

Panorama Económico

Diciembre 2021

Fecha de cierre del informe: 23 de diciembre

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.

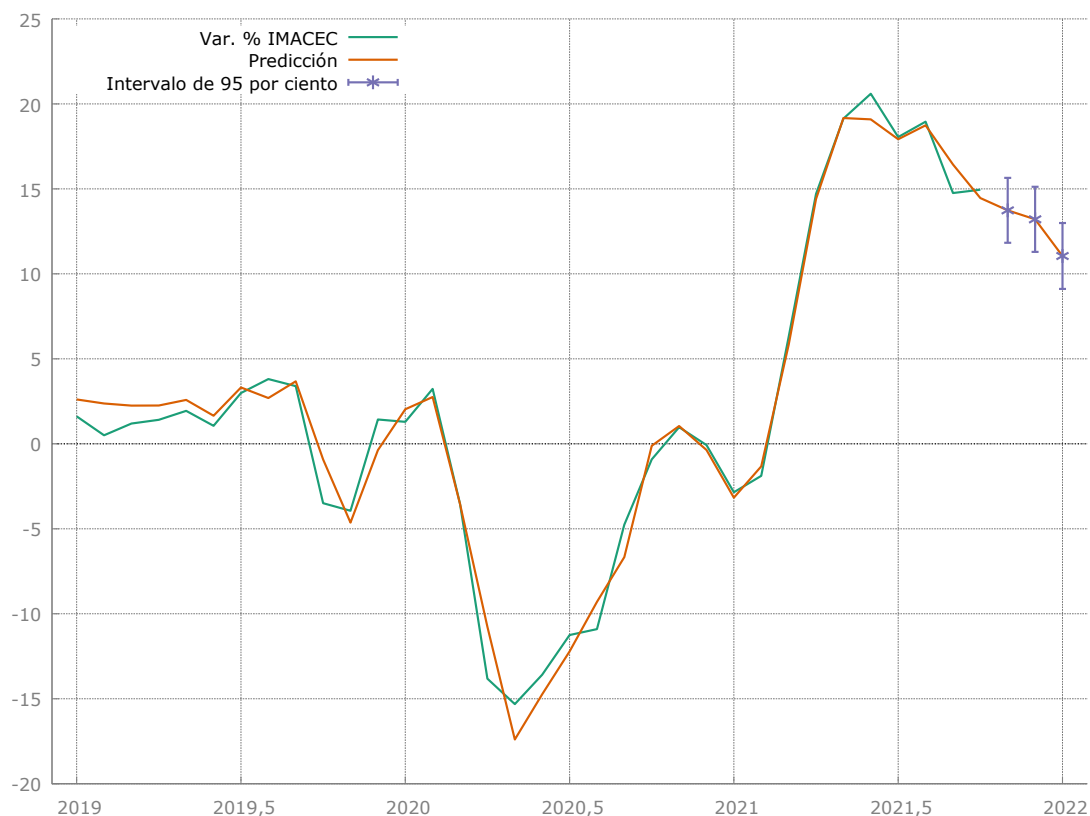
I. Resumen: Aspectos destacados

- Para el mes de noviembre, proyectamos un crecimiento anual del IMACEC de 13,7%. En esta ocasión, estamos bastante por arriba de la proyección del mercado, que en la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central pronostica un crecimiento de 12,1%.
- Para diciembre y enero 2022, preliminarmente proyectamos crecimientos anuales del IMACEC de 13,2% y 11,1%, respectivamente. Con este pronóstico, el crecimiento anual del último trimestre del año sería 14,0% y de 2021 12,5%
- Proyectamos un crecimiento anual en torno a 6% para el primer trimestre de 2022, que compensará las caídas anuales para los tres últimos trimestres de 2022.
- Con esto, estimamos un crecimiento anual entre 0% y 1% para 2022, por debajo del rango de 1,5% a 2,5% que proyecta el Banco Central en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre.
- Para el mes de diciembre, proyectamos una inflación de 0,5%, en línea con la proyección tanto de la EEE como de la EOF. Con esto, la inflación cerraría el año en 6,8%.
- Para los meses de enero y febrero 2022, preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,5% y 0,6%, respectivamente. Sin embargo, es importante destacar que esta predicción asume que la fuerte depreciación del peso luego de la elección presidencial es transitoria y debe volver a niveles entre 800 y 850 pesos por dólar hacia el final del año o a más tardar los primeros días de 2022.
- La desaceleración del crecimiento y la reducción de la brecha del producto –actualmente positiva-, determinará una convergencia a la meta del Banco Central relativamente rápida y la inflación anual cerraría 2022 en torno a 3,5%.
- Estimamos que la TPM se ubicará al cierre de 2022 entre 5,75% y 6,00%, para luego descender a su nivel neutral al final de 2023, acorde con lo planteado por el propio Banco Central en el IPoM de diciembre.
- En cuanto a la magnitud de los aumentos, esperamos que en la primera reunión de 2022 el Consejo determine un aumento de 75 puntos básicos, para luego reducir los aumentos entre 25 pb. y 50 pb. en las siguientes reuniones, hasta alcanzar el nivel esperado entre 5,75% y 6,00% en el tercer trimestre.

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA: PROYECTAMOS CRECIMIENTO ENTRE 0% Y 1% EN 2022

- El crecimiento anual del IMACEC de 15% para el mes de octubre estuvo por octavo mes de manera consecutiva por arriba de la expectativa del mercado, que anticipaba un crecimiento de “apenas” 12,5%. En nuestro caso nos quedamos incluso más cortos, ya que pronosticamos una expansión anual de 11,8% para ese mes.
- Nuevamente la sorpresa se explicó por el dinamismo de los Servicios y el Comercio, que en términos anuales presentaron expansiones de 19,6% y 17,7%, respectivamente. Les siguió en importancia el sector Resto de bienes que creció 9,1%.
- No obstante, es interesante destacar que aunque estos sectores muestran fuertes tasas de crecimiento anual, en el margen las tasas de crecimiento intermensual de las series desestacionalizadas, de todos menos uno de los sectores reportados, son nulas o negativas. De hecho, el crecimiento mensual de la serie desestacionalizada del IMACEC fue 0,8%, pero explicado de manera positiva solo por la Minería.
- Para el mes de noviembre, proyectamos un crecimiento anual del IMACEC de 13,7%. Ver **Gráfico 1**. En esta ocasión, estamos bastante por arriba de la proyección del mercado, que en la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central pronostica un crecimiento de 12,1% para ese mes.
- En este sentido, habría que advertir que el promedio de la subestimación del mercado del crecimiento del IMACEC en los últimos 8 meses ha sido de 3,3 puntos porcentuales. También habría que decir que, en general, uno debe esperar que a largo plazo el promedio de los errores sea nulo, esto es, tarde o temprano debe darse una reversión a una media igual a cero, por lo que en algún momento el crecimiento debe sorprendernos por debajo de lo esperado.
- En cuanto a la racionalización de esta proyección, más allá de los factores puramente econométricos, como la base de comparación o el número de días hábiles, se espera un agotamiento gradual del impulso de demanda.
- Para diciembre y enero 2022, preliminarmente proyectamos crecimientos anuales del IMACEC de 13,2% y 11,1%, respectivamente. Con este pronóstico, el crecimiento anual del último trimestre del año sería 14,0% y de 2021 12,5%
- Es interesante notar que este crecimiento implica una elevadísima base de comparación para los últimos tres trimestres del próximo año. Por otro lado, la proyección de enero 2022 refleja tanto la inercia como la base de comparación todavía favorable. Sin embargo, la gradual reversión de estos factores en parte explica que preliminarmente estimemos un crecimiento anual en torno a 6% para el primer trimestre de 2022, que compensará las caídas anuales que esperamos para los últimos tres trimestres de 2022.
- Con esto, estimamos un crecimiento anual entre 0% y 1% para 2022, por debajo del rango de 1,5% a 2,5% que proyecta el Banco Central en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre.
- En términos de la composición del gasto, y particularmente en relación a la demanda interna, nuestra proyección es bastante similar a la del IPoM de diciembre. Sin embargo, somos menos optimistas respecto a la contribución de la demanda externa, especialmente en el caso del crecimiento de las exportaciones. Ver **Cuadro 1**.

Gráfico 1 IMACEC observado y proyectado (variación % anual)



Fuente: BCCH y elaboración propia.

Cuadro 1 Composición del gasto del PIB (variación % anual)

Periodo	Consumo total	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones de bienes y servicios	Importaciones de bienes y servicios	PIB
2020	-6,2	-12,9	-1,5	-12,5	-5,8
2021	21,5	19,0	-0,7	29,0	12,5
2022	-1,0	-2,0	4,0	-2,0	0,0 - 1,0

Fuente: BCCH y elaboración propia.

- Con relación al mercado de trabajo, de acuerdo al INE en el trimestre móvil agosto-octubre la tasa de desocupación se ubicó en 8,1%, disminuyendo tres décimas de punto porcentual respecto al trimestre móvil previo y 3,5 pp en los últimos 12 meses. Esto resultó de aumentos anuales de la fuerza de trabajo y los ocupados de 6,1% y 10,3%, respectivamente.
- La recuperación del empleo continúa determinada por los sectores para los que se ha ido eliminando restricciones, como son el comercio (14,2%), la construcción (31,8%) y el alojamiento y servicio de comidas (52,0%).

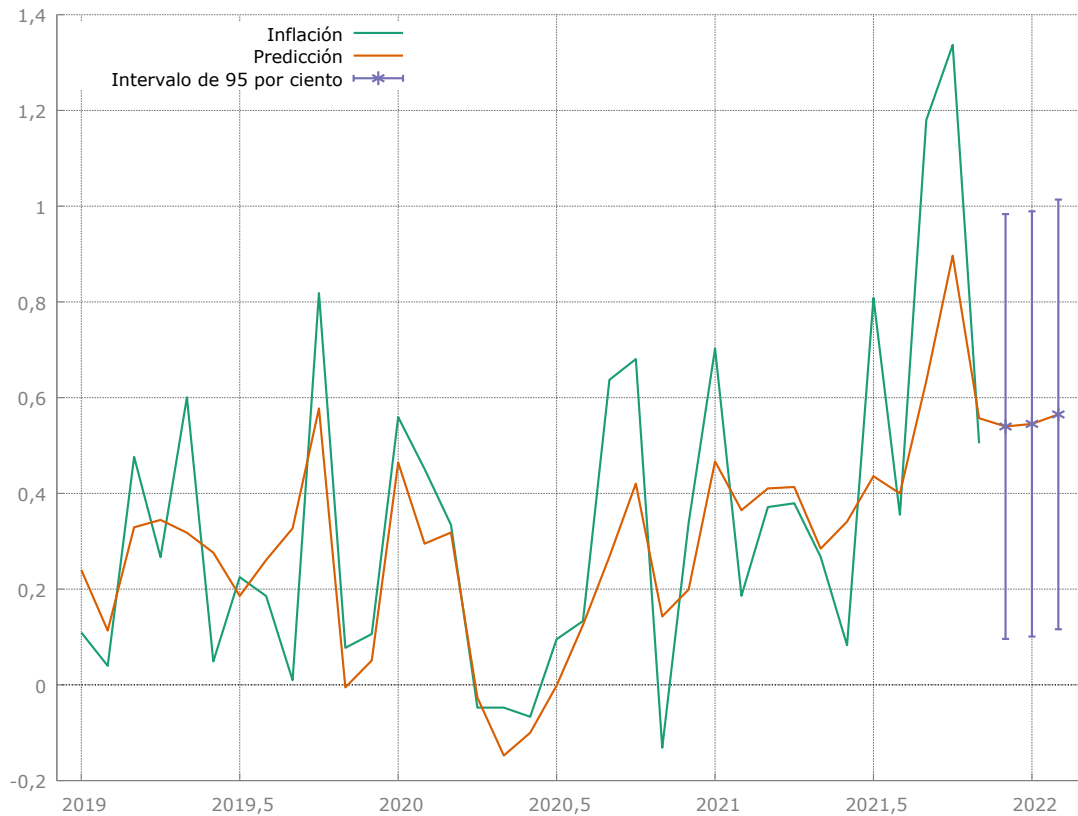
- Por otro lado, si bien se ha ido recuperando el mercado de trabajo, aún falta para volver a la situación previa a la pandemia. Por ejemplo, tanto para la fuerza de trabajo como para la ocupación las cifras son todavía más de 600 mil trabajadores por debajo de los datos para febrero 2020. Más aún, aunque la recuperación se ha completado en el caso de los trabajadores por cuenta propia, en el caso de los asalariados todavía falta por recuperar aproximadamente 450 mil empleos.
- El problema con esta recuperación del empleo por cuenta propia es que en buena medida está sostenida por la abundante liquidez de los últimos meses, por lo que el retiro de los estímulos monetarios y fiscales, y el agotamiento del retiro de los fondos previsionales, lleva a anticipar al menos un freno en esta recuperación. Si a esto se agrega el efecto de la desaceleración del crecimiento económico en el empleo asalariado, es probable que en pocos meses observemos caídas en los niveles de ocupación y aumentos en la tasa de desempleo.
- Por lo mismo, cobra especial relevancia reforzar la focalización de los apoyos fiscales en el fortalecimiento del mercado de trabajo.

III. PANORAMA INFLACIONARIO: PROYECTAMOS UNA INFLACIÓN ANUAL DE 3,5% PARA EL CIERRE DE 2022

- A diferencia de los datos de actividad económica, donde sí se observó una reversión del signo de los errores de predicción fue en el caso de la inflación, ya que luego de dos meses con registros muy por arriba de la expectativa del mercado, el 0,5% de inflación reportado por el INE para noviembre estuvo por debajo de la expectativa de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), 1%, y nuestra propia proyección de 0,8%. Sin embargo, habría que reconocer que la EEE predijo el 0,5% que finalmente se reportó.
- En nuestro descargo habría que decir que, como anticipábamos, el aumento de los pasajes aéreos y de los paquetes turísticos fue un fenómeno puntual y transitorio. Más aún, parte de nuestro error provino de que para los pasajes aéreos se revirtió parte del aumento de 45,4% reportado para octubre, registrándose una reducción de 16%, con incidencia de -0,170 pp. en la inflación de noviembre.
- Sin esta corrección al aparente error metodológico de octubre, porque los datos no muestra una disminución de los pasajes aéreos en noviembre, la inflación en ese mes habría sido de 0,7%.
- Con el 0,5% de inflación para noviembre, la inflación acumulada en el año llegó a 6,3% y en los últimos 12 meses alcanzó a 6,7%. En cuanto a la inflación subyacente, IPC sin volátiles tuvo una variación mensual de 0,7% y acumula una variación en 12 meses de 4,7%.
- Para el mes de diciembre, proyectamos una inflación de 0,5%, en línea con la proyección tanto de la EEE como de la EOF. Ver **Gráfico 2**. Con esto, la inflación cerraría el año en 6,8%.
- Para los meses de enero y febrero 2022, preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,5% y 0,6%, respectivamente. Sin embargo, es importante destacar que esta predicción asume que la fuerte depreciación del peso luego de la elección presidencial es transitoria y debe volver a niveles entre 800 y 850 pesos por dólar hacia el final del año o a más tardar los primeros días de 2022.
- Nuestra proyección de inflación para 2022 tiene varios supuestos. El primero es que no hay retiros a los fondos de pensiones. En segundo lugar, no hay grandes desvíos en el presupuesto fiscal. Finalmente, se estabiliza el tipo de cambio en niveles en torno a los 800 pesos por dólar. Bajo estas condiciones, la desaceleración del crecimiento y la reducción de la brecha del producto –

actualmente positiva-, determinará una convergencia a la meta relativamente rápida y la inflación anual cerraría 2022 en torno a 3,5%.

Gráfico 2 Inflación observada y proyectada (variación porcentual mensual)



Fuente: INE y elaboración propia.

IV. POLÍTICA MONETARIA: PROYECTAMOS QUE LA TPM SE UBIQUE ENTRE 5,75% Y 6,00% AL CIERRE DE 2022

- Tal como esperábamos, y como era la expectativa del mercado, el Consejo del Banco Central aumentó la tasa de política monetaria (TPM) en 125 puntos básicos en su reunión del 14 de diciembre. Con esto la TPM se ubicó en 4%, levemente por arriba de lo que se estima es la tasa neutral, esto es, la que debiera observarse en ausencia de desequilibrios macroeconómicos.
- Pero más importante que explicar este último aumento es intentar anticipar la trayectoria futura de la TPM. En este sentido, el IPoM de diciembre es bastante claro respecto a lo que debiéramos esperar, ya que plantea que “en el escenario central, el Consejo estima que, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, la tasa de política monetaria (TPM) seguirá aumentando en el corto plazo, ubicándose por sobre su valor neutral nominal —aquel que es coherente con la meta de inflación de 3%— durante gran parte del horizonte de política de dos años.”
- Más precisamente, en el gráfico para el corredor de la TPM que se presenta en el IPoM se puede ver que el techo de este corredor se alcanza en el tercer trimestre de 2022 y está en torno a 6,75%. El piso para esa fecha es aproximadamente 5%, por lo que, de cumplirse el escenario inflacionario que anticipa el Banco Central, la TPM debiese ubicarse entre esos dos extremos.

- En esencia compartimos la expectativa del BC de que la brecha del PIB se irá cerrando en el horizonte de la política monetaria (24 meses), y que “la dinámica inflacionaria reciente no tenga un impacto persistente sobre el proceso de formación de precios”, por lo que estimamos que la TPM se ubicará al cierre de 2022 entre 5,75% y 6,00%, para luego descender a su nivel neutral al final de 2023.
- En cuanto a la magnitud de los aumentos, esperamos que en la primera reunión de 2022 el Consejo determine un aumento de 75 puntos básicos, para luego reducirlo a aumentos entre 25 pb. y 50 pb. en las siguientes reuniones, hasta alcanzar el nivel esperado entre 5,75% y 6,00% en el tercer trimestre.

V. PANORAMA MUNDIAL: PANDEMIA, ECONOMÍA Y POLÍTICA

- El escenario internacional ha estado dominado por alguna de las dimensiones destacadas en el título de esta sección. En el último mes, en cambio, hay novedades en todos los frentes, aunque como esta es una publicación de coyuntura económica enfatizamos los posibles impactos económico-financieros del entorno internacional.
- En lo que respecta a la pandemia las noticias no son alentadoras, ya que se comienza a hablar de una quinta ola, y lo más preocupante es que esta se manifiesta en países con avances significativos en los programas de vacunación.
- Con datos al 21 de diciembre, el promedio mundial de contagios diarios en los últimos 7 días alcanza a 681.403 casos, por sobre el máximo de la ola anterior, de agosto 2021, y acercándose al máximo de la pandemia de 827.596 el 25 de abril de este año.
- En Estados Unidos el promedio diario de los últimos 7 días es de 157.416, pero aumentando con fuerza en el margen, 188.798 contagios el 21 de diciembre. En España el aumento es vertiginoso, con 31.275 en el promedio de los últimos 7 días, pero 49.823 contagios el 21 de diciembre; en Reino Unido, 87.085 contagios promedio y 89.022 el 21 de diciembre.
- La buena noticia es que en los países con una cobertura amplia de vacunación el número de muertes no se ha incrementado en proporción a los contagios y se mantiene bastante baja. Sin embargo, no es el caso de Estados Unidos, donde incluso repunta en el margen diario, ni tampoco del agregado mundial donde se mantiene relativamente elevado.
- La baja letalidad de esta ola permite ser moderadamente optimistas respecto a que no se repetirán las restricciones a la movilidad en muchos países. Sin embargo, muy probablemente se mantendrán algunas restricciones a los desplazamientos entre países con los efectos en las cadenas logística y de valor que han venido contribuyendo al aumento de la inflación en varios países.
- En este sentido, la inflación anual al mes de noviembre alcanzó a 6,8% en Estados Unidos, el máximo registro en 39 años. La amplitud de los aumentos de precios que se dio en alimentos, viviendas, autos y combustibles entre otros bienes y servicios llevó a la Fed a reconocer en su reunión de diciembre que no se trataría de un fenómeno transitorio.
- Este reconocimiento ha sido acompañado del anuncio de una reducción más rápida de la compra de bonos por parte de la Fed, para concluir en marzo, tres meses antes de lo previsto. Adicionalmente, los miembros del FMOC (Federal Open Market Committee) anticipan tres alzas de tasa durante 2022, para cerrar el año con una tasa entre 0,75% y 1,00%.
- En la Eurozona los precios también continúan al alza, ya que la inflación anual para noviembre alcanzó a 4,9%, el mayor registro de la serie histórica. Sin embargo, no anticipamos novedades del

Banco Central Europeo en el corto plazo, en parte porque el aumento de la inflación se explica principalmente por el incremento del costo de la energía (aumento anual de 27,4%).

- Por otro lado, la geopolítica ha vuelto a estar presente en los últimos meses, con declaraciones de Estados Unidos advirtiéndole a Rusia sobre un posible conflicto con Ucrania, y anunciando un boicót a los juegos olímpicos de invierno a realizarse en China por violaciones a los derechos humanos de la minoría musulmana de los uigures.
- En el caso del conflicto con China, más allá de la pertinencia o no del reclamo, es preocupante la reiteración de la confrontación entre las dos principales economías del mundo con diferentes excusas, ya que un escenario de deterioro político en alguno de los países puede conducir a un eventual retorno a la guerra comercial con fuerte impacto en la economía global.

Facultad de Economía y Negocios Universidad Santo Tomás.

Contacto

Alejandro Puente.

Profesor asociado, Facultad de Economía y Negocios

alejandro.puente@santotomas.cl