

Panorama Económico

Octubre 2021

Fecha de cierre del informe: 26 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 son de exclusiva responsabilidad del gestor de portafolio.

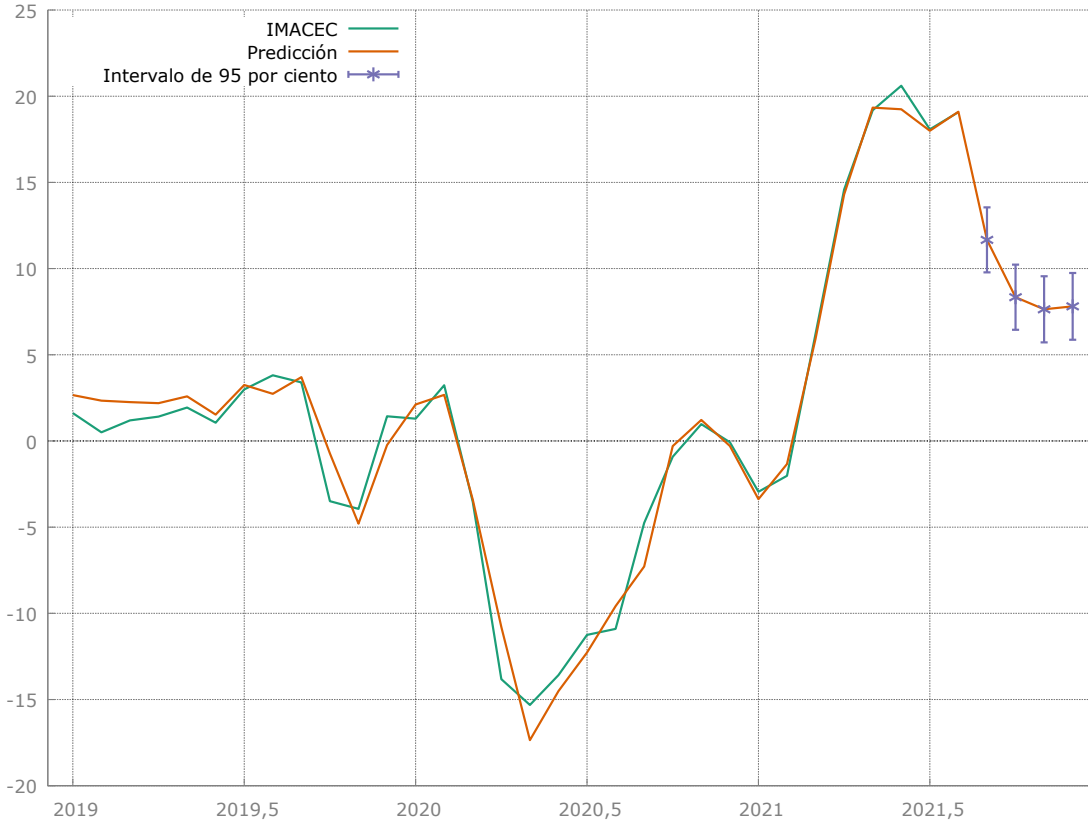
I. Resumen: Aspectos destacados

- Para el mes de septiembre, proyectamos un crecimiento anual del IMACEC de 11,7%. Por primera vez en varios meses nuestro pronóstico está por debajo de la expectativa del mercado, que de acuerdo a la mediana de la EEE pronostica un crecimiento de 13,3%.
- Preliminarmente, para octubre, noviembre y diciembre proyectamos crecimientos anuales de 8,3%, 7,6% y 7,8%, respectivamente.
- Proyectamos un crecimiento de 10,7% para este año, levemente bajo el 11% de la mediana de la EEE.
- Para el mes de octubre proyectamos una inflación de 0,7%, en línea con la proyección de la EEE y una décima por debajo del pronóstico de la EOF del Banco Central.
- Para los meses de noviembre y diciembre preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,4%. De confirmarse nuestra proyección, la inflación anual cerraría el año en 6,0%.
- Estimamos que la conducción de la política monetaria bajo la presidencia de Mario Marcel no solo ha sido acertada sino que ha reforzado la noción de lo importante que es tener un Banco Central autónomo y en lo posible resguardado del ciclo político.
- Por lo mismo, nos parece muy acertada la decisión del presidente Piñera de ratificarlo en la presidencia del BCCH por los próximos 5 años.
- En cuanto a la decisión respecto a la TPM en la reunión de diciembre, estimamos que es condicional a la inflación en los próximos dos meses. Si se mantienen presiones inflacionarias como las de nuestra proyección, el Consejo aumentará la tasa en 100 pb, hasta 3,75%, sobrepasando la tasa neutral estimada en torno a 3,5%.

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA: PIB CRECERÍA 10,7% EN 2021

- En agosto, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) alargó a 7 meses la subestimación del crecimiento del IMACEC, ya que el 16,3% pronosticado estuvo muy por debajo del 19,1% que reportó el Banco Central. Por nuestra parte, también nos quedamos cortos con el pronóstico de 18,7%, pero bastante menos que la mediana del mercado.
- La Minería volvió a ser el único sector con crecimiento negativo en agosto, -1,7%, ya que todos los otros sectores productivos reportados repitieron tasas de crecimiento anual de dos dígitos. Los servicios crecieron 22,4% y contribuyeron con 10,8 puntos porcentuales al crecimiento total, el Comercio creció de 25,5% y contribuyó con 2,5 pp. Resto de bienes se expandió 19,6% y contribuyó con 2,1 pp y, finalmente, la Industria se expandió en 14,8% y aportó 1,5 pp.
- En cuanto al crecimiento mensual de la serie desestacionalizada del IMACEC, comienza a observarse alguna desaceleración luego de tres meses de fuerte crecimiento, al pasar de 1,4% en julio a 1,1% en agosto. De hecho, es interesante destacar que en el caso del Comercio incluso se contrajo 1,5%.
- Para el mes de septiembre, proyectamos un crecimiento anual del IMACEC de 11,7%. Ver **Gráfico 1**. Por primera vez en varios meses nuestro pronóstico está por debajo de la expectativa del mercado, que de acuerdo a la mediana de la EEE pronostica un crecimiento de 13,3%.
- En Septiembre se mantiene la favorable base de comparación, pero no tanto como los tres meses precedentes. Por otro lado, los otros dos factores que han estado incidiendo en el crecimiento, como son el continuo retiro de las restricciones a la movilidad y el efecto de los estímulos fiscales y monetarios, continuarán determinando un crecimiento de dos dígitos ese mes, aunque más cerca del 10% que del 20%.
- En este reporte alargamos nuestra proyección a cuatro meses, y haremos nuestra primera proyección de crecimiento puntual (no un rango) para 2021. Preliminarmente, para octubre, noviembre y diciembre proyectamos crecimientos anuales de 8,3%, 7,6% y 7,8%, respectivamente.
- Todos los meses del último trimestre tienen bases de comparación moderadamente favorables, y los otros factores también continuarán impulsando el crecimiento de la actividad económica. Sin embargo, bajo el supuesto de que no se materializa un cuarto retiro, no volveremos a ver tasas de crecimiento de dos dígitos. Con todo, proyectamos un crecimiento de 10,7% para este año, levemente bajo el 11% de la mediana de la EEE.
- Pero, aunque hacemos una primera proyección puntual, es interesante agregar que con un 95% de confianza (mostrado por las barras verticales en el **Gráfico 1**) el crecimiento en el año estaría entre 10% y 11,3%.
- Con relación al mercado de trabajo, de acuerdo al INE en el trimestre móvil junio-agosto la tasa de desocupación se ubicó en 8,5%, disminuyendo cuatro décimas de punto porcentual respecto al trimestre móvil previo y 4,4 pp en 12 meses. Esto último resultó de aumentos anuales de la fuerza de trabajo y los ocupados de 9,4% y 14,8%, respectivamente.
- Es interesante mirar lo que está ocurriendo en el margen de acuerdo a la encuesta del INE. En este sentido, se mantendría la tendencia a la recuperación de los meses anteriores, ya que la fuerza de trabajo habría aumentado en 87.350 y la ocupación en 109.830 trabajadores.
- Por otro lado, un dato que ha prendido las alarmas fue el entregado por el Centro de Encuestas y Estudios Longitudinales UC para septiembre. De acuerdo a este Centro, 411 mil personas habrían perdido su trabajo entre agosto y septiembre, revirtiendo la fuerte creación de empleos de los últimos meses, como los 475 mil empleos creados en agosto según la misma encuesta.

Gráfico 1 IMACEC observado y proyectado (variación % anual)



Fuente: BCCH y elaboración propia.

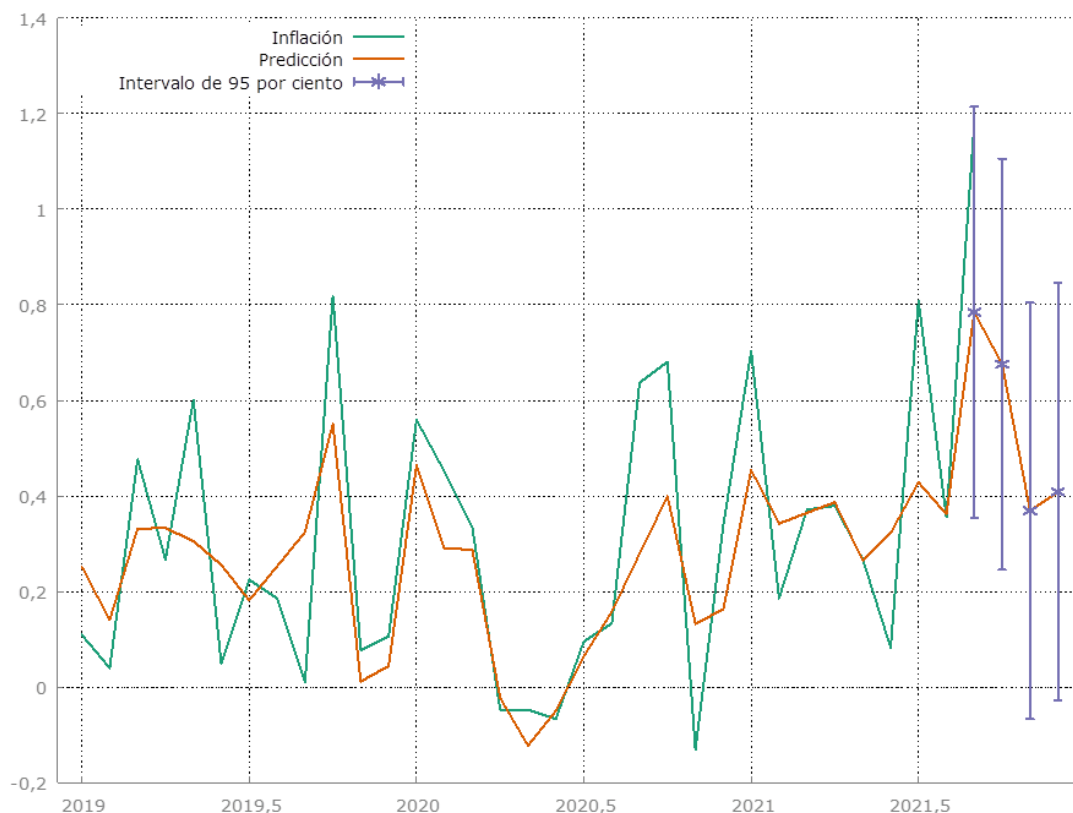
- Considerando la dinámica de la economía y la evolución de la pandemia en los últimos meses, parece bastante difícil interpretar este dato. De hecho el propio director del Centro, David Bravo, ha señalado que lo que está ocurriendo en el mercado de trabajo es una pregunta abierta y que aún no se puede determinar si marcaría un cambio en la tendencia previa.
- Algunos analistas han señalado que lo que está reflejando este dato es el efecto en la incertidumbre política que se manifestaría en una reducción en la oferta de empleos. Por nuestra parte, dudamos de esta interpretación, ya que de no ser acompañada por una caída en la demanda de empleo se debería traducir en un aumento significativo en la tasa de desempleo para el trimestre móvil julio-septiembre.
- Estimamos que es más probable un fenómeno, error o anomalía estadística que ha magnificado un cambio menor en los datos. Esto es posible atribuirlo al menor tamaño de la encuesta de este centro con relación, en particular, a la encuesta del INE. Sin embargo, viene a ratificar de alguna forma lo que hemos señalado en nuestros anteriores informes, en el sentido de que se debe ralentizar la recuperación del mercado de trabajo, y que el retorno a tasas de participación y ocupación previas a la pandemia será lento.
- Al cierre de este informe, el dato de desempleo de 7,8% para el Gran Santiago entregado por el Centro de Microdatos de la Universidad de Chile parece confirmar estas dudas, a pesar de las diferencias metodológicas entre ambas encuestas. Por otro lado, aunque la encuesta de Microdatos

refleja una caída en la tasa de desocupación de 2,3 pp. respecto de junio y 5 pp. en 12 meses, por otro lado, los inactivos aumentan 3,1% en el último año, cuestión que destaca la directora ejecutiva de este centro, Lorena Flores, junto con la necesidad de enfocar las políticas en la promoción de la búsqueda de empleos.

III. PANORAMA INFLACIONARIO: INFLACIÓN ANUAL CERRARÍA 2021 EN 6%

- En septiembre, el registro de inflación reportado por el INE fue 1,2%, muy por sobre las proyecciones de la EEE, de 0,6%, y de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de 0,8%. Incluso nuestra proyección de 0,9% se quedó corta respecto a lo reportado.
- Con este dato, la inflación en los últimos doce meses se ubicó en 5,3%, y la acumulada en el año alcanzó a 4,4%, dejando muy atrás la meta del Banco Central para todo el año cuando todavía falta agregar la inflación que se acumule en el último trimestre.
- Todas las divisiones registraron variaciones positivas en el mes. Los mayores aumentos se dieron en: Alimentos y bebidas no alcohólicas, 2,1% e incidencia de 0,422 pp., Transporte, 2,7% e incidencia de 0,356 pp. y Restaurantes y hoteles, 1% e incidencia de 0,63 pp. A nivel de productos, cabe destacar los aumentos mensuales de la Carne de vacuno, 9,2%, el Servicio de transporte aéreo, 23,5%, y Automóvil nuevo, 4,5%.
- El principal indicador de inflación subyacente, IPC sin volátiles, tuvo una variación mensual de 0,7%, y acumula una variación en 12 meses de 4,2%.
- Para el mes de octubre proyectamos una inflación de 0,7%, en línea con la proyección de la EEE y una décima por debajo del pronóstico de la EOF del Banco Central. Ver **Gráfico 2**.
- Para los meses de noviembre y diciembre preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,4%. De confirmarse nuestra proyección, la inflación anual cerraría el año en 6,0%.

Gráfico 2 Inflación observada y proyectada (variación porcentual mensual)



Fuente: INE y elaboración propia.

IV. POLÍTICA MONETARIA: “CENTRALAZO” EN EL MES DE LA PATRIA

- En nuestro informe del mes pasado pronosticamos que el Banco Central subiría 50 puntos básicos la TPM en las reuniones de octubre, cerrando el año en 2,5%. Pero es importante recordar que este pronóstico lo hicimos antes de conocerse la sorpresa de crecimiento del IMACEC de agosto y, especialmente, el sorprendente registro de inflación para septiembre, que daban cuenta del fuerte desequilibrio macroeconómico por el que atraviesa Chile.
- Incluso después de conocerse estos datos, los más ortodoxos proponían o esperaban –siempre es bueno recordar que no es lo mismo lo que uno piensa que debe hacer el BC de lo que anticipa que hará– un aumento de 100 puntos básicos. Por eso, el aumento de 125 pb, para llevar la TPM a 2,75%, fue una gran sorpresa y calificada por algunos como el “centralazo”.
- El comunicado de la reunión dio cuenta de los factores que llevaron a esta decisión. En general la constatación de una profundización del desequilibrio macroeconómico reflejado en la evolución de la actividad económica y la inflación. En particular, dos dinámicas que son muy importantes para el BC: el desanclaje de las expectativas de inflación y la evolución de las tasas de interés del mercado.
- Respecto al desanclaje, esto se interpreta como que el mercado no está confiando en la capacidad y decisión del Banco Central para mantener la inflación en torno al objetivo de 3% en el horizonte de la política. En cuanto al comportamiento de las tasas, esto a veces se menciona como que el BC está detrás de la curva, vale decir que no ordena el mercado sino que es “pauteado” por este.

- Además de la decisión respecto a la TPM, el Consejo del BC decidió suspender el programa de compra de divisas por un monto de 40 millones de dólares diarios. En el contexto de la depreciación del peso de las últimas semanas, este programa acentuaría esta tendencia y sus efectos en la inflación. Sin embargo, así como el elevado precio del cobre no se ha traducido en un fortalecimiento del peso, tampoco lo han hecho la subida de la TPM ni la suspensión del programa de compra de divisas, ratificando nuestro diagnóstico respecto a la relevancia de los determinantes domésticos.
- Estimamos que la conducción de la política monetaria durante la gestión de Mario Marcel no solo ha sido acertada sino que ha reforzado la noción de lo importante que es tener un Banco Central autónomo y en lo posible resguardado del ciclo político.
- Por lo mismo, nos parece muy acertada la decisión del presidente Piñera de ratificarlo en la presidencia del BCCH por los próximos 5 años.
- En cuanto a la decisión respecto a la TPM en la reunión de diciembre, estimamos que es condicional a la inflación en los próximos dos meses. Si se mantienen presiones inflacionarias como las de nuestra proyección, el Consejo aumentará la tasa en 100 pb, hasta 3,75%, sobrepasando la tasa neutral estimada en torno a 3,5%.

V. PANORAMA MUNDIAL: FRENTE DE MAL TIEMPO

- La sección internacional de nuestro informe del mes pasado la titulamos nubarrones en oriente y occidente, en referencia a factores de riesgo principalmente en China y Estados Unidos. En el último mes los factores de riesgo económico político y sanitario se han extendido, por lo que ya no hay solo amenaza de lluvia sino que comienzan a caer las primeras gotas.
- En el ámbito económico, continúan las presiones inflacionarias en distintas latitudes. En Estados Unidos la inflación anual alcanzó a 5,4% en septiembre, su nivel más alto en 13 años. Esto ha determinado nuevas declaraciones del presidente de la Fed, Jerome Powell, en el sentido de que se aproxima el retiro de los estímulos, tanto cuantitativos como eventuales aumentos a la tasa de referencia. Los efectos en las tasas de interés de mercado no han tardado, y se comienza a empinar la curva de rendimientos.
- En la Zona del euro, la inflación anual pasó de 3% en agosto a 3,4% en septiembre, impulsada por aumentos en los precios de la energía y restricciones de oferta acentuados por los problemas en la cadena logística que se vienen desarrollando a escala global. En Reino Unido retrocedió de 3,2% a 3,1% en los mismos meses, pero sigue siendo muy elevada.
- En la región, en Argentina la inflación anual llegó a 52,5% en septiembre, lo que llevó al gobierno a congelar los precios de 1.500 productos por 90 días. Nos parece importante decir que esta no es una mala política, es una pésima política.
- En situaciones extraordinarias es posible la aplicación de programas heterodoxos de control de la inflación, pero, en este caso, no hay un programa con compromisos públicos y privados para enfrentar las fuentes de la inflación. Con estas medidas parciales, que no enfrentan el fondo del problema, es inevitable un repunte de inflación cuando la política se vuelve insostenible.
- En este contexto, en la actualización del informe WEO (*World Economic Outlook*), que el FMI hace en el mes de octubre, redujo su proyección de crecimiento mundial para este año a 5,9%. Los datos de China para el tercer trimestre, con un crecimiento anual del PIB de apenas 4,9% parecen confirmar esta desaceleración del crecimiento a escala global.

- Pero las fuentes de riesgo no están solo en el ámbito económico. En el plano político se han repetido las fricciones entre Estados Unidos y China, ahora por un posible conflicto entre China y Taiwan. También en Europa, por el desafío de Polonia a las políticas supranacionales de la Unión Europea, que han llevado a acuñar el término “Polexit”, para referirse no a la salida de este país de la UE sino a su desafío a los consensos democráticos dentro del bloque.
- A lo anterior habría que agregar que la pandemia sigue presente, con aumentos de casos en algunos países bastante avanzados en el proceso de vacunación como Reino Unido, y con la amenaza latente de la aparición de nuevas cepas potencialmente más contagiosas y peligrosas, como la AY.4.2 detectada también en Reino Unido.

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

sebastianegana@santotomas.cl