación al retiro del 10%, debemos recordar que nuestra proyección anterior suponía que no se aprobaba el tercer retiro o que se volvía a dar en un formato parecido al del segundo, con auspicio gubernamental y con ciertas restricciones.
- La debilidad política del gobierno, se ubica en máximos históricos, con una aprobación presidencial de solo 9% de acuerdo a la última encuesta CEP y la repetida incapacidad de ordenar a sus parlamentarios tras sus propuestas. La demora en proponer alternativas que se perciban como más efectivas por la población, y la fuerte presión política parecen determinar que al cierre de este informe el Tribunal Constitucional haya rechazado el recurso del Ejecutivo para declarar inconstitucional el retiro aprobado por el Congreso por una mayoría superior a 2/3. Luego de esto, el presidente Piñera no demoró en promulgar la reforma constitucional que permite el tercer retiro. La fragilidad del gobierno y el parlamentarismo de facto que se ha instalado pueden ser factores que alteren nuestras proyecciones en los próximos meses.
- En cualquier caso, como hemos argumentado en informes previos, aunque los retiros estimulan el consumo y la demanda agregada interna, su efecto en el crecimiento del IMACEC y del PIB es acotado, dado que al mismo tiempo se estimulan las importaciones y estas entran restando en la identidad del PIB.
- En cuanto al tema sanitario, aunque todavía se mantiene un nivel elevado de contagios, 26 comunas a nivel nacional, 10 de la Región Metropolitana, pasan de la cuarentena al paso 2 el jueves 29 de abril. Por otro lado, a pesar de la ralentización de la vacunación, pensamos que sus efectos positivos permitirán una mayor relajación de las restricciones durante mayo.
- Con todo, preliminarmente proyectamos un crecimiento anual de 11,4% para el IMACEC de mayo.
- Para el año 2021, el FMI volvió a ajustar al alza su proyección de crecimiento del PIB de Chile, a 6,5%, y en línea con el centro del rango de la última proyección del Banco Central de Chile. Del mismo sentido, el Ministerio de Hacienda elevó su proyección de 5% a 6% en el Informe de

Finanzas Públicas del primer trimestre. Por nuestra parte, mantenemos la proyección de crecimiento entre 5,5% y 6,5% para el año.

- Con relación al mercado de trabajo, en el trimestre móvil diciembre-febrero la tasa de desempleo se ubicó en 10,3%, un aumento de una décima de punto porcentual respecto al trimestre anterior y de 2,5 puntos porcentuales en 12 meses.
- Este aumento anual resultó de caídas anuales en la Fuerza de Trabajo de 7,4% y en los ocupados de 9,9%.
- Aunque los ocupados se han recuperado desde el mínimo de 7.073.200 personas en julio 2020 hasta los actuales 8.167.6900, aún permanecen desocupadas 938.320 personas. Todavía más, la tasa combinada de desocupación y fuerza de trabajo potencial alcanzó a 20,4% en el trimestre, todavía muy elevada.
- Cabe destacar que los sectores que mayormente han explicado la caída anual de la ocupación son el comercio (-9,9%), alojamiento y servicio de comida (-30,7%) y hogares como empleadores (-32,5%). En este sentido, las restricciones a la movilidad durante abril van a afectar particularmente a los dos últimos sectores, sin embargo, su paulatina relajación eventualmente debe determinar una caída en la tasa de desempleo que en todo caso será muy gradual.

Gráfico 1 IMACEC observado y proyectado (variación porcentual anual)



Fuente: BCCH y elaboración propia.

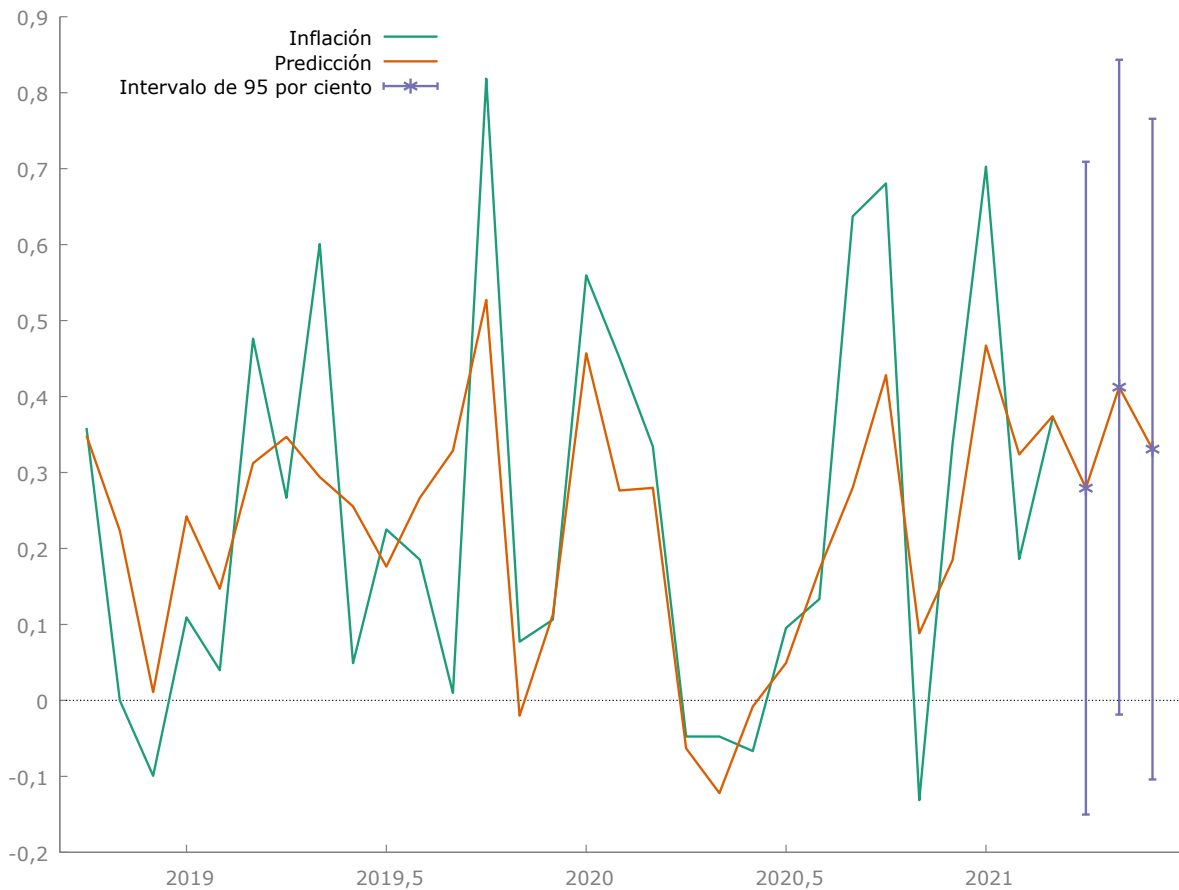
III. PANORAMA INFLACIONARIO: TERCER RETIRO INCREMENTA PRESIONES INFLACIONARIAS

- En marzo la inflación mensual alcanzó a 0,4%, en línea con nuestra proyección y la del mercado de acuerdo con las encuestas del Banco Central (EEE y OAF). Con este dato, la inflación anual se ubicó en 2,9%, apenas una décima de punto porcentual bajo la meta del Banco Central.
- Como se esperaba, las divisiones que más contribuyeron a la inflación mensual fueron Educación, 2,7% e incidencia de 0,183 pp. y Transporte, 0,9% e incidencia de 0,177 pp. La baja más relevante se observó en la división Alimentos y bebidas no alcohólicas, -0,4% e incidencia de -0,080.
- La inflación subyacente, IPC menos alimentos y energía, alcanzó a 0,5%, con lo que la inflación anual de este componente del IPC alcanzó a 2,6%. Por su parte, los IPC de bienes transables y no transables registraron inflaciones mensuales de 0,2% y 0,5%, respectivamente, repitiendo la reciente tendencia que determina inflaciones en 12 meses de 1,8% y 3,8%.
- El dato de febrero, tanto del IPC general como de las medidas subyacentes aminoró los temores de un incremento en las presiones inflacionarias. En cambio, los registros de marzo son una señal de que de alguna manera permaneces los riesgos inflacionarios, especialmente si se considera el tercer retiro de los fondos de pensiones.
- Efectivamente, si bien en el plano de la actividad económica hemos señalado que los efectos del tercer retiro serían acotados, en el ámbito inflacionario hay canales relevantes de afectación en la trayectoria de los precios.
- Uno de estos canales es el efecto de los retiros en el comportamiento de la demanda de consumo, que luego de los dos primeros retiros estimuló el precio de bienes como el vestuario y calzado. Otro efecto es en el crecimiento de la liquidez. En este sentido, al cierre de marzo el crecimiento anual de la liquidez alcanzó a 56%, y si bien ha bajado respecto al 63,6% que alcanzó en enero, la aprobación del tercer retiro debe implicar un repunte de este crecimiento.
- En un sentido contrario está el efecto de los retiros en el tipo de cambio. La oferta adicional de dólares en el mercado local, que implica la liquidación de inversiones en el exterior por parte de las administradoras de fondos, determina presiones a la apreciación del peso y por lo tanto más bien deflacionarias. Como puede verse en el comportamiento de los IPC de bienes transables y no transables, estos efectos parecen haberse contrarrestado, al menos en el corto plazo.
- Con relación a nuestra proyección de inflación, proyectamos un efecto inflacionario del tercer retiro para el mes de abril, que le agregaría una décima de punto porcentual a nuestra proyección anterior, ya que estimamos un aumento mensual del IPC de 0,4% este mes, también una décima mayor a la proyección del mercado de acuerdo con las encuestas del Banco Central (EEE y EOF). Ver **Gráfico 2**.
- Para los meses de mayo y junio, preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,3% en cada mes, con lo que la inflación acumulada en el primer semestre del año alcanzaría a 2,3%.
- Bajo el supuesto de que no hay nuevos retiros de los fondos de pensiones, esperamos que las presiones inflacionarias se moderen durante el segundo semestre del año. Con todo, revisamos al alza nuestra proyección de inflación anual al cierre del año, desde 3,2% a 3,6%.

IV. POLÍTICA MONETARIA: ENFRENTANDO EL SEGUNDO RETIRO

- El titular de esta sección el mes pasado fue “Sin cambios si no hay tercer retiro”. Como ya el tercer retiro fue promulgado, la pregunta que debemos responder es qué puede hacer el Banco Central para mitigar sus efectos.
- Como conocemos las medidas que ha tomado el Banco Central para enfrentar los anteriores retiros y sabemos que en esencia han sido exitosas, podemos anticipar que implementará algunas del mismo tenor. En particular, para reducir las presiones al alza en las tasas de interés y la tendencia a la apreciación del peso debe aumentar la provisión de liquidez tanto en pesos como en dólares.
- Por otro lado, aunque el universo de personas que puede retirar sus ahorros es cada vez menor, hay novedades que pueden compensar ese efecto, como la posibilidad de que los actuales pensionados con rentas vitalicias puedan también retirar un 10% contra el flujo de sus pensiones.

Gráfico 2 Inflación observada y proyectada (variación porcentual mensual)



Fuente: INE y elaboración propia.

- En cualquier caso, el tamaño del retiro, que puede ser de cerca de 15 mil millones de dólares o unos 5 puntos porcentuales del PIB, puede exigir recurrir a otras herramientas de política monetaria. Una de estas herramientas es la acumulación de reservas internacionales, que de hecho ya ha venido utilizando el Banco Central, con un aumento de aproximadamente 3 mil millones de dólares en lo que va del año.

- Por otro lado, si como anticipamos se materializan las presiones inflacionarias que implica el tercer retiro, es más probable un ciclo de alzas a la tasa de política durante el primer trimestre de 2022, particularmente si el crecimiento del PIB este año permite ir cerrando la brecha del producto. Esto por no mencionar lo que ocurriría si se da un cuarto o quinto retiro de los fondos previsionales.

V. PANORAMA MUNDIAL: DESAFÍOS DE LA NUEVA NORMALIDAD

- El panorama mundial en los últimos meses ha estado centrado en la evolución de la pandemia y las medidas para enfrentarla, especialmente el proceso de vacunación, y sus efectos en distintas dimensiones en particular la económica.
- Así, si bien los aspectos sanitarios siguen en el centro de la discusión, comienzan a aparecer nuevos temas en la agenda mundial, como la coordinación de políticas para impulsar la reactivación económica, o se reactivan viejas disputas, como la disputa por el liderazgo mundial entre Estados Unidos y China.
- En la dimensión sanitaria, cabe destacar una cierta divergencia entre los países más exitosos en el proceso de vacunación o en la gestión de la pandemia y los menos exitosos. En el primer grupo están los casos de Estados Unidos, Reino Unido e Israel, que comienzan a disfrutar los efectos beneficiosos de la vacunación, y China, Corea del Sur, Australia y Nueva Zelanda que han tenido una eficiente y eficaz gestión de la pandemia.
- Pero estos casos de éxito no alteran la mantención de la situación global de pandemia, solo alteran el foco de esta, centrado ahora en Europa, Latinoamérica e India. También refleja la concentración de las vacunas en pocos países.
- En la región latinoamericana Chile es una excepción, con una muy buena gestión del proceso de vacunación, pero una menos eficaz de las cuarentenas y los apoyos económicos a la población.
- Por otro lado, comienzan a surgir nuevos temas, como los agresivos programas de reactivación económica que implican ingentes recursos fiscales. Es el caso del programa fiscal del presidente Biden en Estados Unidos, originalmente de alrededor de dos billones de dólares, unos 20 puntos del PIB y que incluye importantes gastos en infraestructura, ahora se plantea ampliarlo en dos billones adicionales para gasto social en educación pública y protección a la infancia.
- De no se acompañados con reformas tributarias, estos programas implicarían aumentos de los déficits fiscales y la deuda pública. En este sentido, en Estados Unidos se discute la reversión de la rebaja al impuesto a las utilidades empresariales durante el gobierno de Donald Trump, de 34% a 21%. La propuesta del presidente Joe Biden es subirlos a 28%. Adicionalmente, se propone subir el impuesto sobre las rentas personales superiores a los 400.000 mil dólares, desde los actuales 37% a 39,6%.
- Es interesante destacar que la discusión sobre la necesidad de incrementar la carga tributaria ha sido respaldada por organizaciones multilaterales, como es el caso del FMI, que ha planteado la conveniencia de aumentar de forma temporal la carga tributaria a las rentas altas, al tiempo que propone planes de consolidación fiscal en el mediano y largo plazo. En este orden de ideas, en la última reunión del G-20, la secretaria del Tesoro de EE.UU., Janet Yellen, propuso un impuesto global mínimo de 21% para las corporaciones.
- Otro de los desarrollos recientes a escala global es el retorno a la retórica de confrontación entre las dos principales economías del mundo, Estados Unidos y China. Como en varias ocasiones señalamos durante la administración de Donald Trump, la disputa de las potencias por el liderazgo mundial nos parece anacrónica. Desde los aportes de David Ricardo, a comienzos del siglo XIX, sabemos que el comercio internacional y la especialización redundan en beneficio de las distintas partes. A riesgo de sonar ingenuos, esperamos que no vuelva la guerra comercial al término de la pandemia.

VI. PANORAMA FINANCIERO NACIONAL E INTERNACIONAL

1. TENDENCIAS RELEVANTES

- **Promulgación del tercer retiro como principal driver en el mercado de renta variable nacional.** El día 27 de abril el gobierno no tuvo más opción que promulgar el proyecto de ley del tercer retiro, pero las señales provenientes de este acto generan incertidumbre sobre el desenlace de situaciones futuras que provoquen la necesidad de acudir nuevamente al Tribunal Constitucional.
- **Un tema aparte: los efectos políticos del tercer retiro.** La primera impresión, es un fortalecimiento de la imagen del poder legislativo; sin embargo, más allá del aumento en la aprobación de ciertas figuras políticas, no se observa una mayor valoración de la labor política por la población, esto manifestado en la constante disminución en la participación política a través de los años (para elecciones de senadores la participación paso desde un 49,66% en el 2013 a un 45,56% en el 2017, y para diputados desde un 49,35% en 2013 a un 46,64% al 2017).
- **Una caída del IPSA de un 6,7%, explicada por el tercer retiro.** Con todo esto, la baja en el IPSA fue ocasionada en un primer momento por las exceptivas de la promulgación del proyecto del tercer retiro, y su posterior promulgación. Es así como, desde hace un mes a la fecha, el IPSA ha disminuido en un 6,7% y el IGPA en un 6,5%. Como ejemplo del efecto negativo, el IPSA en un día disminuyó en un 3,4% (27 al 28 de abril).
- **En los mercados internacionales, el precio del cobre no detiene su alza.** A pesar de que la reactivación no está asegurada, los mercados de mercancías y materia primas siguen dando señales de recuperación; es así en el caso del petróleo que, a pesar de no alcanzar precios anteriores a la pandemia, se encuentra muy por encima de su promedio a 5 años (63.7 dólares el barril hoy versus 52 dólares el barril en promedio). En el caso del cobre, continua su racha alcista, haciéndose difícil el poder explicar este precio debido a que creemos que se escapa mucho de sus fundamentales; la influencia viene dada por la expectativa de la demanda de países como China, ciertas preocupaciones sobre la producción en Chile, bajos inventarios y un dólar más barato.

2. GRÁFICOS Y TABLAS RENTA VARIABLE NACIONAL

Fecha	IPSA	Var. en %	Métrica
2021-04-28	4586	0.0	Last price
2021-03-29	4917	-6.7	Month to date
2021-01-28	4411	4.0	Three months to date
2020-12-30	4177	9.8	Year to date
2020-04-28	3901	17.6	Year to Year

Tabla 1: Fuente Bolsa de Comercio de Santiago.

Fecha	IGPA	Var. en %	Métrica
2021-04-28	23155	0.0	Last price
2021-03-29	24765	-6.5	Month to date
2021-01-28	22247	4.1	Three months to date
2020-12-30	21007	10.2	Year to date
2020-04-28	19455	19.0	Year to Year

Tabla 2: Fuente Bolsa de Comercio de Santiago.

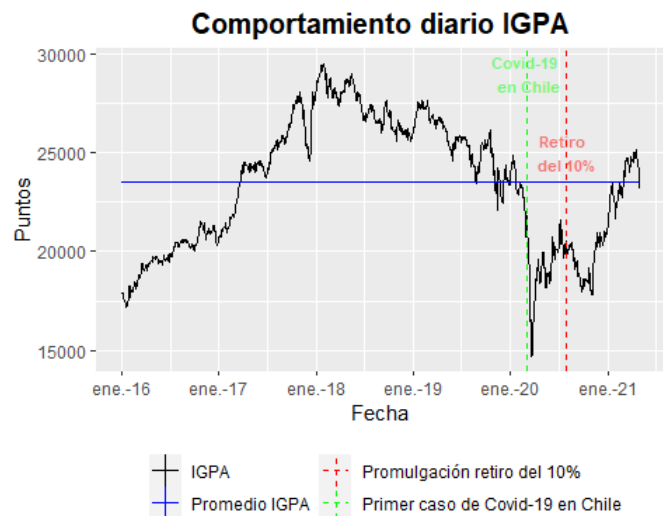
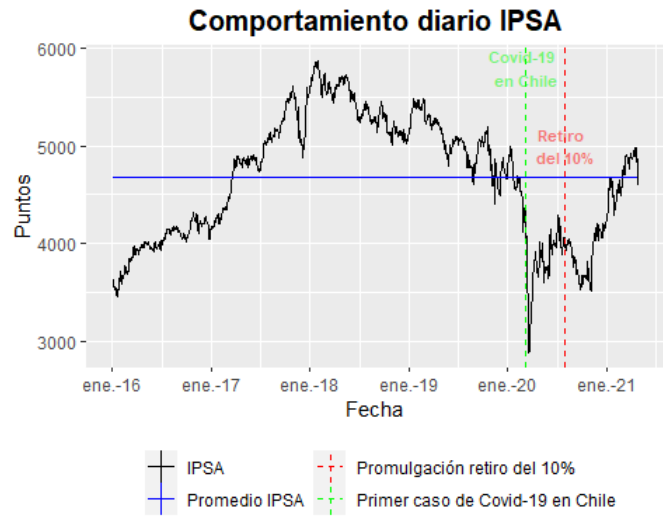


Gráfico 1: Fuente Bolsa de Comercio de Santiago - Frecuencia Diaria (2016 -2021).

3. GRÁFICOS RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

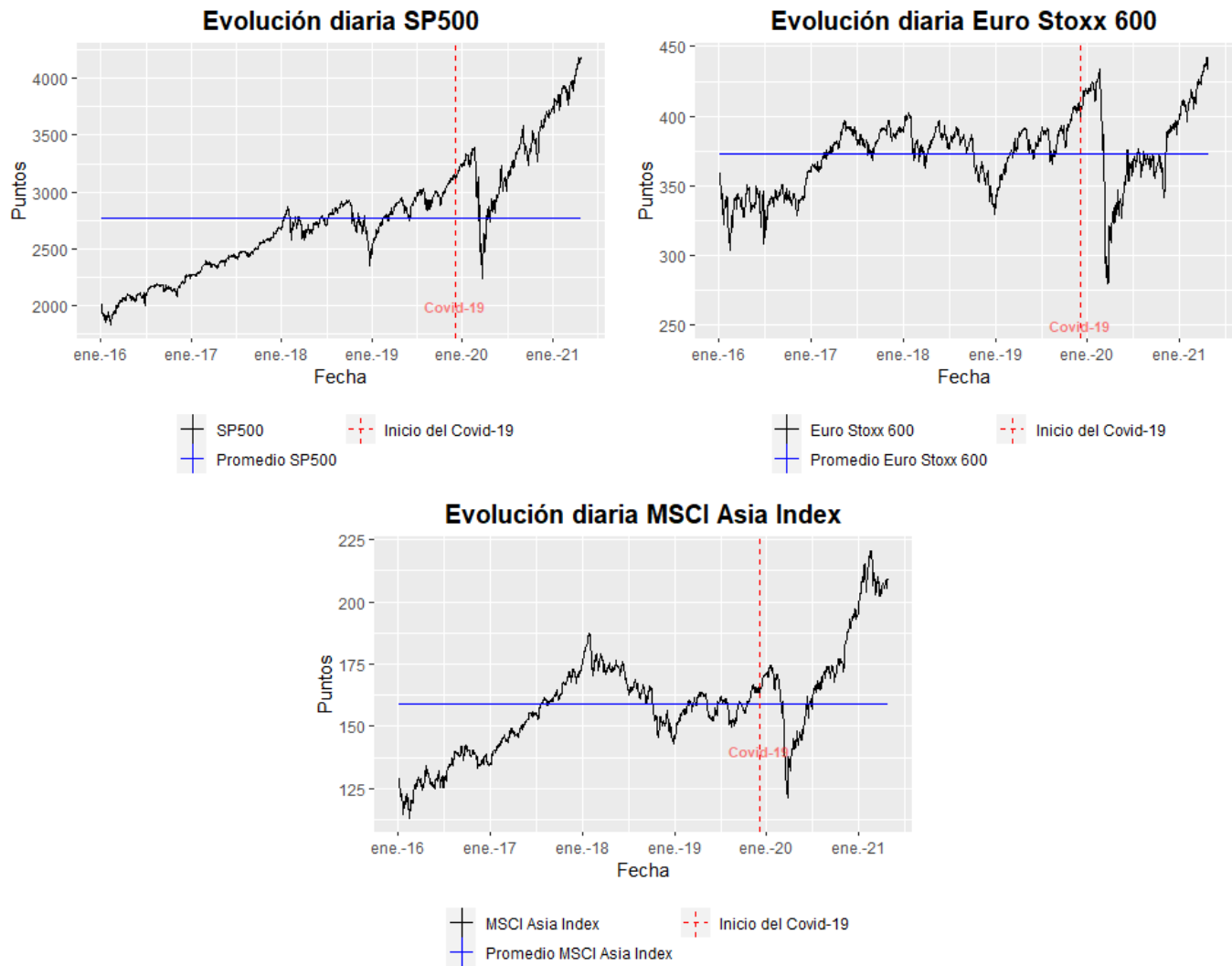


Gráfico 2: Fuente Investing.com - Frecuencia Diaria (2016 - 2021).

4. GRÁFICOS MATERIAS PRIMAS RELEVANTES

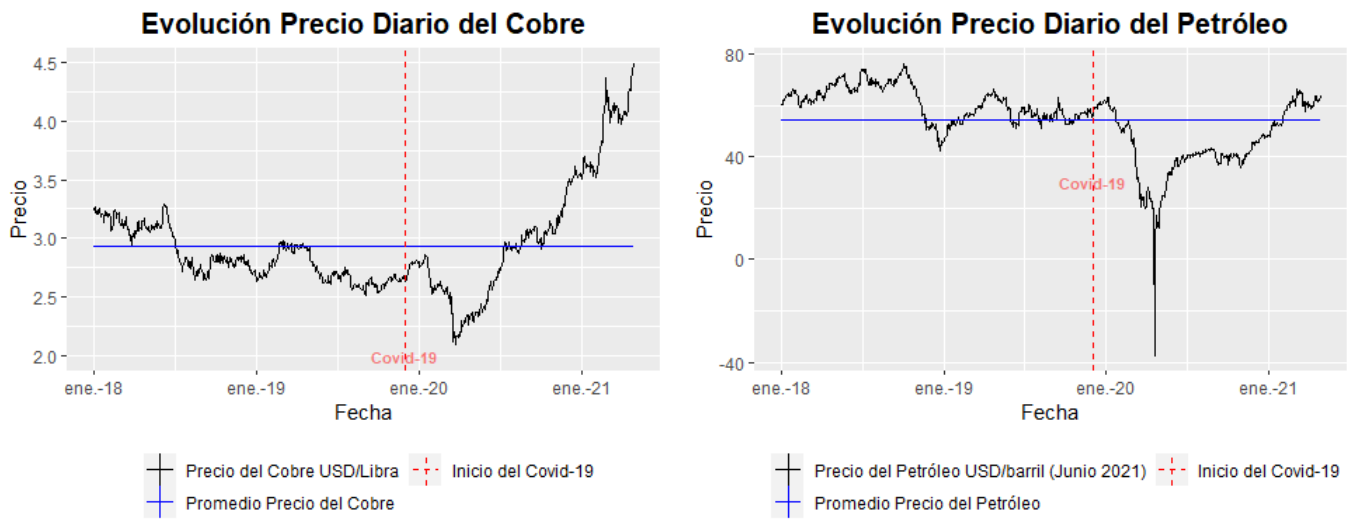


Gráfico 4: Fuente Cochilco e Investing.com - Frecuencia Diaria (2016 -2021).

Facultad de Economía y Negocios Universidad Santo Tomás.

Contacto.

Alejandro Puente.

Profesor asociado, Facultad de Economía y Negocios

alejandro.puente@santotomas.cl

Sebastián Egaña Santibañez

Coordinador de pregrado, Facultad de Economía y Negocios

sebastianeganasa@santotomas.cl
