

# Panorama Económico

---

*Septiembre 2021*

Fecha de cierre del informe: 24 de septiembre

*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

---

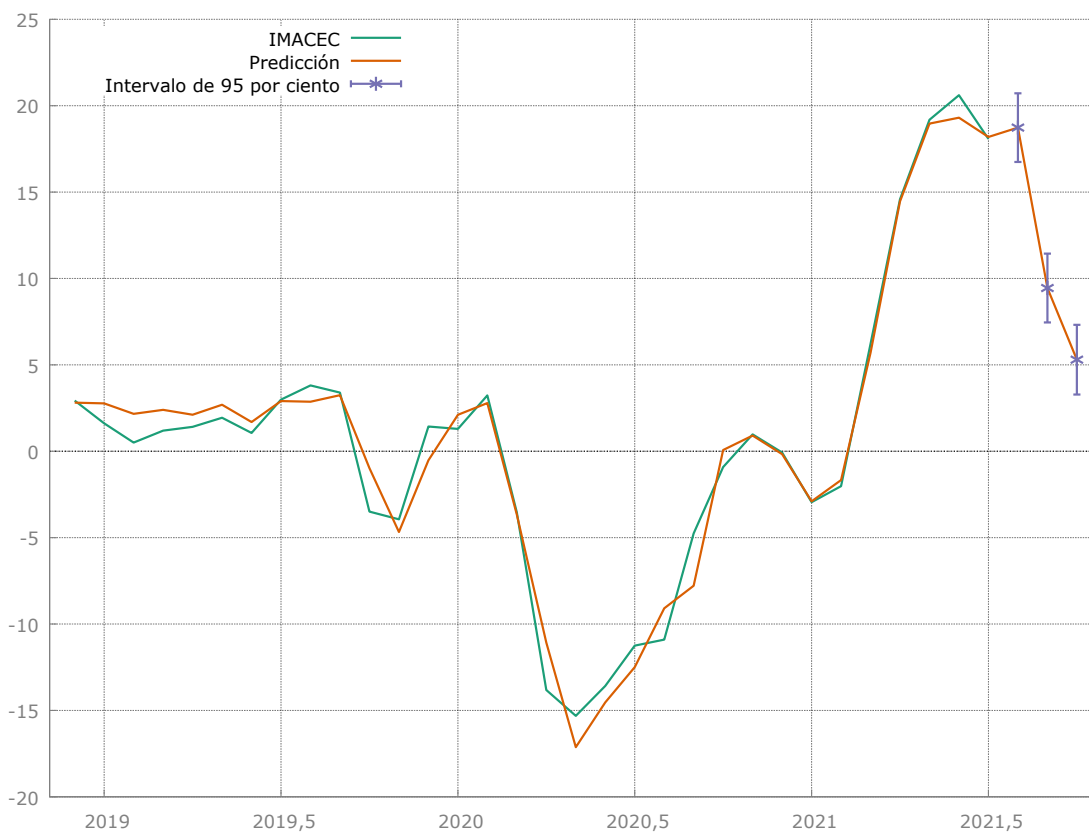
- Para el mes de agosto, que tiene un día hábil más que agosto del año pasado, proyectamos un crecimiento anual del IMACEC de 18,7%. Otra vez nuestro pronóstico está por arriba de la expectativa del mercado, que en la EEE vuelve a pronosticar un crecimiento de 16,3%.
- Para septiembre y octubre, preliminarmente proyectamos crecimientos de 9,4% y 5,3%, respectivamente. En septiembre, luego de varios meses de optimismo en que igual nos hemos quedado cortos, volvemos a estar por debajo de la proyección del mercado (EEE), que con su expectativa de crecimiento anual de 15,1% para el tercer trimestre, implícitamente anticipa un crecimiento de 10,8% para ese mes.
- Para octubre, la base de comparación de 2020 no parece tan favorable, luego de una contracción anual del IMACEC de solo 0,9%. Sin embargo, debemos recordar que octubre de 2019 fue el mes del estallido social, lo que implica que el 5,3% de proyección que tenemos para ese mes refleja una rápida normalización del crecimiento hacia tasas más acordes con el crecimiento tendencial de la economía chilena.
- No obstante, incluso sin un cuarto retiro de los fondos de pensiones –supuesto que utilizamos en nuestras proyecciones- la economía seguirá creciendo sobre su tendencia impulsada por los estímulos fiscales y monetarios. En este sentido, volvemos a ajustar al alza nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2021, desde un rango de 8,5% a 9,5%, a entre 9,5% y 10,5%.
- Para el mes de septiembre proyectamos una inflación de 0,9%, dos décimas por arriba de la proyección de la EEE (0,6%) y una arriba del pronóstico de la EOF del Banco Central (0,8%).
- Para los meses de octubre, noviembre y diciembre preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,6%, 0,4% y 0,4%, respectivamente. De confirmarse nuestra proyección, la inflación anual cerraría el año en 5,5%.
- Como hemos planteado en varios informes, las principales causas del repunte inflacionario en Chile son el crecimiento de la liquidez y el impulso de demanda que este implica, las restricciones de oferta producto de la pandemia e inflación de costos principalmente como resultado de la depreciación del peso.
- Con relación a la trayectoria de la TPM en los próximos meses, nuestra proyección es que, sin un cuarto retiro, tendremos aumentos de 50 p.b. en las reuniones de octubre y diciembre, cerrando esta tasa el año en 2,5%.

## II. ACTIVIDAD ECONÓMICA: AUMENTAMOS NUESTRA PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO PARA 2021 A UN RANGO ENTRE 9,5% Y 10,5%

---

- En julio, por sexto mes de manera consecutiva, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), 16,3%, anticipó un crecimiento anual del IMACEC inferior al reportado por el Banco Central de 18,1%. Nuestra propia predicción, de 17,1%, volvió a quedarse corta, aunque nuevamente algo menos que la del mercado.
- Salvo la Minería, que se contrajo 1,9% en julio, todos los sectores productivos reportados se expandieron a tasas de crecimiento anual de dos dígitos, con las principales contribuciones proviniendo de los servicios (crecimiento de 15,6% y contribución de 7,7%) y el Comercio (crecimiento de 43,5% y contribución de 3,8%). El caso del Comercio claramente refleja la relevancia de los estímulos fiscales y monetarios para enfrentar la pandemia, así como de manera muy significativa los retiros de los fondos de pensiones.
- Por otro lado, el comportamiento de la serie desestacionalizada del IMACEC sigue reflejando una notable adaptación de las diferentes actividades a las restricciones a la movilidad, así como la paulatina eliminación de estas restricciones. En términos intermensuales, la serie desestacionalizada creció 1,4%, donde tanto los servicios como el comercio crecen en 2,5% y contribuyen con 1,2% y 0,3% al crecimiento mensual del IMACEC.
- Los anteriores factores siguen siendo los mayores determinantes de las sorpresas de los últimos meses. Sin embargo, el elemento central de la dinámica del IMACEC continúa y continuará siendo la base de comparación.
- Así, para el mes de agosto, que tiene un día hábil más que agosto del año pasado, proyectamos un crecimiento anual del IMACEC de 18,7%. Ver **Gráfico 1**. Otra vez nuestro pronóstico está por arriba de la expectativa del mercado, que en la EEE vuelve a pronosticar un crecimiento de 16,3%.
- Agosto de 2020, con una caída anual del IMACEC de 10,9%, fue el último mes del año pasado con una contracción de dos dígitos, por lo que el efecto base sigue siendo lo más relevante para el crecimiento anual. Pero tanto el día hábil adicional, así como especialmente la adaptación y el desconfinamiento, permiten anticipar un nuevo crecimiento en el margen y una expansión anual mucho mayor a la que habría sin ese crecimiento mensual de la serie desestacionalizada.
- Para septiembre y octubre, preliminarmente proyectamos crecimientos de 9,4% y 5,3%, respectivamente. En septiembre, luego de varios meses de optimismo en que igual nos hemos quedado cortos, volvemos a estar por debajo de la proyección del mercado (EEE), que con su expectativa de crecimiento anual de 15,1% para el tercer trimestre, implícitamente anticipa un crecimiento de 10,8% para ese mes.
- Para octubre, la base de comparación de 2020 no parece tan favorable, luego de una contracción anual del IMACEC de solo 0,9%. Sin embargo, debemos recordar que octubre de 2019 fue el mes del estallido social, lo que implica que el 5,3% de proyección que tenemos para ese mes refleja una rápida normalización del crecimiento hacia tasas más acordes con el crecimiento tendencial de la economía chilena.
- No obstante, incluso sin un cuarto retiro de los fondos de pensiones – supuesto que utilizamos en nuestras proyecciones - la economía seguirá creciendo sobre su potencial impulsada por los estímulos fiscales y monetarios. En este sentido, volvemos a ajustar al alza nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2021, desde un rango de 8,5% a 9,5%, a uno entre 9,5% y 10,5%. Así, el techo de nuestra proyección coincide con el piso de la proyección del Banco Central.

**Gráfico 1 IMACEC observado y proyectado (variación % anual)**



Fuente: BCCH y elaboración propia.

- En cuanto al mercado de trabajo, en el trimestre móvil mayo-julio la tasa de desocupación se ubicó en 8,9%, disminuyendo 4,2 puntos porcentuales en 12 meses, producto de un aumento anual de la fuerza de trabajo de 9,9% y de los ocupados en 15,2%.
- Luego de tres meses de caídas y prácticamente sin variación en junio, en julio la ocupación aumentó en 107.760 trabajadores, mostrando los signos más claros de recuperación producto de la relajación de las restricciones a la movilidad y las políticas de promoción al empleo. Sin embargo, respecto a su nivel en febrero de 2020, el nivel de ocupación es todavía inferior en 914.430 trabajadores.
- La fuerza de trabajo, por otro lado, si bien también aumentó en 63.380 trabajadores en el último trimestre móvil, es todavía 882.920 trabajadores menor a su nivel de febrero 2020.
- Adicionalmente, la Tasa combinada de desocupación y fuerza de trabajo potencial se ubicó en 19,2%, lo que pareciera confirmar un largo trecho por recorrer para volver a la situación del mercado de trabajo previa al inicio de la pandemia. Sin embargo, estos registros nos dan el comportamiento en el último trimestre móvil, por lo que resulta conveniente mirar lo que está ocurriendo en el margen, esto es en el último mes.
- Esto, precisamente, es lo que hace el Centro de Encuestas y Estudios Longitudinales de la PUC de Chile. De acuerdo a esta, en el mes de julio se habrían creado 462 mil empleos. Con esto, de los 2,4 millones de empleos que se habrían perdido en el momento más crítico de la pandemia, se han recuperado 1,4 millones, equivalentes al 58% del total perdido.

- Con todo, estimamos que la eliminación de restricciones sanitarias provoca cambios discretos en el mercado de trabajo, por lo que así como no se debe interpretar el dato del trimestre móvil como una señal de estancamiento, tampoco se debe pensar que el dato de julio es una señal de recuperación continua.

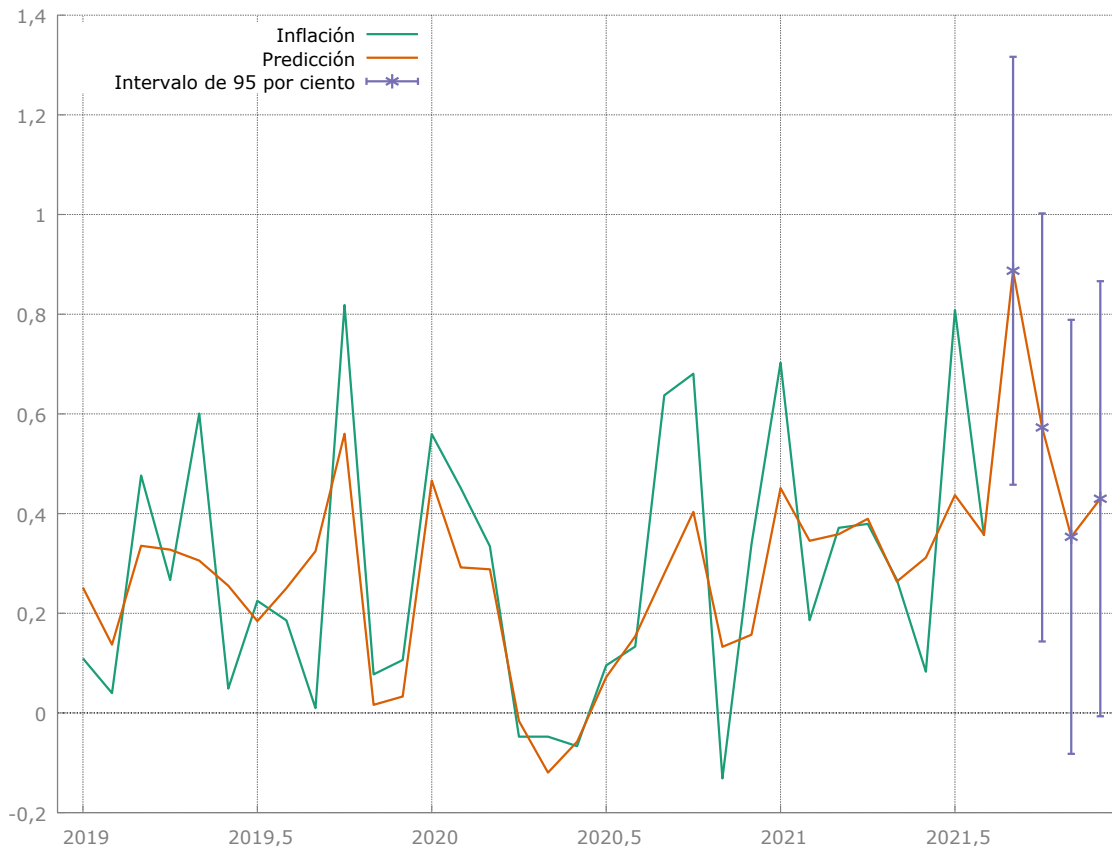
### III. PANORAMA INFLACIONARIO: INFLACIÓN ANUAL CERRARÍA 2021 EN 5,5%

---

- En agosto, el registro de inflación reportado por el INE fue 0,4%, en línea con nuestra proyección y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y una décima por arriba de la predicción de la EEE.
- Con este dato, la inflación en los últimos doce meses continuó incrementándose para ubicarse en 4,8%, y la acumulada en el año alcanzó a 3,2%, ya sobre la meta del Banco Central para todo el año.
- Nueve de las doce divisiones registraron variaciones positivas en el mes. Los mayores aumentos se dieron en: Restaurantes y hoteles, 1,8% e incidencia de 0,116 pp. y Vivienda y servicios básicos, 0,9% e incidencia de 0,132 pp. Las variaciones negativas se dieron en Bebidas alcohólicas y tabaco, -0,8% e incidencia de -0,038 pp., y Salud, -0,1% e incidencia de -0,008 pp.
- El principal indicador de inflación subyacente, IPC sin volátiles, tuvo una variación mensual de 0,2%, y acumula una variación en 12 meses de 3,8%.
- Para el mes de septiembre proyectamos una inflación de 0,9%, dos décimas por arriba de la proyección de la EEE (0,6%) y una arriba del pronóstico de la EOF del Banco Central (0,8%). Ver **Gráfico 2**.
- Para los meses de octubre, noviembre y diciembre preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,6%, 0,4% y 0,4%, respectivamente. De confirmarse nuestra proyección, la inflación anual cerraría el año en 5,5%.
- Como hemos planteado en varios informes, las principales causas del repunte inflacionario en Chile son el crecimiento de la liquidez y el impulso de demanda que este implica, las restricciones de oferta producto de la pandemia, e inflación de costos principalmente como resultado de la depreciación del peso.
- Con relación al aumento de la liquidez, este ha venido disminuyendo respecto a los máximos (en torno a 60%) alcanzados a comienzos de año. Sin embargo, el 37,6% de crecimiento anual para agosto continúa muy por arriba de las necesidades para el financiamiento de las transacciones. Esto es todavía más claro en el caso del circulante, que muestra un crecimiento anual de 57,2% en el mismo mes. Adicionalmente, incluso bajo el supuesto que no hay un cuarto retiro, la ampliación del IFE hasta el final del año continuará alimentando la expansión de la liquidez.
- En el caso de las restricciones de oferta producto de la pandemia, aún hay productos para los que no se normaliza la producción. Un caso paradigmático es el de los autos, ya que además el auto nuevo es el producto con mayor ponderación en la canasta del IPC.
- Con relación a la depreciación del peso, esta se debería principalmente a la incertidumbre política relacionada con las elecciones de noviembre y en alguna medida con el proceso constituyente. Lo anterior parece confirmarse en el hecho de que factores que habitualmente contribuyen a la apreciación, como el aumento en el precio del cobre o el aumento en las tasas de interés domésticas y su diferencial con las tasas externas, no está teniendo mayor incidencia.

- Finalmente, cabe destacar el mayor efecto traspaso de la depreciación a la inflación que se ha observado cuando la depreciación responde a factores idiosincráticos como parece ser el caso en la presente coyuntura.

**Gráfico 2 Inflación observada y proyectada (variación porcentual mensual)**



Fuente: INE y elaboración propia.

#### **IV. POLÍTICA MONETARIA: BANCO CENTRAL VALIDA SU AUTONOMÍA**


- En nuestro informe del mes pasado dijimos que había claras señales de recalentamiento de la economía, y esta afirmación la hicimos con una expectativa de inflación bajo el 5% para el cierre del año y una de crecimiento del PIB un punto porcentual por debajo de nuestra proyección actualizada.
- También anticipamos que en la reunión de política monetaria de septiembre ni siquiera se consideraría la posibilidad de una pausa, y que las opciones que se evaluarían serían repetir el aumento de 25 puntos básicos de la reunión de junio o aumentar 50 p.b.
- En el mercado la expectativa mayoritaria era un aumento de 50 p.b., por lo que el aumento de 75 p.b. fue una sorpresa que provocó diversos comentarios y no pocas críticas a esta decisión.

- Estimamos que el cambio de postura del Banco Central está correctamente fundamentado en el comunicado de la reunión y con mayor profundidad en el IPoM de septiembre, que se publicó un día después de la reunión.
- En el comunicado no solo se da cuenta del aumento de la inflación y de algunas señales de desacople de las expectativas de inflación respecto de la meta en el horizonte de dos años, también se ratifica que el cierre de la brecha del producto se habría alcanzado en el segundo trimestre, y que se volvería próximamente positiva. Se señalan además otros factores que estarían explicando la inflación, como la depreciación idiosincrática del peso y las restricciones de oferta.
- En el IPoM de septiembre se describe en mayor detalle el escenario macroeconómico que motivaría el cambio de política. En este se hace referencia al desvío respecto a la trayectoria esperada de la demanda agregada y en particular del consumo, producto de los retiros de los fondos de pensiones y una política fiscal más expansiva luego de la ampliación del IFE.
- La actualización de la proyección de inflación, hasta una tasa anual de 5,7% en diciembre, y de expectativa de crecimiento del PIB, pasando de un rango proyectado en junio entre 8,5% y 9,5% a uno de 10,5% a 11,5%, son una ratificación de los desequilibrios advertidos en el comunicado de la reunión de política monetaria y la necesidad de una respuesta para enfrentarlos.
- Habría que agregar que con menos reuniones de política monetaria en el año es más probable observar cambios de mayor magnitud a la TPM en cada reunión.
- En cuanto a las críticas, nos parecen pobremente fundamentadas o francamente sin fundamento técnico. Más bien, pensamos que la actuación del Banco Central no ha hecho más que validar su autonomía, dando muestras de un liderazgo que se ha extrañado en otras instituciones del Estado.
- Con relación a la trayectoria de la TPM en los próximos meses, nuestra proyección es que, sin un cuarto retiro, tendremos aumentos de 50 p.b. en las reuniones de octubre y diciembre, cerrando esta tasa el año en 2,5%.

## **V. PANORAMA MUNDIAL: NUBARRONES EN ORIENTE Y OCCIDENTE**

---

- En momentos en que la pandemia parece dar un respiro a escala global, con caídas significativas de contagios en la mayoría de los países, comienzan a manifestarse los efectos de las heridas en la economía que dejó el Covid-19.
- En Estados Unidos el gobierno alcanzó nuevamente el techo de la deuda pública aprobada por el Congreso, y la Cámara de Representantes aprobó en los últimos días extender hasta diciembre los gastos del Ejecutivo.
- En medio de la pandemia, el Congreso decidió suspender el techo de la deuda de 22 billones de dólares. De acuerdo a datos del Tesoro al 31 de julio Estados Unidos tenía una deuda pública de 28,43 billones, y el Tesoro ha estado manejando la situación para no caer en default.
- En este sentido, la encargada del Tesoro de Estados Unidos, Janet Yellen ha señalado que "una demora que ponga en tela de juicio la capacidad del gobierno federal para cumplir con sus obligaciones posiblemente cause un daño irreparable a la economía de Estados Unidos y a los mercados financieros globales".
- En este contexto, el presidente de la Fed, Jerome Powell, ha anunciado que en la reunión del 2 y 3 de noviembre se anunciaría el programa de compra de bonos para los próximos meses y que este



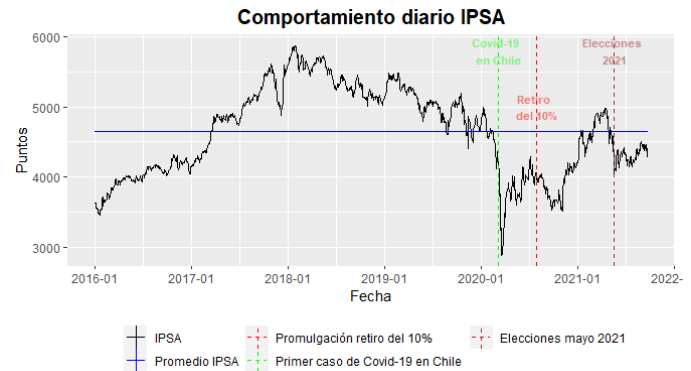
concluiría a mitad del próximo año. La finalización de este programa sería el momento en que la Fed podría iniciar los aumentos a la tasa de referencia, y ya algunos anticipan un primer aumento para esa fecha, mucho antes de lo que se esperaba hace poco tiempo.

- Esto básicamente quiere decir que las condiciones internacionales para el financiamiento eventualmente se volverán más restrictivas.
- La otra nube en el horizonte es la posibilidad de impago de la deuda del gigante inmobiliario chino Evergrande, con imprevisibles efectos para la economía mundial, en particular de los países de la región como Chile, con una gran participación de sus exportaciones en el país asiático. Más detalles de este riesgo para la economía global en el Panorama financiero nacional e internacional.



## VI. PANORAMA FINANCIERO NACIONAL E INTERNACIONAL

- Evergrande y el mercado inmobiliario chino:** En la semana se conoció la complicada situación de Evergrande, importante empresa inmobiliaria china, debido a las dudas sobre su capacidad pago en el mes de septiembre. Tras informar un acuerdo el 22 de septiembre, la tensión disminuyó, pero aún existen dudas sobre la viabilidad de la compañía a corto plazo. Se debe tener en cuenta, la relevancia del mercado inmobiliario en la economía china, con casi un 7,5% de participación en el PIB del país; dicho mercado está en a la actualidad bajo la mira, debido a los altos precios de las viviendas, el aumento de inversionistas en la compra de viviendas y la existencia de ciudades fantasma.
- Contagio en el precio del cobre y el tipo de cambio:** La situación de Evergrande está teniendo efectos en todo el mundo; para Chile, en el precio del cobre y el tipo de cambio. Por una parte, el precio del cobre tuvo una disminución moderada; se debe considerar que una de las principales fuentes de demanda para el cobre es el mercado de la construcción, relacionado al inmobiliario. El tipo de cambio es impactado por el cobre, pero también por el aumento de riesgo para los países en desarrollo en vista de un posible colapso en los mercados; esto se tradujo en un alza moderada del precio del dólar.
- El IPSA también fue afectado por Evergrande:** En la tónica de los mercados mundiales, el mercado nacional de renta variable también se vio afectado por la crisis en China. El principal efecto se dejó ver en acciones como CAP, SQM y VAPORES, que poseen exposición ya sea por el tema de las materias primas o por el tráfico marítimo, como es en el caso de la última mencionada. A pesar de esto, los días a continuación mostraron un rebote, que en general se tradujo en una subida del IPSA de 0,18% en lo que va del mes.
- Discusión sobre el cuarto retiro y reforma de pensiones:** Continúa la discusión en la cámara de diputados, aumentando las voces en contra de un cuarto retiro, independiente de las preferencias políticas. La expectativa se mantiene, por una parte, en relación con el alza en la inflación considerando que solo hasta el 3er retiro la cifra pagada alcanzaba los 49.240 millones de USD, y, por otra parte, en el tema de pensiones, donde al tercer retiro casi un 35% de los afiliados agotó sus fondos y el envío del gobierno de una reforma de pensiones con escaso respaldo.



Gráficos 3: Fuente Bolsa de Comercio de Santiago

Fecha	Puntos	Var. en %	Métrica
2021-09-24	4377	0.00	Last price
2021-08-24	4369	0.18	Month to date
2021-06-22	4372	0.13	Three months to date
2020-12-30	4177	4.79	Year to date
2020-09-22	3635	20.44	Year to Year

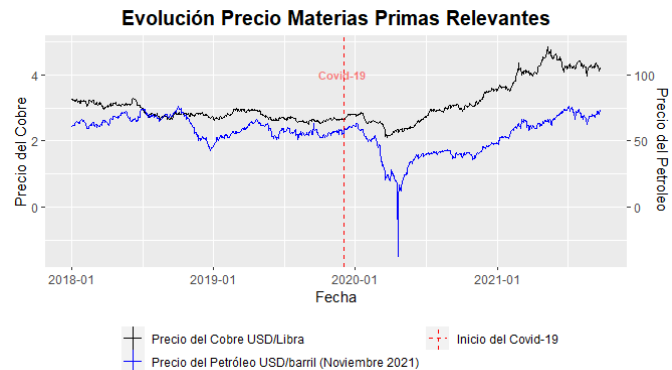


Gráfico 4: Fuente Cochilco e Investing.com - Frecuencia Diaria (2016 - 2021).

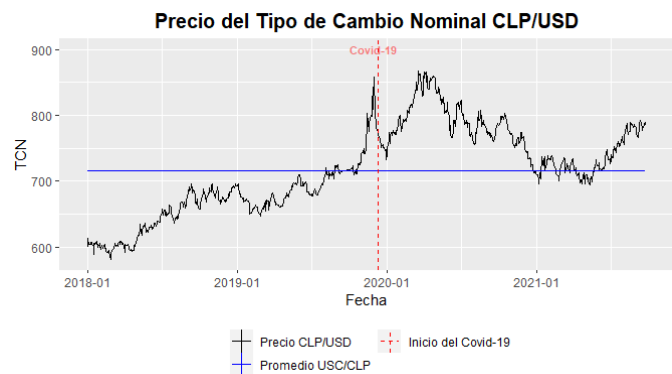


Gráfico 5: Fuente Yahoo Finance- Frecuencia Diaria (2018 -2021).

## Facultad de Economía y Negocios Universidad Santo Tomás.

---

### Contacto

Alejandro Puente.

Profesor asociado, Facultad de Economía y Negocios

[alejandro.puente@santotomas.cl](mailto:alejandro.puente@santotomas.cl)

Sebastián Egaña Santibañez

Coordinador de pregrado, Facultad de Economía y Negocios

[sebastianegana@santotomas.cl](mailto:sebastianegana@santotomas.cl)