



VISIÓN 2021

Un sinuoso camino a la recuperación

Presentación

El año 2020 será recordado por la pandemia que asoló al mundo, con severos impactos sociales y económicos. Los sistemas de salud se estresaron al máximo y la actividad sufrió severas contracciones, con millones de puestos de trabajo perdidos a nivel global. Esto acrecentó las tensiones políticas que se venían incubando en muchos lugares.

En el año que acaba de comenzar habrá una recuperación económica, pero el camino será sinuoso, con avances y retrocesos. Para un despegue definitivo, será clave que una fracción relevante de la población haya sido vacunada. Los procesos de inoculación masivos ya han comenzado en muchas partes, pero todavía existen dudas respecto de la efectividad de algunas de las principales vacunas y no es clara la capacidad logística para su producción y distribución en las escalas que se requieren a nivel planetario. En algunos países se logrará la inmunidad de grupo hacia mediados de año, pero en otros el proceso será bastante más largo por lo que estarán expuestos a rebrotes de la pandemia y a nuevas medidas de confinamiento.

Más allá de la gradual vuelta a una normalidad sanitaria, la pandemia dejará marcas que persistirán en el tiempo. En el plano económico está la situación de las empresas, muchas de las cuales han sobrevivido gracias a los apoyos estatales, pero que podrían no ser viables luego de que estos se retiren. Por otro lado, los daños en los mercados laborales podrían durar mucho, por cuanto la pandemia ha afectado con particular fuerza a sectores intensivos en mano de obra. Y también, porque las nuevas condiciones han acelerado procesos de transformación tecnológica hacia la automatización que restarán fuerza a la creación de empleos. Otras consecuencias de la pandemia se harán notar en el plano político, donde habrá una pulsión por tener Estados más grandes, y donde las correlaciones de poder e influencia a nivel global mutarán.

En Chile, junto con los impactos de la pandemia y el proceso de recuperación, viviremos un año marcado por una intensa agenda política. Los eventos más relevantes son la elección de los miembros de la Convención Constitucional que redactará la nueva constitución y la elección presidencial de finales de año. En el caso del proceso constituyente, el elevado número de listas inscritas, con una alta participación de independientes, da cuenta de una amplia diversidad de intereses y visiones dentro de la sociedad y apunta a una convención fragmentada. Por lo mismo, el proceso de discusión no estará exento de roces y tensiones y es posible que los discursos se polaricen. Con todo, es de esperar que el resultado final sea un marco de entendimiento que entregue las bases para una mayor estabilidad y permita al país avanzar hacia el desarrollo.

En este documento de la Gerencia de Estudios de Banco Santander entregamos nuestra visión sobre la situación económica de Chile y el mundo y las perspectivas para este año. Con ello, buscamos contribuir al diagnóstico y al debate público respecto de los desafíos a los que debemos hacer frente para seguir avanzando hacia el progreso del país.



Claudio Soto

Gerente de Estudios y economista jefe



Índice

Resumen ejecutivo	2
Proyecciones Santander	4
Panorama mundial	5
Panorama local	17

RESUMEN EJECUTIVO

El 2020 será un año recordado por la pandemia del Covid-19 y su severo impacto en la salud de la población mundial, como también por sus efectos en el ámbito social y económico. El virus, cuya infección en humanos se detectó en diciembre de 2019 en China, se expandió aceleradamente a través de los distintos continentes a fines del primer trimestre del año pasado. Si bien su letalidad ha sido acotada, su fácil y rápida transmisión han hecho que una cantidad significativa de personas se contagie -en torno a 96 millones a nivel global- de las cuales más de dos millones han fallecido.

Las medidas de confinamiento para frenar su ritmo de avance -y con ello evitar los colapsos de los sistemas de salud- y el propio temor al contagio de las personas, llevaron a una inédita contracción de la actividad global en el segundo cuarto de 2020 y a un severo aumento del desempleo. Durante el tercer cuarto del año, a medida que los contagios descendían en varias regiones del planeta, la actividad comenzó a recuperarse, impulsada por las manufacturas. Los servicios se mantuvieron lastrados, lo que incidió en una lenta recuperación de los mercados laborales.

El año cerró con noticias de dulce y agraz. Por un lado, diversas vacunas demostraron su efectividad y se iniciaron paulatinamente procesos de inoculación masivos. Por otro, la segunda ola de contagios en los países avanzados demostró ser aún más severa que la primera, lo que provocó una nueva disminución de la actividad, sobre todo en Europa. Con ello, estimamos que la economía global cerró con una contracción de 4,5%, la mayor desde la Segunda Guerra Mundial.

Los gobiernos y los bancos centrales del mundo reaccionaron con significativas medidas de estímulo, tanto para ayudar a los sectores más vulnerables, como para contener posibles efectos de segunda vuelta en la actividad y empleo. Las fuertes inyecciones de liquidez hicieron retroceder los tipos de interés a todos los plazos, llevando las tasas largas a sus mínimos históricos, y dieron un impulso a los activos más riesgosos. Así, los mercados bursátiles se recuperaron con fuerza desde mediados de año, favorecidos también, en los últimos meses, por las noticias sobre las vacunas.

Otros conflictos que habían marcado la agenda, previo a la pandemia, quedaron relegados a un segundo plano. La guerra comercial entre China y EE.UU. no mostró grandes cambios y se espera que la nueva administración norteamericana tenga un enfoque menos confrontacional en su relación con el gigante asiático. Con todo, los focos de conflicto entre las dos superpotencias seguirán latentes. En Europa, se logró cerrar un acuerdo por el Brexit y el Reino Unido ha dejado de pertenecer a la Unión Europea. Hasta ahora, el nuevo régimen de relaciones no ha generado mayores interrupciones.

En Chile, la pandemia tuvo un impacto muy severo en la actividad desde mediados de marzo, incluso antes de que se adoptaran las medidas de confinamiento más severas. El propio temor de la población al contagio hizo que se produjera un fuerte distanciamiento físico que incidió con particular virulencia en los sectores de servicios y el mercado laboral. El Imacec de abril tuvo su mayor contracción mensual desde que existen registros y durante el segundo trimestre se perdieron cerca de dos millones de puestos de trabajo. **Con todo, los sectores exportadores, y en particular la minería, se mostraron resilientes y mantuvieron un desempeño relativamente estable a pesar de la contracción global de la demanda.**

El Banco Central respondió de manera rápida, recortando la Tasa de Política Monetaria hasta su mínimo técnico de 0,5% a fines de marzo. Luego, implementó un conjunto de medidas de carácter cuantitativo. El Gobierno, por su parte, postergó una serie de impuestos con el objeto de apoyar la liquidez de hogares y empresas, e implementó un programa de ingresos de emergencia para las familias más necesitadas. También lanzó un esquema de protección al empleo y una línea de garantías estatales para favorecer que el crédito siguiese fluyendo. El conjunto de medidas, sumado a la pérdida de ingresos por la situación macroeconómica, hicieron que el déficit público cerrara el año en torno a 7,5% del PIB, que si bien es cerca del doble de lo que se proyectaba en enero, resultó menor que el de otros países. Con ello, la deuda pública escaló hasta más de 32% del producto.

En la segunda parte del año, conforme el número de contagios fue decreciendo, la movilidad se fue recobrando gradualmente y las medidas de estímulo comenzaron a sentirse con mayor nitidez. Todo ello permitió recuperar de manera parcial la actividad y el empleo. La primera reforma constitucional que autorizó el retiro de fondos de pensiones hizo que los hogares recibieran una fuerte inyección de liquidez entre agosto y septiembre, dando un significativo impulso al consumo. Al finalizar el año se autorizó un segundo retiro, que le habría dado un sustento adicional, pero cuyo efecto se difumará rápidamente. Por su parte, el país se vio favorecido por una sustancial alza en los términos de intercambio, gracias a un elevado precio del cobre. Con todo, el año cerró con una contracción en torno a 6%, la mayor caída en la actividad desde la crisis financiera de comienzos de los años 80.

Este año la recuperación económica dependerá fundamentalmente de la evolución de la pandemia. A nivel global, el recrudecimiento de casos en el hemisferio norte y nuevas medidas de confinamiento masivo apuntan a un lento inicio. Por otra parte, el despliegue de la vacuna, sumado a las medidas de estímulo, ha dado esperanzas de que hacia fines del primer semestre se pueda iniciar el retorno a una situación de mayor normalidad. Con ello, el mundo se expandirá en torno a 4,4% liderado por China, India y, en menor medida, por Europa que se beneficiará de bajas bases de comparación.

A nivel local, durante las últimas semanas los contagios han aumentado y el proceso de desconfinamiento se ha detenido e incluso retrocedido en algunas comunas. Esta situación podría agravarse, lo que posiblemente significaría nuevas mermas de la actividad en el corto plazo. Por otro lado, si bien el proceso de vacunación ha comenzado a desplegarse, los numerosos desafíos logísticos hacen difícil prever que la inmunidad de manada se logre en la primera parte de 2021. Mientras ello no suceda, la economía seguirá lastrada por lo que, a pesar de una baja base de comparación, el crecimiento será de solo 4,5%. De esta manera, recién hacia mediados de 2022 recuperará el nivel de actividad previo a la pandemia.

Hacia delante, la economía deberá sortear dos grandes desafíos. Por un lado, está la situación del mercado laboral, donde una baja capacidad de creación de puestos de trabajo haría que el desempleo se mantenga elevado por un tiempo prolongado y el empleo se precarice. Esto podría ser germen de nuevos conflictos sociales y dar pie a agendas políticas cortoplacistas. Por otro, está el desenvolvimiento de los nudos políticos internos y, en particular, de la redacción de la nueva constitución. Este proceso mantendrá niveles de incerteza elevados hasta mediados de 2022, que es cuando debiese votarse la ratificación del nuevo texto constitucional, lo cual podría incidir en la recuperación de la inversión. Sin embargo, una serie de hitos irán resolviendo parte de las incertidumbres. Por otra parte, el establecimiento de nuevas reglas de convivencia acordadas de manera amplia puede dar mayor estabilidad, lo que sería favorable para la inversión y el crecimiento a largo plazo. La Convención Constituyente, encargada de la redacción del texto, será muy diversa y no se vislumbra que una fuerza hegemónica pueda lograr su control. Por lo mismo, hay que prepararse para un proceso áspero donde podrían producirse polarizaciones y desencuentros. Es de esperar que el resultado final permita un espacio de reencuentro que sustente las bases para el desarrollo.

PROYECCIONES SANTANDER

Tabla 1. Variables fundamentales

Commodities	2019	2020	2021	2022
Cobre promedio (US\$/lb)	2,72	2,80	3,40	3,10
Petróleo WTI promedio (US\$/bbl)	57	39	50	55
Inflación	2019	2020	2021	2022
IPC promedio año (%)	2,3	3,0	2,8	2,7
IPC cierre año (%)	3,0	3,0	2,4	3,0
IPC SAE promedio año (%)	2,2	2,3	2,1	2,3
IPC SAE cierre año (%)	2,5	2,6	1,7	2,6
Condiciones financieras	2019	2020	2021	2022
Tipo de cambio promedio año (\$/US\$)	703	792	750	765
Tipo de cambio cierre año (\$/US\$)	745	711	760	770
TPM cierre año (%)	1,75	0,50	0,50	1,00
Mercado laboral	2019	2020	2021	2022
Tasa de desempleo promedio año (%)	7,2	10,8	9,5	7,5

Nota: 2021-22 proyectado.
Fuente: Bloomberg y Santander

Tabla 2. Crecimiento mundial (%)

	2018	2019	2020	2021	2022
Economías avanzadas	2,3	1,7	-5,8	3,7	2,7
Zona Euro	1,9	1,2	-8,3	5,0	3,5
Estados Unidos	2,9	2,3	-4,3	3,0	2,0
Japón	0,8	0,9	-4,0	2,5	2,0
Países emergentes y en desarrollo	4,5	3,7	-3,6	5,7	5,1
Latinoamérica y el Caribe	1,1	0,0	-8,1	3,5	4,0
China	6,7	6,1	2,3	8,5	6,0
India	6,1	4,2	-10,3	7,0	8,0
Mundo *	3,6	2,8	-4,5	4,9	4,1

* Calculado a paridad poder de compra

Nota: 2020 estimado y 2021-22 proyectado.

Fuente: FMI y Santander

Tabla 3. Cuentas Nacionales y Balanza de Pagos (%)

	2019	2020	2021	2022
PIB	1,1	-6,0	4,5	4,8
Demanda interna	1,0	-9,2	6,3	5,8
Consumo Total	0,8	-7,7	5,3	5,3
Privado	1,1	-8,9	5,1	5,9
Gobierno	-0,3	-2,5	5,9	2,9
F.B. de capital fijo	4,2	-13,0	8,7	7,2
Construcción	5,7	-14,4	5,4	9,3
Maq. y equipos	1,7	-10,7	13,6	4,2
Var. exist (incidencia)	-0,5	-0,3	0,4	0,3
Exportaciones	-2,3	-2,0	1,5	3,4
Importaciones	-2,3	-13,1	7,6	7,4
Cuenta corriente (% PIB)	-3,9	1,0	-0,7	-1,7

Nota: 2020 estimado y 2021-22 proyectado.

Fuente: BCCh y Santander

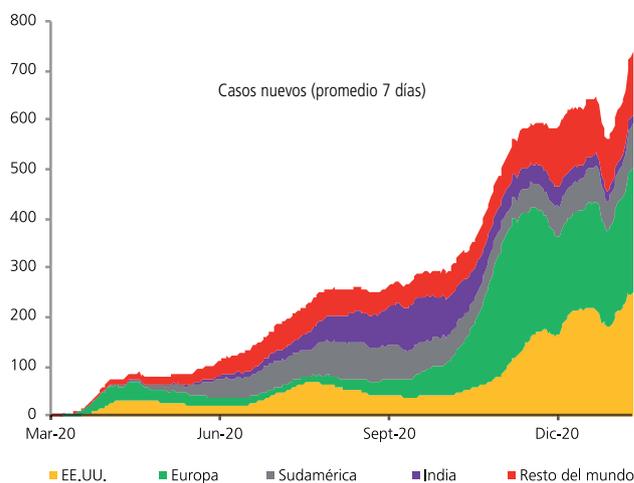
PANORAMA MUNDIAL

La pandemia ha provocado la mayor crisis sanitaria, humana y económica de las últimas décadas. El virus, que se habría originado en China a fines de 2019, se expandió rápidamente por el mundo durante febrero y marzo del año pasado. Si bien su letalidad es relativamente baja, su fácil transmisión y el impacto que produce en la salud de las personas generaron alarma. Para intentar disminuir el ritmo de propagación de la enfermedad, y con ello evitar los colapsos de los sistemas sanitarios, las autoridades restringieron el desarrollo de una serie de actividades y establecieron cuarentenas. Esto, más el distanciamiento físico producido por el propio temor al contagio, impactaron de manera inédita a la economía global, que sufrió una severa contracción en la primera parte del año.

En la medida de sus capacidades, los gobiernos buscaron contrarrestar los efectos de la pandemia a través de políticas macroeconómicas expansivas, tanto fiscales como monetarias. Ello se tradujo en un fuerte aumento de deuda pública que, en el caso de las economías avanzadas, pasó de 115% del PIB en promedio a más de 125,5% del PIB a fines de 2020. En el caso de las economías emergentes, el menor acceso a los mercados internacionales y las mayores primas por riesgo limitaron su capacidad de respuesta. En Latinoamérica se agregó, además, deficiencias en la capacidad institucional.

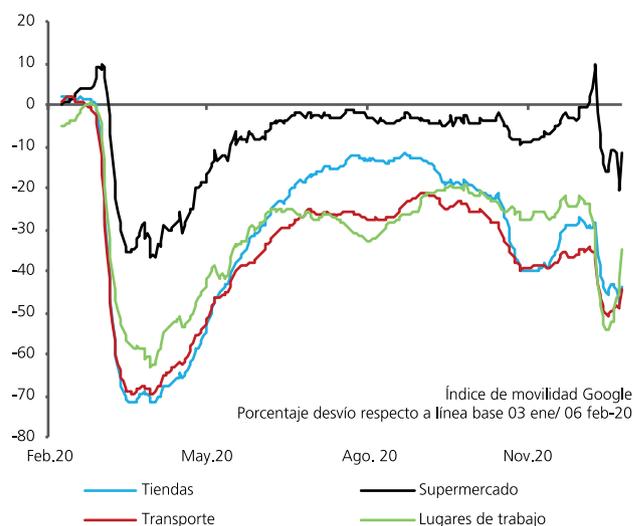
En la segunda parte del año, luego de un descenso en los contagios en varias geografías, se produjo un proceso de gradual apertura y gran parte de las economías se recuperaron parcialmente, apuntaladas por las medidas de estímulo. A pesar de ello, en el año el PIB mundial tuvo una caída de 4,5%, la mayor contracción desde fines de la Segunda Guerra Mundial. Las economías avanzadas se contrajeron cerca de 6%, mientras que las emergentes lo hicieron solo 3,6% debido al importante repunte de China en el segundo semestre. Los mercados laborales, por su parte, sufrieron severos embates y se perdieron millones de empleos a nivel global.

Más de 96 millones de personas han contraído Covid en el mundo



Fuente: Our World in Data y Santander

Las olas de contagio han generado fuertes caídas en la movilidad

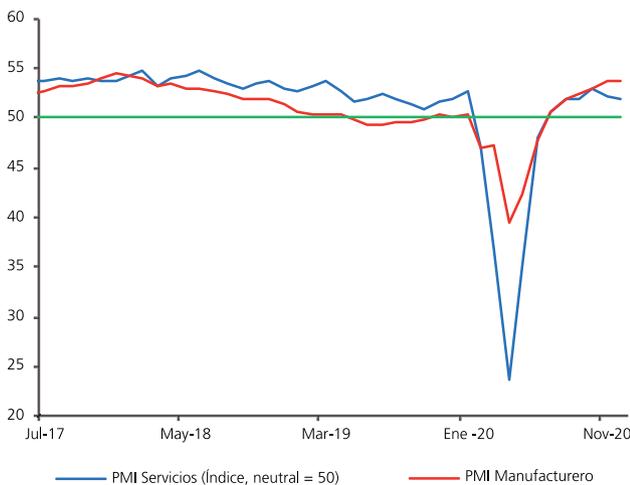


Fuente: Google y Santander.
Promedio simple de US, UK, SP, GE y FR.

En nuestro informe Visión 2020, publicado a mediados de enero del año pasado, dimos cuenta de una serie de sucesos políticos que estimábamos podrían generar incertidumbre y afectar la actividad económica: elecciones presidenciales en EE.UU., negociaciones por el Brexit, guerra comercial y tensiones sociopolíticas en varios países. Si bien estos eventos fueron fuente de volatilidad, la pandemia hizo que quedaran en segundo plano.

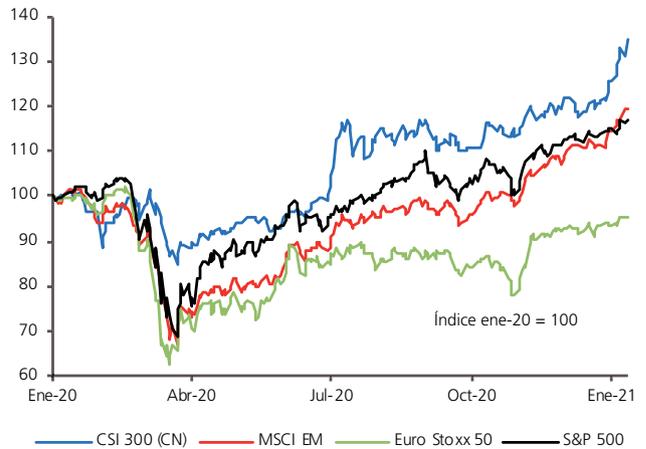
A pesar de la severa recesión, varios de los grandes mercados bursátiles cerraron el año en niveles récord. Con la propagación del Covid-19 por distintos continentes, a fines del primer trimestre, las bolsas se desplomaron. Sin embargo, ya hacia abril comenzaron a recuperarse, impulsadas por los anuncios de políticas de estímulo. Al cerrar el año, y a pesar de fuertes rebrotes en los contagios en el hemisferio norte, las bolsas siguieron escalando ante el optimismo por los avances en las vacunas. Las tasas de interés de largo plazo, en tanto, retrocedieron hasta alcanzar mínimos históricos, incididas por la abundante liquidez inyectada por los principales bancos centrales.

La actividad se desplomó el segundo trimestre, sobre todo, los servicios



Fuente: Bloomberg y Santander

A pesar de los severos impactos en la actividad, los mercados bursátiles cerraron al alza



Fuente: Bloomberg y Santander

Durante 2021, el crecimiento estará fuertemente condicionado a la evolución de los contagios y al proceso de vacunación. Una vez que se logre inmunidad de manada -con entre 60% y 70% de la población vacunada-, la actividad podrá iniciar una senda que la aproxime a los niveles previos a la pandemia, aun cuando algunos sectores permanecerán afectados por más tiempo. Varios países ya han comenzado campañas de inoculación, pero todavía se está lejos de llegar a un porcentaje significativo de la población. En los países desarrollados, eso podría ocurrir recién hacia fines del segundo trimestre del año, mientras que en el resto demorará más tiempo. Por lo mismo, se estima que, a nivel global, habrá que seguir conviviendo con distanciamiento físico a lo largo de una buena parte del año.

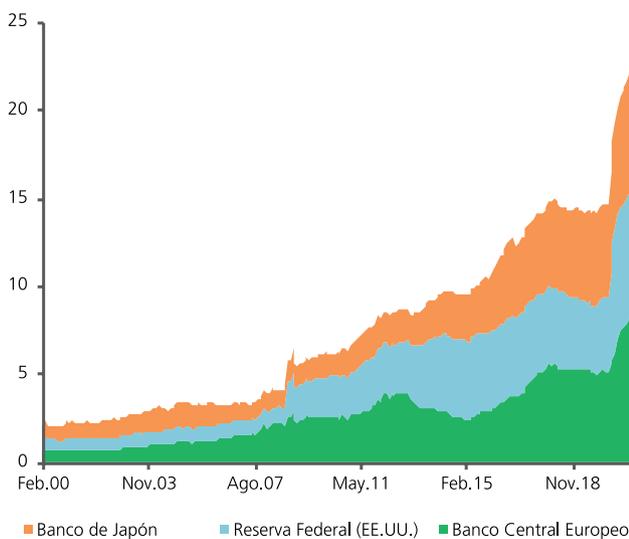
El rebrote de la pandemia en los últimos meses ha significado iniciar 2021 con nuevas medidas de confinamiento, que harán que muchas economías vuelvan a sufrir una contracción durante el primer trimestre. En nuestro escenario base, suponemos que estas restricciones se levantarán paulatinamente a partir el segundo trimestre y que en la segunda parte del año comenzará un proceso de recuperación más definitivo. Con ello, esperamos que la actividad global crezca en torno a 4,4%. Las economías avanzadas se expandirán 3,7% y recién en 2022 alcanzarán los niveles pre-pandemia. Las economías emergentes, en

tanto, avanzarán 4,8% lideradas por un fuerte dinamismo en China y la recuperación parcial de India.

Los países avanzados y varios emergentes mantendrán impulsos fiscales significativos. Por su parte, la política monetaria seguirá siendo expansiva en las principales plazas, con tasas en niveles mínimos por un tiempo prolongado y, posiblemente, nuevas inyecciones de liquidez. Esto hará que los activos más riesgosos permanezcan apreciados.

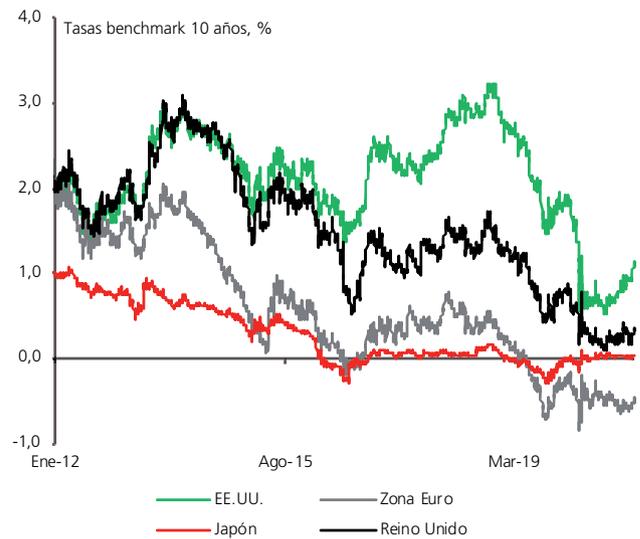
El balance de riesgos tiene un sesgo a la baja. Por una parte, es posible que la segunda ola de contagios se intensifique o que haya un nuevo rebrote antes del despliegue masivo de las vacunas, lo que mellaría de manera muy importante la actividad. Por otro lado, es probable que las campañas de inmunización sean más lentas de lo esperado, debido a demoras en la producción de vacunas, dificultades logísticas o la propia reticencia de la población a ser inoculada. También está la posibilidad de que el mercado laboral tarde mucho en recuperarse, lo que frenaría el consumo y podría acarrear situaciones de inestabilidad política. Por último, no es claro cuál será la viabilidad de miles de negocios que han sobrevivido gracias a las ayudas estatales. Una vez que estas sean levantadas, podría haber quiebras masivas que provoquen estrés financiero.

Liquidez global se expandió fuertemente...



Fuente: Bloomberg y Santander

... lo que presionó las tasas de interés a la baja

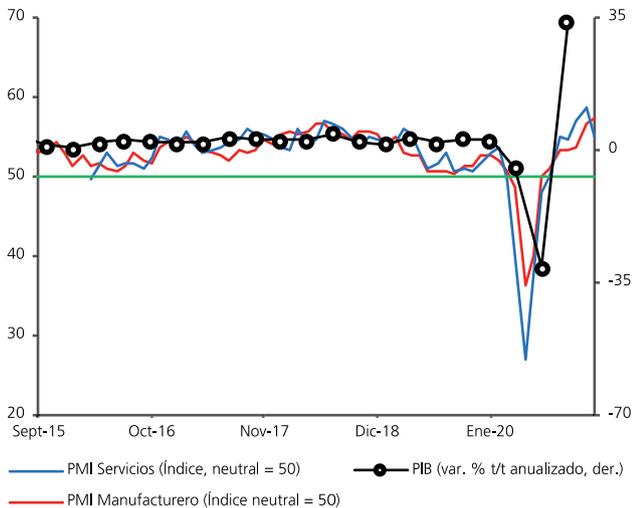


Fuente: Bloomberg y Santander

Economías avanzadas enfrentan la pandemia con sustantivos paquetes de estímulo

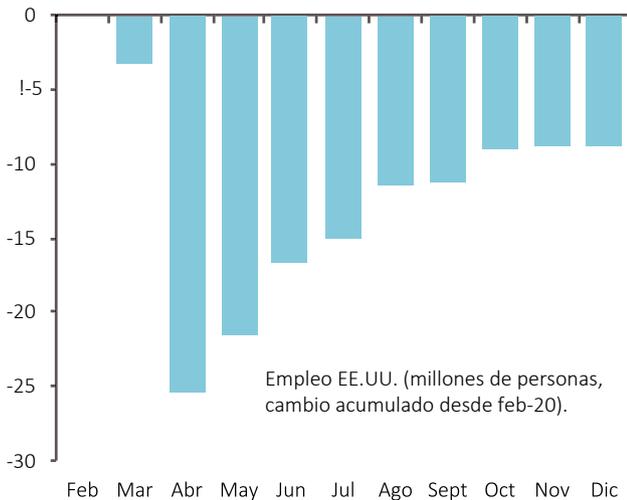
Al igual que en la mayoría de los países, EE.UU. fue severamente golpeado por la pandemia. Los primeros efectos se vieron hacia fines del primer trimestre, cuando la economía se contrajo 5% (t/t anualizado). En el segundo trimestre, una vez que se desató la ola de contagios por todo el país, el PIB se desplomó más de 30%. El mercado laboral sufrió las consecuencias, con la pérdida de 20 millones de puestos de trabajo en abril, lo que elevó la tasa de desempleo hasta casi 15%, la mayor cifra desde la gran depresión de los años 30. En el tercer trimestre, el gradual relajamiento de una serie de restricciones, la adaptación de varios sectores a las nuevas condiciones impuestas por la pandemia y los estímulos macroeconómicos hicieron que la actividad tuviera un fuerte rebote, subiendo 33,4% (t/t anualizado). El mercado laboral también comenzó su recuperación, aunque a un ritmo más lento. En el último cuarto del año una nueva ola de contagios hizo que la economía perdiera tracción y que la creación de empleos se estancara. Con ello, estimamos que el PIB cerró con caída de 4,3% en 2020.

Después de caer en la primera parte del año, la actividad en EE.UU. ha remontado...



Fuente: Bloomberg y Santander

... pero la recuperación del empleo se ha estancado



Fuente: Bloomberg y Santander

Las políticas macroeconómicas jugaron un rol importante para contener los impactos económicos de la pandemia. Las medidas fiscales se enfocaron en ayudas directas a personas, respaldo a pequeñas y medianas empresas, la ampliación del seguro de cesantía, e incentivos para la retención de trabajadores. Se estima que el conjunto de

medidas tuvo un costo de US\$ 3,8 billones, equivalente al 18% del PIB.

En marzo, cuando la pandemia golpeó fuertemente a los mercados financieros, la Reserva Federal (Fed) desplegó una amplia batería de medidas, recortando la tasa de fondos federales hasta su rango mínimo (0% - 0,25%) y reanudando las compras de activos. Esto hizo que el tamaño de su hoja de balance se ampliara de manera significativa, pasando de 19% del PIB en febrero a 36% al cierre del ejercicio. En agosto, durante la conferencia de Jackson Hole, Jerome Powell formalizó el nuevo esquema de política monetaria de la Fed, estableciendo un objetivo asimétrico para el desempleo y buscando que la inflación esté, en promedio, en la meta del 2%, introduciendo un claro sesgo expansivo a la conducción monetaria a futuro.

En este contexto, el dólar, después de haber actuado como activo seguro durante el primer trimestre de 2020, se depreció a nivel global y cerró el año un 7% por debajo de su valor a fines de 2019. Las fuertes inyecciones de liquidez por parte de la Fed y la perspectiva de una política monetaria expansiva por un periodo prolongado, sumado al mayor apetito por riesgo ante el avance de tratamientos contra el virus y expectativas de una recuperación más rápida fuera de EE.UU., explicaron gran parte de la depreciación de la moneda norteamericana.

En el plano político, la elección presidencial fue el hito más relevante del año. Con una participación ciudadana inédita, el candidato demócrata, Joseph Biden, se impuso al presidente Trump por un holgado margen. La elección estuvo marcada por el desconocimiento de los resultados por parte de Trump y las acusaciones de fraude. La certificación del triunfo del demócrata fue opacada por la irrupción de simpatizantes del saliente presidente en el Capitolio, donde cinco personas resultaron fallecidas. A raíz de lo anterior, al cierre de este informe la Cámara de Representantes aprobaba un nuevo *impeachment* contra el presidente Trump por incitar a la insurrección. Por otra parte, en la elección parlamentaria el Partido Demócrata logró la mayoría

tanto en la Cámara de Representantes como en el Senado, lo que significa que el presidente Biden tendrá un margen de maniobra amplio para desplegar su programa de gobierno. En el corto plazo, es de esperar que se implemente un nuevo paquete de estímulo que contrarreste la pérdida de impulso que ha evidenciado la economía. A mediano plazo, las posibilidades de una reforma tributaria significativa para financiar el

ambicioso plan de infraestructura y combate al cambio climático son ciertamente mayores.

Para este año esperamos que EE.UU. retome gradualmente su senda de crecimiento y se expanda en torno a 3%. El país ya ha iniciado el proceso de inoculación masiva, que, si bien ha ido más lento de lo estimado, debiese permitir que hacia mediados de año ya puedan consolidar la recuperación.

Recuadro 1: Proceso de vacunación en Chile y el mundo

El proceso de vacunación es clave para lograr inmunidad de manada de manera rápida y con ello comenzar un proceso de normalización de la actividad económica y social. Desde mediados de año, más de 100 laboratorios en el mundo se han abocado en el desarrollo de vacunas. De ellos, alrededor de 10 han logrado superar con éxito las fases clínicas y cuentan con aprobación para su uso en algún país, principalmente para casos de emergencia.

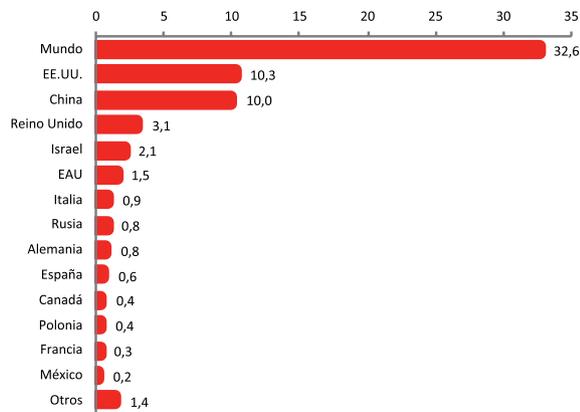
Desarrollador	Cómo funciona	Estatus
Pfizer-BioNTech (EE.UU., Alemania)	mRNA	Aprobado en Arabia Saudita y otros países. Sólo para uso de emergencia en EE.UU., y la UE.
Moderna (EE.UU.)	mRNA	Sólo para uso de emergencia en EE.UU., la UE y otros
Gamaleya (Rusia)	Ad26, Ad5	Uso temprano en Rusia. Sólo para uso de emergencia en Bielorusia, Argentina y otros
Oxford-AstraZeneca (Reino Unido, Suecia)	ChAdOx1	Sólo para uso de emergencia en RU, India y otros.
CanSino (China)	Ad5	Uso limitado en China
Johnson & Johnson (EE.UU., Bélgica)	Ad26	Sin uso
Vector Institute (Rusia)	Proteína	Uso temprano en Rusia
Novavax (EE.UU.)	Proteína	Sin uso
Sinopharm (China)	Virus inactivado	Aprobada en China, y otros países
Sinovac (China)	Virus inactivado	Uso de emergencia en Egipto. Uso limitado en China, Indonesia y otros
Sinopharm-Wuhan (China)	Virus inactivado	Uso limitado en China y EAU
Bharat Biotech (India)	Virus inactivado	Uso de emergencia en India

Fuente: Our World in Data y Santander

Con esto, se ha dado inicio a las campañas de vacunación en el mundo. Al cierre de este informe, Estados Unidos lideraba las dosis administradas, con más de 10 millones, seguido de cerca por China. Sin embargo, ajustado por tamaño de la población, Israel está a la cabeza con casi un 25% de la población inoculada.

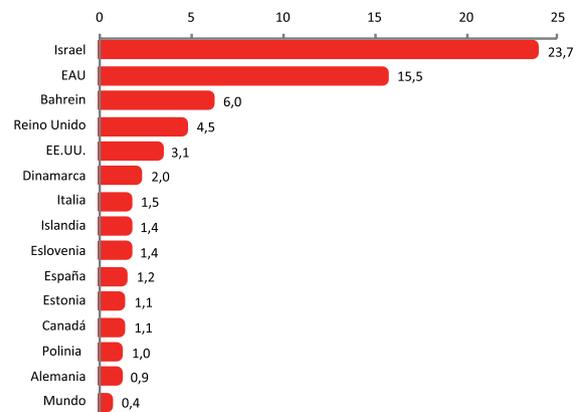
En Chile se han vacunado casi 11 mil personas, principalmente personal del sector salud, lo que aun representa una fracción muy pequeña de la población. El país ha acordado la compra de 36 millones de dosis de vacunas a cuatro proveedores (Pfizer, Sinovac, Johnson & Johnson y AstraZeneca), que en su conjunto alcanzarían para cubrir a más del 100% de la población. De acuerdo con diversas fuentes, durante el primer semestre debiesen llegar 10 millones de dosis que permitirían cubrir a la población crítica al primer trimestre, y al grueso de la población objetivo hacia fines del segundo. Hasta ahora, el país ha recibido 110.000 dosis de Pfizer-BionTech y se espera que envíe 1,6 millones de vacunas durante el primer trimestre, para luego recibir 550.000 dosis por mes. Por su parte, ha trascendido que a fines de enero llegaría el primer envío de la china Sinovac.

Dosis administradas (millones)



Fuente: Our World in Data y Santander

Dosis administradas (cada 100 habitantes)



Fuente: Our World in Data y Santander

La Zona Euro experimentó en 2020 la mayor recesión desde su creación a fines de los años 90. El brote inicial de la pandemia fue particularmente intenso en los países del sur del bloque, con una tasa de letalidad muy elevada. Esto hizo que se impusieran restricciones severas que llevaron a una contracción anual de casi 15% en el segundo trimestre. Durante el tercer trimestre, hubo una recuperación parcial de la actividad, pero, a diferencia de lo ocurrido en EE.UU., los servicios permanecieron muy castigados.

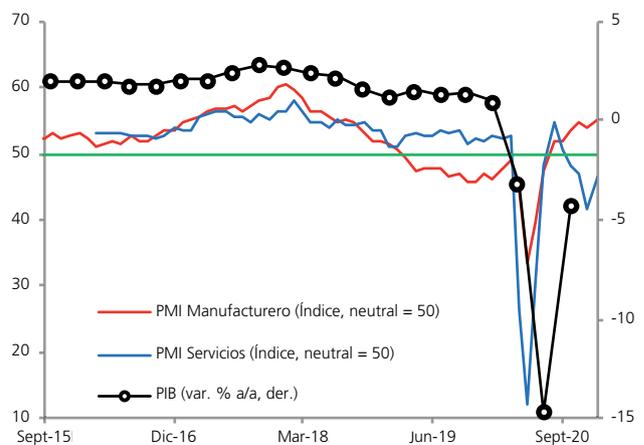
El mercado laboral, por otra parte, si bien sufrió los embates de la pandemia, tuvo un deterioro moderado debido a una serie de medidas para fomentar la retención del trabajo. Con ello, el desempleo pasó de mínimos en torno a 7% en febrero a 8,7% en julio, en el *peak* inicial de la pandemia. Hacia fines de 2020, una segunda ola de contagios muy agresiva obligó a nuevas medidas de confinamiento, que habría llevado a una nueva contracción en la última parte del año, con lo que la actividad habría culminado con una caída anual de más de 8%.

Al igual que en EE.UU., los gobiernos del bloque implementaron políticas fiscales de estímulo sustantivas. A esto se sumaron las medidas adoptadas por la Comisión Europea, que flexibilizó temporalmente el límite de deuda y que aprobó un fuerte paquete de estímulo por 750 mil millones de euros. De manera inédita, el financiamiento para dicho paquete procederá de emisiones conjuntas de deuda por parte de los países miembros, lo que constituye un paso adicional para avanzar hacia un esquema fiscal conjunto. Los recursos serán destinados no solo a la recuperación económica, sino también a reformas estructurales para fortalecer el crecimiento potencial del bloque e implementar una agenda verde.

El Banco Central Europeo (BCE), en tanto, adoptó una serie de medidas para mantener condiciones financieras expansivas. En particular, estableció un nuevo programa de compra de activos de emergencia por hasta 1.350 miles de millones de euros e inyectó liquidez a través

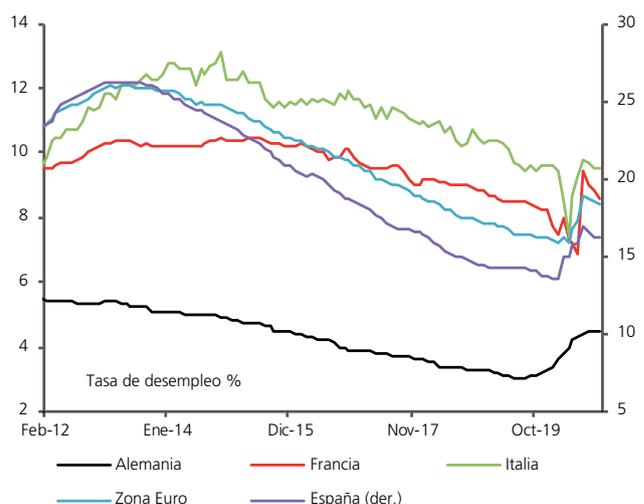
de las operaciones de financiamiento a plazo. Con ello, la hoja de balance del BCE volvió a expandirse de forma considerable, alcanzando los US\$ 8.500 miles de millones.

Segunda ola de contagios ha frenado la recuperación de la Zona Euro



Fuente: Bloomberg y Santander

Mercado laboral en Europa sufrió menos que en otras partes debido a las medidas de protección del empleo



Fuente: Bloomberg y Santander

Para este año, esperamos que el proceso de vacunación y las medidas de estímulo permitan que la Zona Euro tenga una recuperación importante. Durante la primera parte del año, sin embargo, el rebrote de casos y las nuevas medidas de confinamiento harán que la economía se contraiga. Luego, durante el segundo trimestre, debiese empezar un paulatino ascenso, el que se acelerará una vez que la población logre inmunidad. De esta manera, estimamos que el PIB crecerá en torno a 5% y recién en 2022 recuperará los niveles previos a la pandemia.

En Reino Unido, a los impactos del Covid-19 se sumaron las tensiones producidas por las negociaciones con la Unión Europea para su relación comercial post Brexit. Al finalizar el año se cerró un acuerdo que, si bien dejó temas pospuestos como los servicios financieros, evitó un Brexit “duro”. Aunque el acuerdo no incluye aranceles ni cuotas, existirán controles a los productos importados desde la Unión Europea, lo que podría incidir en las cadenas logísticas. Por su parte, se limitará la libre circulación de los ciudadanos y se implementarán visas de trabajo para personas provenientes de los países de la Unión Europea. Este nuevo marco de entendimiento contempla que muchas de las nuevas restricciones no apliquen para Irlanda del Norte. En lo más reciente, Escocia reiteró su intención de obtener la independencia de Reino Unido y volver a incorporarse a la Unión Europea.

El impacto económico de la pandemia ha sido particularmente severo en el Reino Unido. Pese a los importantes paquetes de estímulo, se estima que el PIB tuvo una caída de casi 10% en 2020. Hacia adelante, el país enfrenta el doble desafío de superar los impactos de la enfermedad y adaptarse a las nuevas condiciones en su relación con Europa continental tras el Brexit. El impacto de la segunda ola de la pandemia ha sido especialmente intenso, debido en parte a una mutación del virus detectada en la isla, por lo que en la primera parte del año la economía se verá dañada nuevamente.

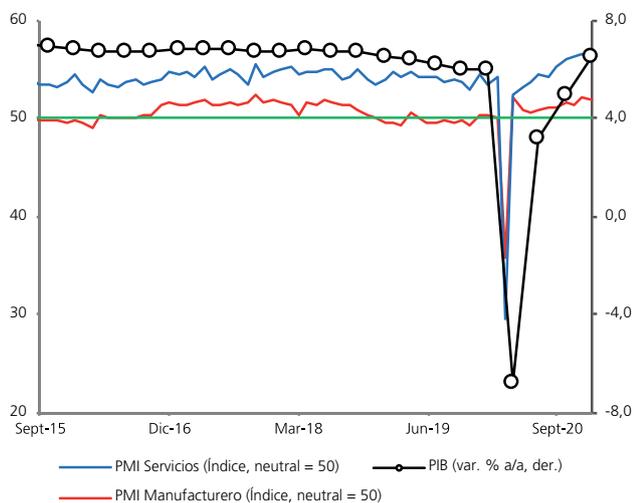
Economías emergentes corren distintas suertes

A diferencia de la mayoría de los países, China logró contener los contagios tempranamente, con medidas muy agresivas y un sofisticado sistema de trazabilidad. Así, luego de caer 10% (t/t anualizado) en el primer cuarto del año, la economía rebotó un 11% en el segundo y siguió expandiéndose durante el tercer y cuarto trimestre. Con ello, cerró 2020 con un crecimiento de 2,3%. Si bien se trata de la menor expansión desde los años 70, el hecho de haber logrado una cifra positiva es algo remarcable. Más allá del control sanitario, la recuperación estuvo apuntalada por sustantivos programas gubernamentales de inversión que, entre otras cosas, implicaron un fuerte incremento en la demanda por cobre.

Pese a la pandemia, el gobierno continuó implementando reformas estructurales, incluyendo la apertura del sector financiero y mejoras en la protección del derecho de propiedad intelectual. El sector externo de ese país se vio beneficiado de la demanda por manufacturas, para reponer inventarios en otras partes del mundo, y por insumos médicos, lo que llevó a que en noviembre las exportaciones crecieran más de 20%. Al cierre de este informe, nuevos brotes del Covid-19 habían llevado a cuarentena a algunas ciudades, lo que podría ralentizar el ritmo de crecimiento en la primera parte del año. Con todo, estimamos que China tendrá una expansión importante durante 2021, del orden de 8,5%.

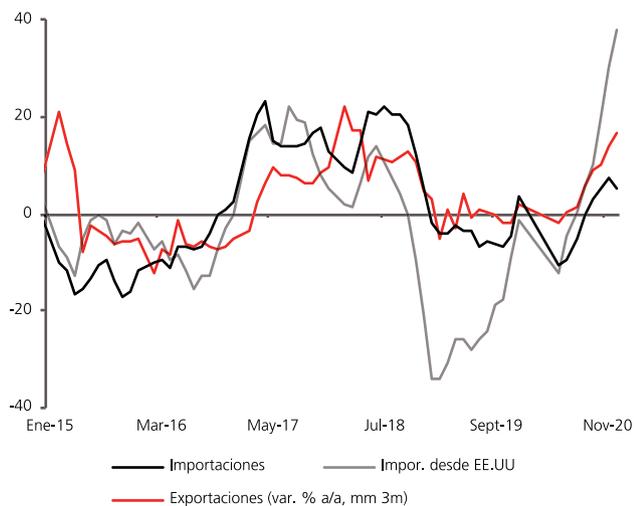
Con respecto a su relación con EE.UU., es de esperar que la nueva administración norteamericana asuma una estrategia menos confrontacional. Sin embargo, la disputa entre ambas naciones tiene un carácter estratégico motivado por las ambiciones hegemónicas del país asiático. Por lo mismo, tal como lo hemos planteado en informes anteriores, las fricciones seguirán presentes, aun más luego del avance reciente de la influencia global china, acrecentado por su rol en el desarrollo y distribución de vacunas contra el Covid-19.

China fue severamente impactada, pero ha tenido un alza robusta en la segunda parte del año



Fuente: Bloomberg y Santander

Sector externo chino ha remontado, pero las importaciones pierden fuerza en el margen



Fuente: Bloomberg y Santander

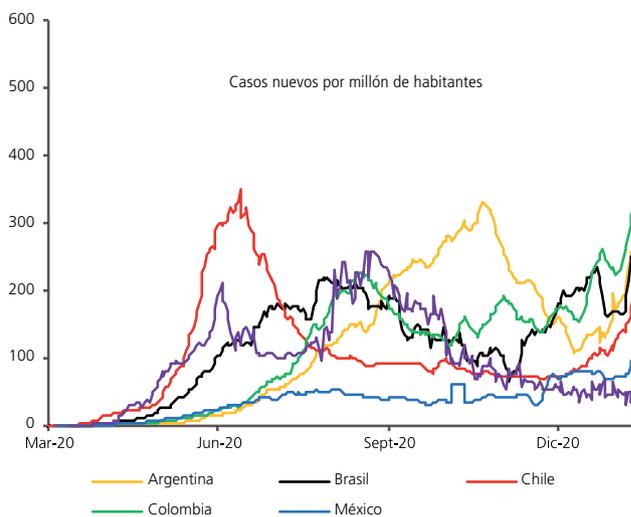
América Latina ha sido una de las regiones más impactadas por la pandemia, que ha provocado severos daños en el plano sanitario y en el económico. En varios países, el virus dejó al descubierto la fragilidad de los sistemas de salud y la poca eficiencia en el diseño e implementación

de políticas públicas. Por su parte, en algunos de ellos la capacidad de desplegar políticas de apoyo macroeconómico fue limitada debido, principalmente, a las dificultades para financiarlas.

En la primera parte del año, el desplome de la actividad fue muy sustantivo, con contracciones de más de dos dígitos en los principales países de la región. Al igual que en otras zonas del mundo, en la segunda parte se observó una gradual recuperación impulsada por procesos de desconfiamento y, en algunos casos, por las políticas de estímulo. A pesar de ello, la región cerró 2020 con una caída de algo más de 8% en la actividad, una de las más severas a nivel global.

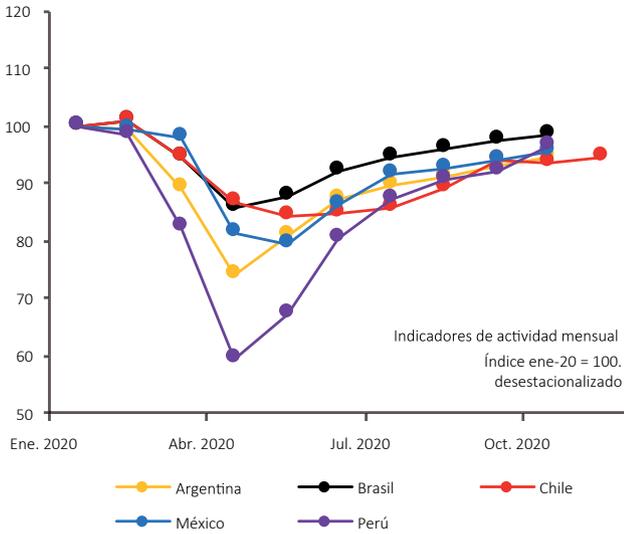
Para este año, esperamos que la actividad se recupere moderadamente, con un crecimiento de 3,5% a/a. Esto significa que el nivel de actividad seguirá muy por debajo de la situación previa a la pandemia. Por lo mismo, la situación laboral será frágil y el desempleo se mantendrá relativamente elevado. Esto último podría dar pie a nuevas convulsiones sociales, generando inestabilidad e incertidumbre, lo que atentaría contra una recuperación más sostenida.

Latinoamérica ha sido una de las regiones más golpeadas por la pandemia



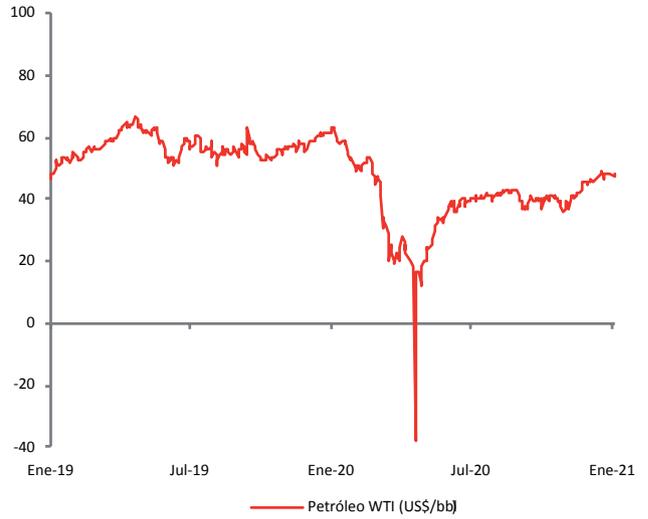
Fuente: Our World in Data y Santander

Algunas de las economías de la región sufrieron caídas estrepitosas, pero se han comenzado a recuperar



Fuente: Bloomberg y Santander

Precio del petróleo sufrió una importante caída...



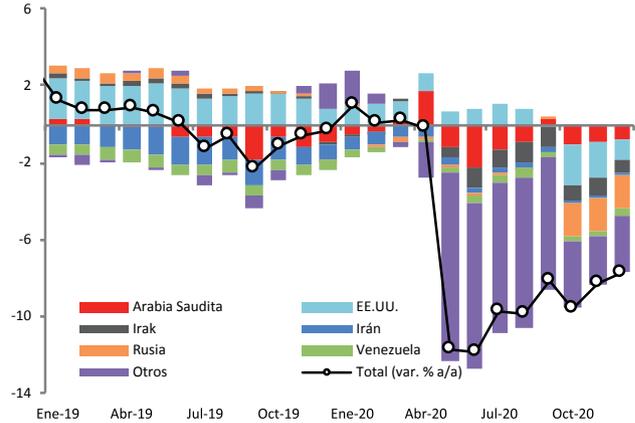
Fuente: Bloomberg y Santander

Precios de las materias primas muestran trayectorias dispares

Al extenderse la crisis sanitaria por el mundo, la fuerte contracción de la demanda y la incertidumbre por la evolución de la actividad global, llevaron a significativas caídas en los valores de los principales commodities. El petróleo, por razones técnicas, llegó a transarse en cifras negativas durante un par de días en abril.

En la segunda parte del año, los precios tendieron a subir, pero su recuperación no ha sido homogénea. El crudo se mantuvo por debajo de sus valores previos a la pandemia y cerró el año con una caída anual de más de 30%. Los precios de los metales, por su parte, tuvieron un incremento significativo en la segunda parte del año, apuntalados por la fuerte demanda china. Dentro de estos, destacó el cobre, cuyo precio cerró el 2020 un 26% por sobre su valor de fines de 2019.

...a pesar de fuerte ajuste en la producción



Fuente: Bloomberg y Santander

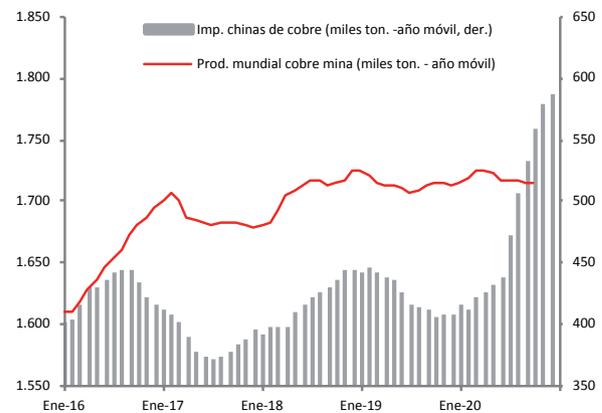
Hacia delante, la evolución de los precios reflejará fenómenos tanto cíclicos como estructurales. En el caso del crudo, la demanda de combustibles tardaría en recuperarse en el corto plazo, particularmente por la fuerte caída en el uso de kerosene de aviación, que

se mantendrá por debajo de los niveles previos al inicio de la crisis sanitaria. A mediano plazo, el cambio tecnológico para enfrentar los desafíos climáticos seguirá conteniendo la utilización de combustibles fósiles. Por su parte, existe una amplia capacidad de producción global, que se incrementó en años recientes con la técnica de la fractura de rocas y la ampliación de licencias de extracción en EE.UU. Si bien la OPEP, junto a un grupo de otros productores, incluido Rusia, ha tratado de contener la oferta mediante recortes de bombeos, no ha logrado revertir las presiones a la baja que experimenta el precio. De esta manera, proyectamos que el valor del petróleo subirá sólo moderadamente en 2021 y 2022, pero sin recuperar los niveles de 2019.

En el caso del cobre, no hay capacidad ociosa significativa. La oferta ha estado más bien restringida y hay una demanda creciente por los procesos de electrificación urbana en China y los nuevos usos del metal (por ejemplo, electromovilidad). Más aún, no se advierte un gran número de proyectos a nivel global que entren en producción en los próximos años. En Chile, habrá un retraso de hasta un año y medio en el ingreso de nueva producción a raíz de la pandemia según informa Cochilco. Por lo mismo, se proyecta que el precio del metal permanecerá robusto por varios años.

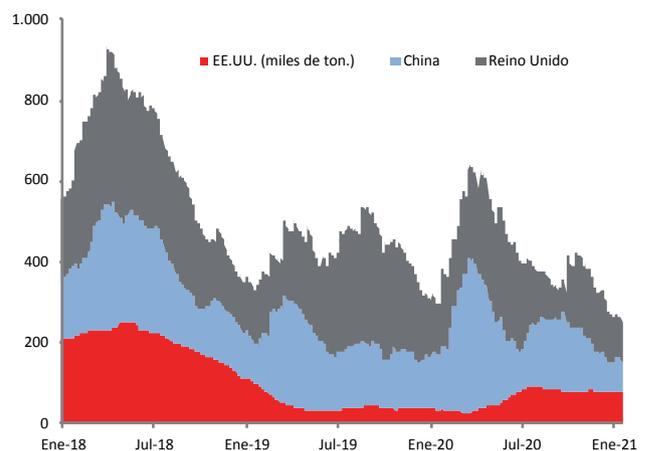
Con todo, en el corto plazo, más allá de la rápida recuperación de la demanda china, la disminución transitoria de la oferta a causa de interrupciones productivas provocadas por la crisis sanitaria—reducción del orden de 700.000 toneladas métricas o 3% de la oferta mundial— ha presionado a la baja los inventarios e impulsado el valor del cobre por sobre sus fundamentos de largo plazo, desacoplándolo de otros metales. Dado esto, estimamos que una vez que la oferta se recupere, el precio podría retroceder y cerrar el año en torno a 3,2 US\$/lb. De esta manera, el promedio del año sería del orden de 3,4 US\$/lb. Luego el 2022 podría acercarse a su valor de largo plazo, que estimamos se ubica en torno a 3 US\$/lb.

Alza en la demanda por cobre no ha sido acompañada por la oferta...



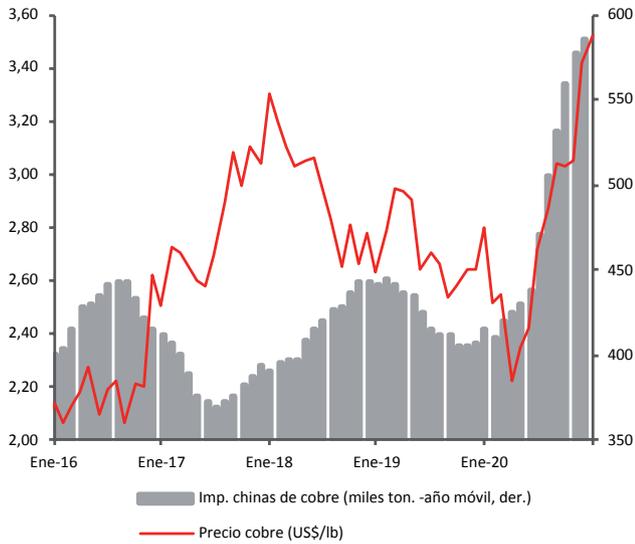
Fuente: Bloomberg y Santander

...con lo que los inventarios han disminuido



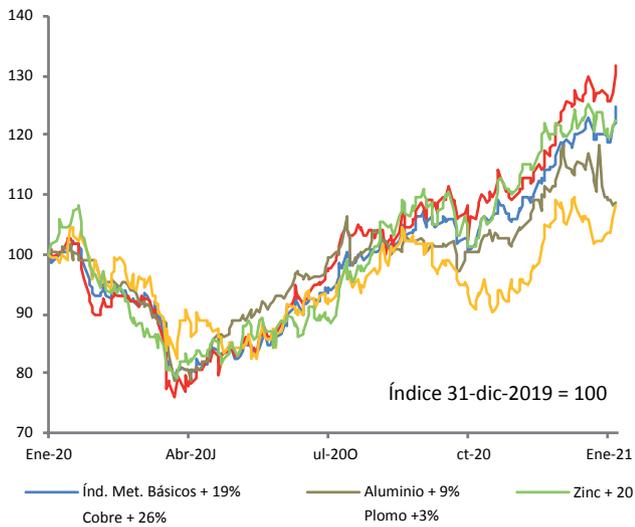
Fuente: Bloomberg y Santander

Precio del cobre alcanzó niveles no vistos desde el súper ciclo de las materias primas



Fuente: Bloomberg y Santander

Otros metales también han subido, pero en menor magnitud



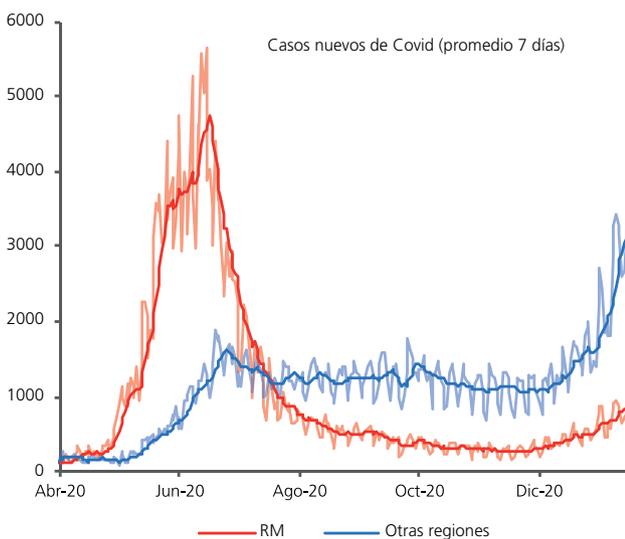
Fuente: Bloomberg y Santander

PANORAMA LOCAL

Pandemia provoca inédita contracción de la actividad

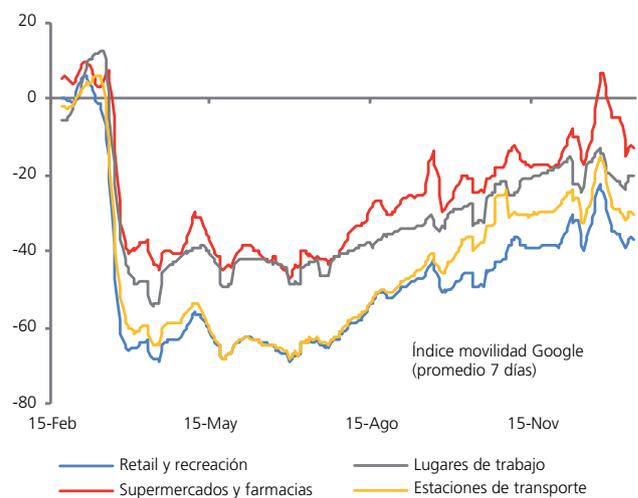
Después de recuperarse parcialmente de los estragos del estallido social durante el verano del año pasado, la economía nacional sufrió el severo impacto de la pandemia. Los primeros contagios en el país se produjeron a comienzos de marzo y ya en la segunda quincena del mes el número de casos había superado la centena. En ese momento, el propio temor de la población llevó a un fuerte distanciamiento social, cuya consecuencia fue una nueva caída en la actividad, que se vio profundizada una vez que la autoridad impuso medidas de confinamiento entre abril y junio. Con ello, en el segundo trimestre, el PIB tuvo una caída de casi 15% respecto del año previo.

Primer *peak* de contagios se alcanzó a mitad de año, y en lo más reciente se han vuelto a acelerar



Fuente: Ministerio de Salud y Santander

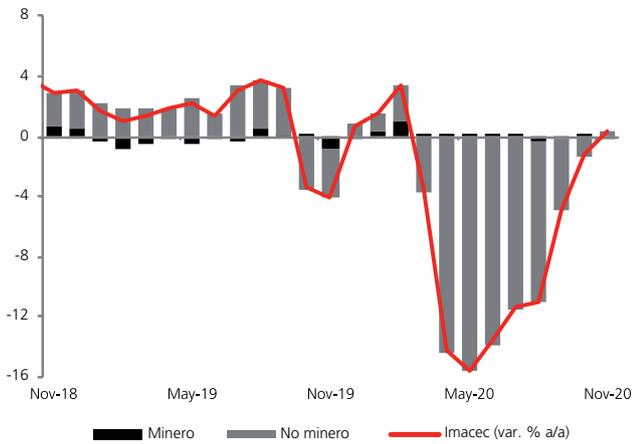
Movilidad se contrajo abruptamente a mediados de marzo



Fuente: Google y Santander

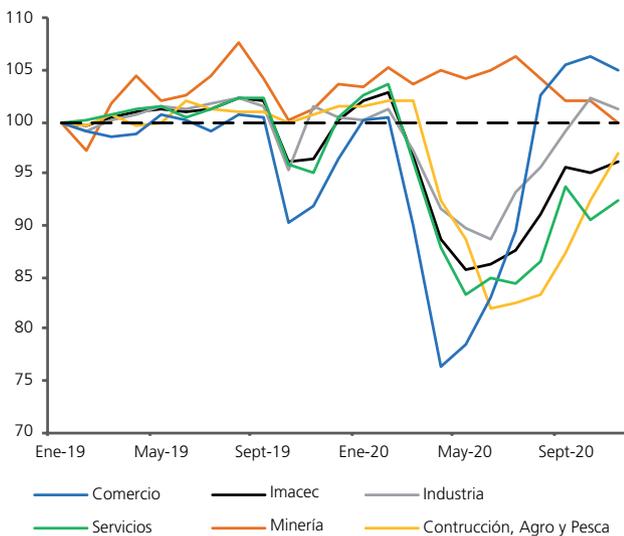
A partir de julio, con el descenso en los contagios y una mayor movilidad, la economía comenzó una gradual recuperación, apuntalada por medidas de estímulo del Banco Central y del Gobierno. Durante el tercer trimestre, los hogares comenzaron a recibir subsidios monetarios (Bono Covid e Ingreso Familiar de Emergencia, IFE), que al cerrar el año totalizaron cerca de US\$ 3.800 millones (1,5% del PIB). Por su parte, la primera reforma constitucional para el retiro anticipado de fondos de pensiones significó una inyección de liquidez de más de US\$18 mil millones (7% del PIB). Las medidas de apoyo fiscal y el retiro de fondos más que compensaron la merma en los ingresos laborales e hicieron que la renta disponible de los hogares se expandiera más de 35% durante el tercer trimestre, según datos del Banco Central. Esto, junto con la mayor movilidad, dieron un fuerte impulso al consumo. El comercio creció a tasas de dos dígitos y llegó a superar los niveles previos a la pandemia. El sector manufacturero también se vio beneficiado, aunque en menor magnitud.

Durante el segundo trimestre la actividad llegó a contraerse 15%



Fuente: BCCCh y Santander

El sector de servicios ha sido uno de los más afectados por la pandemia

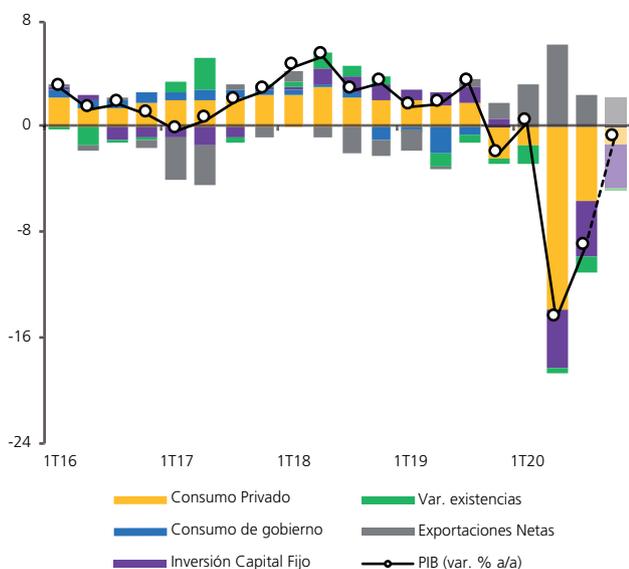


Fuente: BCCCh y Santander

El año cerró con noticias de dulce y agraz. Al igual que en otras partes, los avances en el desarrollo de las vacunas llevaron optimismo a los mercados financieros locales, lo que se sumó a la mejora de las condiciones externas de la economía, en particular, la ganancia por términos de intercambios debido al alto precio del cobre. Sin embargo, la aceleración de los contagios encendió luces de alerta e hizo retroceder el proceso de apertura que se había iniciado en la segunda mitad del año. Si bien el Imacec de noviembre mostró la primera expansión interanual desde el inicio de la pandemia en Chile -favorecido por una baja base de comparación-, el ritmo de recuperación fue claramente más lento que en meses previos. En diciembre, estimamos que el Imacec habría registrado una variación anual de entre -1% y -2%, con lo que el PIB del año habría cerrado con una contracción en torno al 6%.

El consumo fue el componente de la demanda más castigado con la pandemia, con una caída de 20% en el segundo trimestre. Los servicios fueron severamente afectados, por cuanto ahí es donde la interacción entre personas es más relevante. El gasto en bienes durables también tuvo un fuerte ajuste ante la pérdida de empleos y la elevada incertidumbre generada por la crisis sanitaria. Con todo, el gradual proceso de apertura y la adaptación del sistema logístico a las ventas en línea, sumado a la fuerte inyección de liquidez recibida por los hogares, hicieron que el consumo tuviera una rápida recuperación el tercer trimestre. El componente durable llegó a superar con creces las cifras registradas previo a la pandemia, pero los servicios, si bien mostraron un alza, siguieron muy por debajo. En el cuarto trimestre, la recuperación del consumo se habría estancado. Las compras de bienes durables perdieron ímpetu, a medida que se fue difuminando el *shock* de liquidez, mientras que los otros componentes mostraron poco avance. El segundo retiro de fondos de pensiones, aprobado en diciembre, habría tenido algún impacto hacia finales de año, aunque menor que el del primer retiro. De esta manera, estimamos que el consumo privado cerró 2020 con una contracción cercana al 9%.

El consumo fue el componente de la demanda más castigado

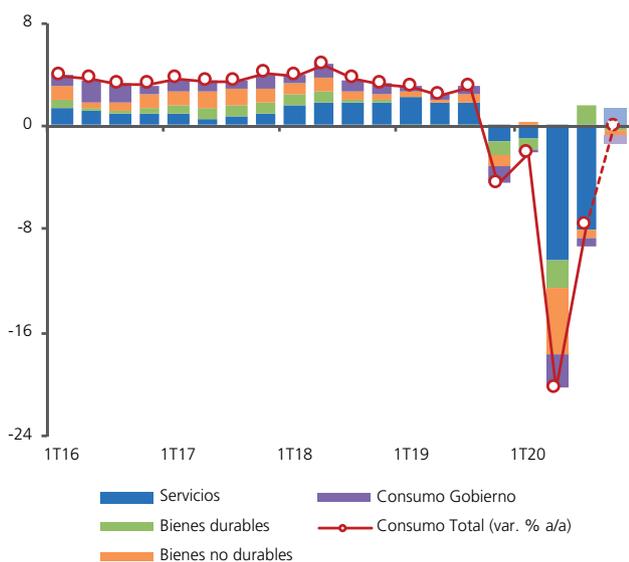


Nota: 4T20 corresponde a estimación Santander

Fuente: BCCh y Santander

La formación bruta de capital también sufrió los embates de la pandemia. La incertidumbre respecto de las consecuencias económicas del virus llevó a muchas empresas a frenar sus inversiones. El componente más castigado inicialmente fue el de maquinaria y equipos -que ya venía a la baja tras el estallido social de 2019- debido a interrupciones en la oferta en los países de origen y cancelaciones de las órdenes de compra. Luego, durante el segundo trimestre, las medidas de confinamiento hicieron que muchos proyectos no pudiesen avanzar, con el consecuente impacto en la parte construcción. En el tercer trimestre, se produjo una rápida recuperación de la inversión en maquinaria, que llegó a ubicarse en niveles cercanos a los previos a la pandemia. Sin embargo, el componente construcción se mantuvo lento y recién durante el cuarto trimestre habría comenzado a subir. De esta manera, la formación bruta de capital habría tenido una contracción cercana a 13% en el año.

Inyecciones de liquidez dieron un impulso al gasto en bienes durables en el tercer trimestre

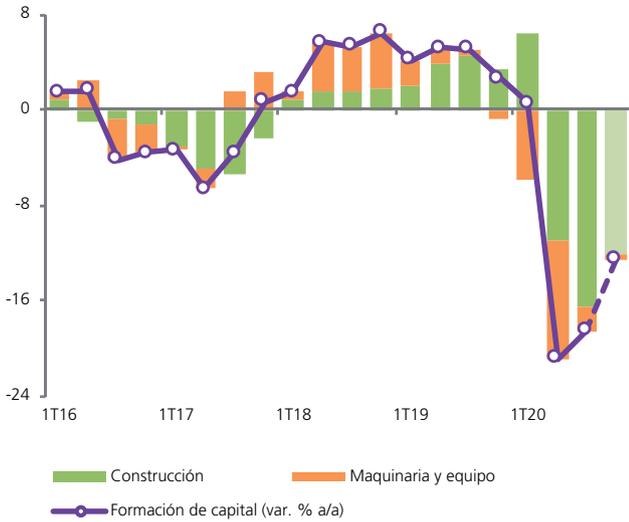


Nota: 4T20 corresponde a estimación Santander

Fuente: BCCh y Santander

Muchas empresas pudieron sortear el periodo de fuerte caída en sus flujos de ingreso gracias a ajustes en sus estructuras de costo y a las importantes medidas de apoyo a la liquidez. Por el lado fiscal, contribuyó la postergación de pagos tributarios (IVA, PPM y contribuciones) y, sobre todo, el programa de garantías Fogape que permitió que el crédito siguiese fluyendo, a pesar del mayor riesgo. Como resultado, el nivel de apalancamiento aumentó de manera relevante. Esto podría incidir en la capacidad de endeudamiento futuro de las empresas, lo que a su vez podría afectar la inversión. Por lo mismo, será importante que las medidas de estímulo macroeconómico se mantengan por un periodo prolongado.

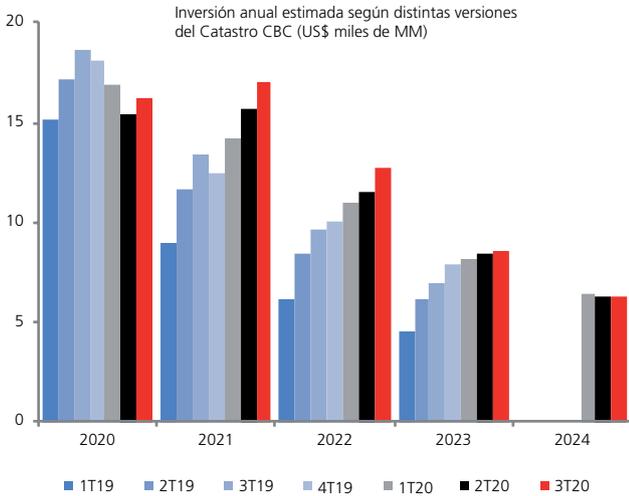
Inversión ha sido fuertemente castigada, con un efecto persistente en la construcción



Nota: 4T20 corresponde a estimación Santander

Fuente: BCCy y Santander

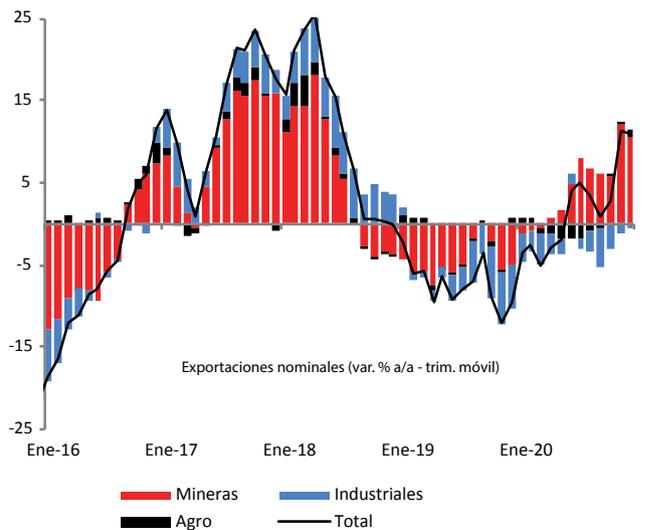
Grandes proyectos se han pospuesto



Fuente: Corporación de Bienes de Capital y Santander

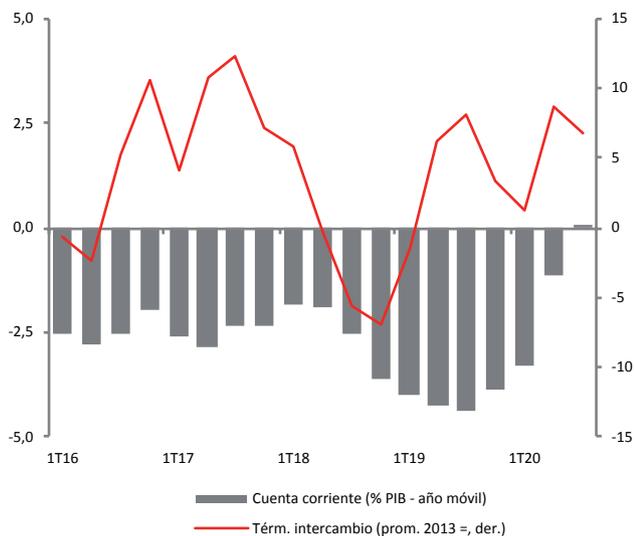
El sector externo se mostró resiliente a lo largo del año. En general, las actividades exportadoras no sufrieron grandes interrupciones por la pandemia y, en el caso de la minería, la agricultura y algunos sectores industriales, se beneficiaron de la rápida recuperación de los mercados asiáticos. Solo las exportaciones de servicios se vieron afectadas debido al impacto de la caída global de la demanda en el transporte marítimo, uno de los principales servicios exportados por el país. Las importaciones, en tanto, acentuaron las bajas que venían registrando desde fines de 2019, sobre todo durante el segundo trimestre. Las menores internaciones reflejaron tanto las dificultades logísticas impuestas por la pandemia como la menor demanda ante el declive del consumo, la inversión y el ajuste de los inventarios. En la segunda parte del año se evidenció una recuperación importante de las importaciones alentada por las perspectivas de una mayor demanda. Aun así, el año cerró con un saldo comercial récord, de más de US\$ 12 mil millones. La cuenta corriente, en tanto, habría tenido un superávit de 1% del PIB.

Sector externo ha sido resiliente a la pandemia



Fuente: BCCy y Santander

La cuenta corriente cerrará el año con un superávit



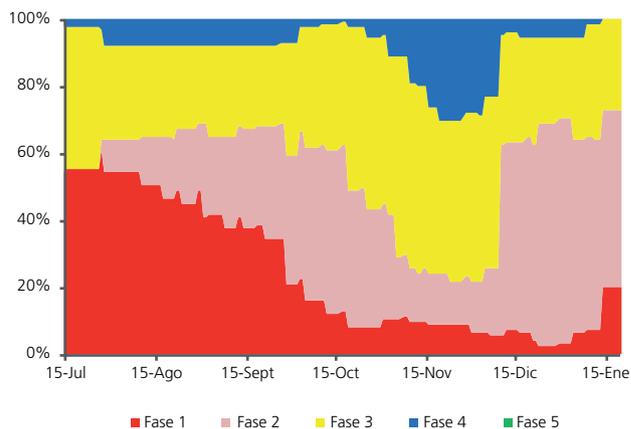
Fuente: BCCCh y Santander

Al igual que el año pasado, el desempeño económico en 2021 estará íntimamente ligado a la evolución de la pandemia. Al cierre de este informe, el número de contagios mostraba una tendencia creciente y el Gobierno paulatinamente volvía a decretar medidas de confinamiento. Así, la población bajo cuarentena total (fase 1) pasó de menos de 5% a comienzos de enero a cerca del 20% en la segunda parte del mes, mientras que la población en fase 2 alcanzó el 50%. Bajo este escenario, es probable que durante los primeros meses del año observemos una nueva caída de la economía, aunque menos intensa que la del segundo trimestre del año pasado debido a la mejor adaptación del sistema económico a un funcionamiento con distanciamiento físico.

Una vez que el proceso de vacunación permita una efectiva inmunidad de manada -lo cual requiere que entre 65% y 70% de la población haya sido inoculada, según declaraciones de expertos de la OMS- la actividad debiese iniciar una recuperación sostenida hacia niveles cercanos a los previos a la pandemia. La experiencia de la campaña de vacunación contra la influenza de marzo de 2020, con más de 3,5 millones de personas inoculadas en la primera semana, mostró la capacidad del sistema de salud para desplegarse masivamente de

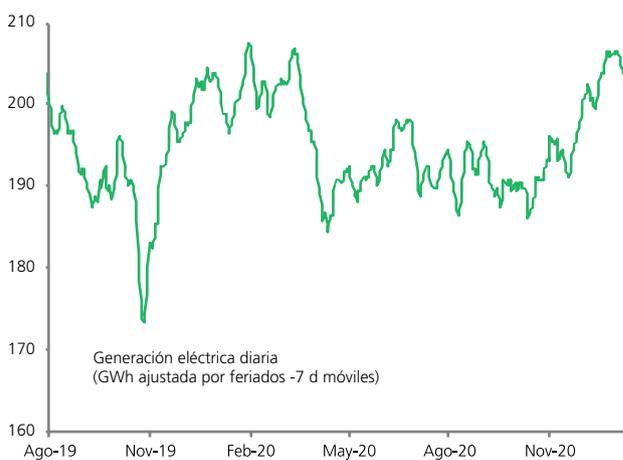
forma rápida. Sin embargo, los desafíos logísticos de las vacunas contra el Covid-19 pueden ser más complejos (mayores exigencias en cuanto a su conservación, número de dosis requeridas, registro de paciente, etc.). Con todo, una vez que exista un número suficiente de ellas se podrá avanzar de manera relativamente rápida en dar cobertura a la población objetivo. En un escenario favorable, esto podría ocurrir recién hacia fines del segundo trimestre. Si eso se materializa, en la segunda parte del año observaremos tasas de expansión elevadas.

Después de un proceso de desconfinamiento, se han reimpuesto restricciones



Fuente: Ministerio de Salud y Santander

La generación eléctrica muestra baja de la actividad en enero

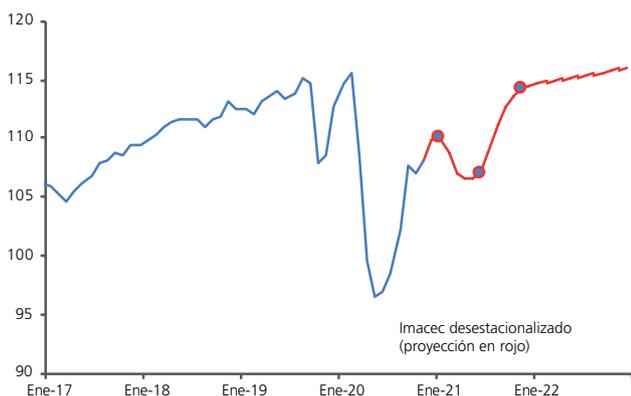


Fuente: Coordinador Eléctrico Nacional y Santander

La evolución del consumo estará condicionada no solo por el distanciamiento físico, sino también por la situación laboral y por la ayuda que pueda brindar el Gobierno. Dado que los sectores intensivos en trabajo -como servicios y construcción- seguirán operando a un ritmo lento, el empleo puede demorar bastante en su recuperación. De ahí que, en el escenario más probable, serán necesarios nuevos planes de apoyo a las familias. En el caso de la inversión, las medidas de confinamiento incidirán en la capacidad de materializar una serie de iniciativas. El sector externo, en tanto, seguirá favorecido por el dinamismo que han mostrado las economías asiáticas -principalmente China- y la recuperación de los países avanzados, una vez que se logre la inmunidad de manada.

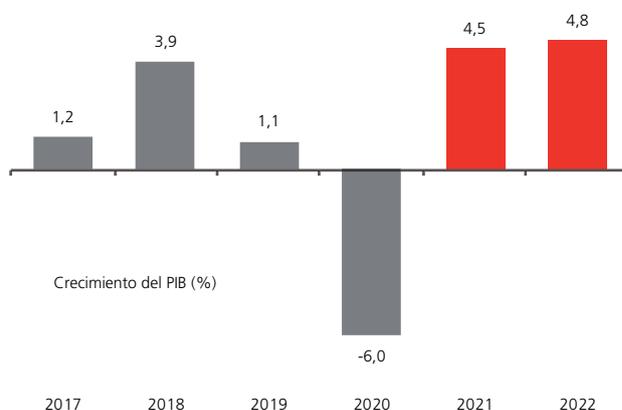
Con estos elementos, en nuestro escenario más probable, estimamos que la economía tendrá una expansión de 4,5%, con un primer trimestre con cifras aún negativas. En 2022 seguiremos viendo cifras de crecimiento relativamente elevadas, entre 4,5% y 5%, favorecidas por las bajas bases de comparación.

Nuestro escenario base considera una caída de la actividad en los primeros meses de 2021



Fuente: BCCCh y Santander

Con lo que el crecimiento del año alcanza 4,5%



Fuente: BCCCh y Santander

Los riesgos de nuestro escenario están sesgados a la baja. En primer término, está la evolución de la pandemia y el proceso de inoculación. La aparición de nuevas cepas, más agresivas, podría obligar a tomar medidas de confinamiento más drásticas en la primera parte del año. A su vez, el proceso de vacunación, tanto en Chile como en el mundo, podría ser más lento, lo que retrasaría una recuperación más sostenida.

En el caso del escenario político interno -dominado por el proceso constituyente y la elección presidencial- no es claro. Por otro lado, está el escenario político interno, dominado por el proceso constituyente y la elección parlamentaria y presidencial a finales de año. En el caso de la elección de constituyentes, se inscribieron cerca de 70 listas a lo largo del país, con más de 2.000 candidaturas, una gran número de ellas independientes. Como resultado de lo anterior, la Convención Constituyente será altamente fragmentada, sin una fuerza política con una hegemonía clara. Por lo mismo, el proceso deliberativo será áspero y tensionado y es posible que se exacerbén las posiciones más extremas. Ello introducirá cuotas de incertidumbre importantes. Sin embargo, esto más que afectar la actividad este año podría incidir en las decisiones de inversión a partir de 2022.

Recuadro 2: Proyecciones sectoriales

A raíz de la pandemia, los sectores más afectados fueron los que requieren de mayor contacto entre personas. Es así como servicios personales, restaurantes y hoteles, construcción y transporte tuvieron contracciones de más de dos dígitos. El comercio tuvo una menor caída debido a la adaptación de las redes logísticas y las fuertes inyecciones de liquidez que recibieron los hogares. Por otro lado, hubo actividades que mostraron resiliencia. Destaca el caso de la minería, que logró crecer en el año, favorecida por los altos precios del cobre y una baja base de comparación, y otros sectores exportadores apuntalados por el dinamismo de la demanda proveniente de Asia.

Hacia delante, en la primera parte del año veremos una nueva contracción y durante el segundo trimestre, las bajas bases de comparación ayudarán a tener tasas de crecimiento más elevadas. Algunos sectores se recuperarán más rápido, pero varios no lograrán llegar a sus niveles previos a la pandemia sino hasta entrado el 2022. Este será el caso de una serie de servicios y del sector transporte. Los servicios personales dependen de modo muy estrecho de las medidas de prevención que tomen las autoridades. Dentro de estos, destaca la educación y la posibilidad de desarrollar clases presenciales. En cuanto a la salud, conforme la pandemia lo permita, se irán retomando las atenciones no relacionadas al Covid-19. En el caso del comercio, la alta base de comparación de la segunda parte del 2020 hará que su crecimiento este año sea acotado. Lo mismo en el caso de la industria manufacturera, en especial aquellas ramas que son proveedoras del comercio. La minería tendrá una expansión moderada. Si bien los altos precios le darán un impulso, el lento avance de proyectos estructurales y las bajas leyes del mineral atentarán contra un despliegue más intenso. Las actividades vinculadas a la inversión –construcción y servicios empresariales– se moverán por efecto rebote, pero un impulso más definitivo requiere que se vayan despejando algunas de las incertidumbres que se han instalado en el país.

Tabla 4. PIB por sector de actividad (variación % a/a)

	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Agropecuario y silvícola	-2,1	-4,1	1,2	5,4
Pesca	1,3	-3,2	2,0	2,8
Minería	-2,3	1,8	-0,2	0,7
Industria manufacturera	0,6	-3,5	2,6	2,2
Electricidad, gas y agua	-0,8	1,0	2,7	0,7
Construcción	4,9	-17,2	2,7	14,8
Comercio	-0,3	-2,7	2,7	3,1
Restaurantes y hoteles	1,6	-32,4	8,7	23,4
Transporte	2,1	-20,9	3,6	16,3
Comunicaciones	1,3	0,8	3,7	2,1
Servicios financieros	6,0	3,0	4,0	2,1
Servicios empresariales	2,7	-4,0	4,5	1,1
Servicios de vivienda	2,3	-1,4	4,1	2,8
Servicios personales	-0,3	-15,0	12,8	10,1
Administración pública	2,5	3,3	3,2	1,7
Producto Interno Bruto	1,1	-6,0	4,5	4,8

e: estimado; p: proyectado

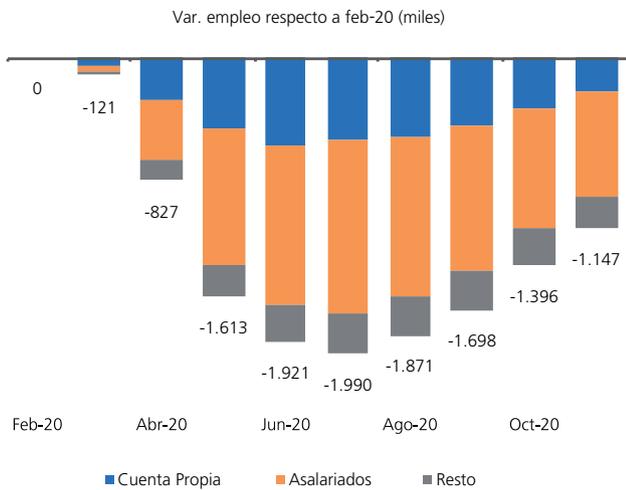
Fuente: BCCCh y Santander

Mercado laboral sufre por partida doble

La contracción de la actividad, principalmente de aquellos sectores más intensivos en mano de obra, significó un fuerte deterioro del mercado laboral. Entre febrero y junio se perdieron cerca de dos millones de puestos de trabajo -principalmente asalariados-, con lo que el empleo tuvo una caída de más de 20% respecto del año previo. La contracción pudo haber sido mayor de no mediar el programa de protección, que permitió a más de 600 mil trabajadores conservar la relación laboral con sus empleadores, estando ausentes de sus trabajos.

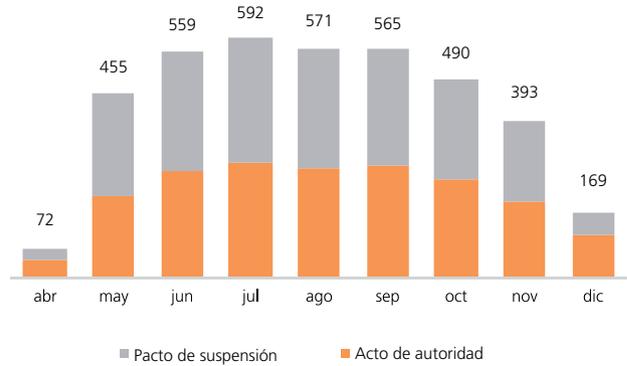
La tasa de desempleo subió de manera significativa, pero menos de lo esperado, considerando la fuerte caída del empleo. Esto se debió a la abrupta contracción de la fuerza de trabajo, por el desaliento ante la dificultad obvia de buscar empleos en el contexto de la pandemia.

Empleo sigue aún muy castigado



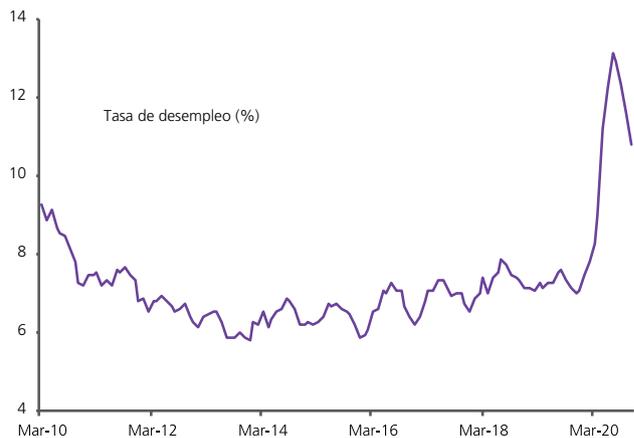
Casi 600 mil personas se acogieron al programa de protección al empleo

Personas que recibieron pago por Ley Protección empleo (miles)

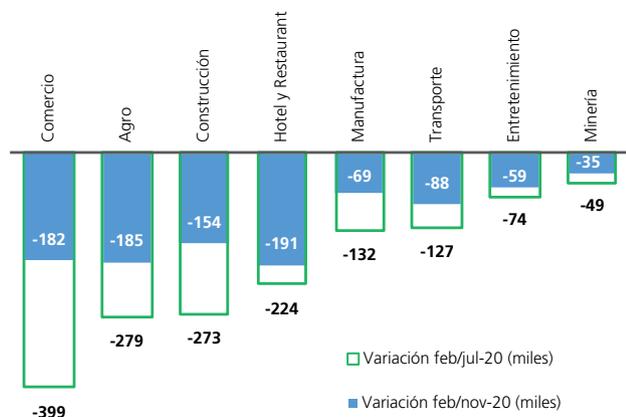


Como era de esperar, los sectores más afectados fueron aquellos cuyas actividades se vieron restringidas por las medidas sanitarias y aquellos donde la interacción física es más intensa. De los casi 2 millones de empleos perdidos a julio, 900 mil corresponden a los sectores comercio, construcción, y alojamiento y restaurantes. Otros sectores que sufrieron contracciones importantes -aunque con menor incidencia en el empleo total- fueron el servicio doméstico, transporte y las actividades artísticas y recreativas.

Menor participación laboral evitó un alza más sustantiva en el desempleo



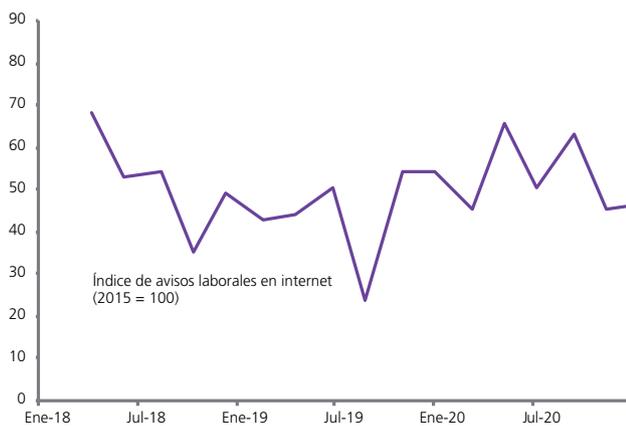
Sectores más afectados fueron aquellos donde el trabajo es más intensivo



Fuente: INE y Santander

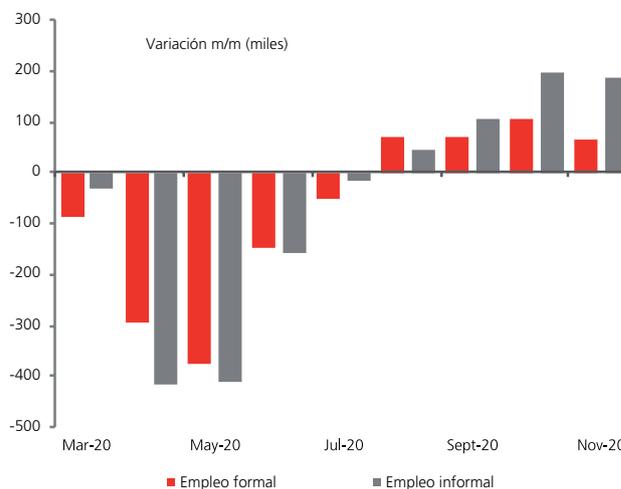
Hacia finales del tercer trimestre, con el inicio del proceso de recuperación de la actividad, el mercado laboral comenzó a recobrase. Las vacantes subieron de manera sustantiva y se crearon empleos, aunque la mayoría de carácter informal. Sin embargo, este proceso ha sido lento y hacia fines de año aún había cerca de 1 millón menos de personas ocupadas que antes de la pandemia. Además, se observó un cierto estancamiento en la punta y es posible que con las nuevas medidas de confinamiento haya un retroceso en la primera parte de este año.

Vacantes han subido, pero no lo suficiente como para recuperar completamente el empleo



Fuente: BCCh y Santander

Creación de nuevos puestos de trabajo ha sido principalmente de informales



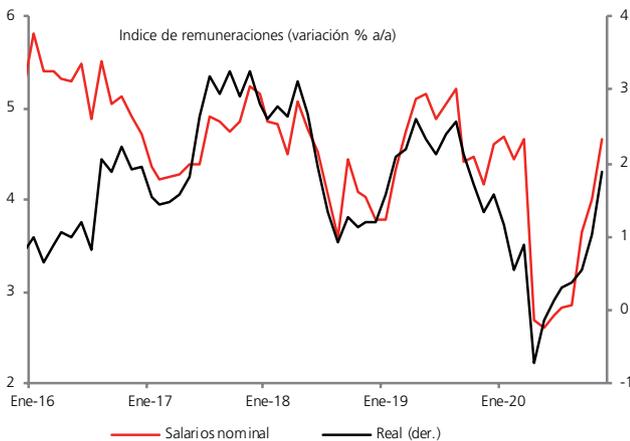
Fuente: INE y Santander

En este contexto, los salarios -que sufrieron una caída importante en abril- subieron durante la segunda mitad del año y en noviembre registraron una expansión interanual de casi 5%. Cabe destacar, sin embargo, que este indicador se construye en base a las nóminas de remuneraciones de las empresas, por lo que no captura el impacto de la pandemia en el sector informal ni en aquellos que trabajan por cuenta propia.

Hacia adelante, la recuperación del empleo enfrentará un doble desafío. Por una parte, está la pandemia misma y su impacto en la creación de puestos de trabajo. Para contrarrestar esta situación, el Gobierno lanzó un subsidio al empleo que busca incentivar el regreso de trabajadores con contrato suspendido y que las empresas contraten nuevos trabajadores, financiando para ello parte de las remuneraciones por hasta seis meses. El programa, lanzado en septiembre, comprometía recursos por US\$ 2.000 millones y buscaba crear hasta 1 millón de empleos. Sin embargo, hasta mediados de enero las postulaciones alcanzaban solo 366 mil personas. En el mediano plazo, el mayor desafío será la adaptación al acelerado proceso de transformación tecnológica y automatización, que mermará la creación de empleos

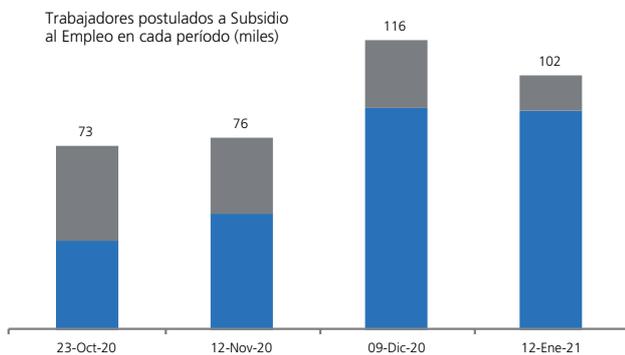
en algunos sectores. Así, es posible que transitemos por un periodo donde el desempleo se mantenga relativamente elevado. En ese contexto, será clave el despegue de la inversión como vía de absorción de mano de obra.

Después de caer fuertemente, salarios muestran una recuperación



Fuente: INE y Santander

Programa de subsidio al empleo ha tenido una demanda moderada

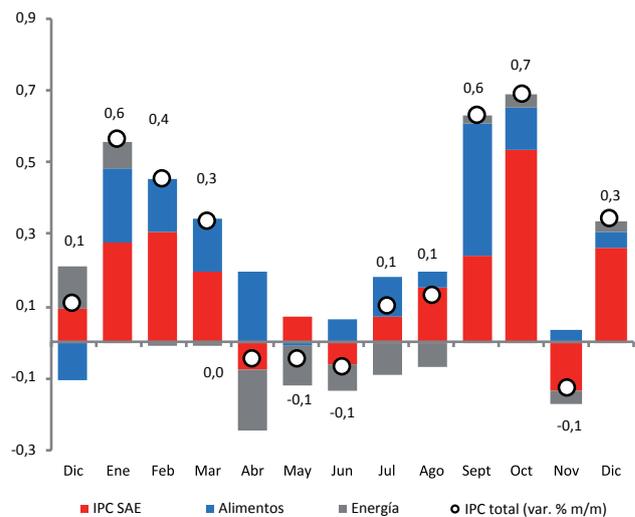


Fuente: Santander en base a información de prensa del Ministerio de Hacienda

A pesar de la aceleración reciente, la inflación se mantendrá baja

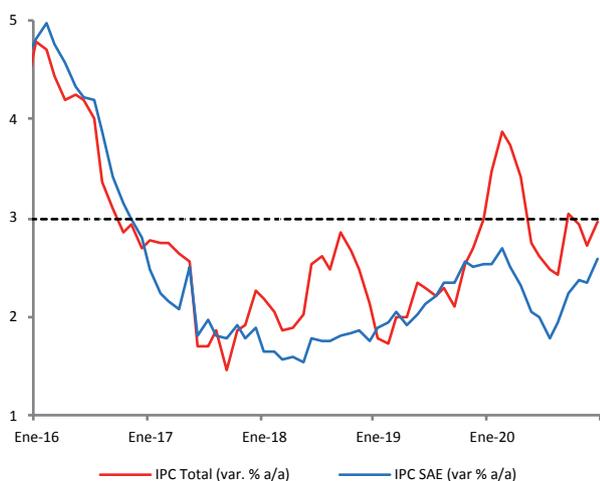
El año estuvo marcado por una fuerte volatilidad en la inflación. Al comienzo, hubo una importante aceleración en los precios debido a la depreciación cambiaria de fines de 2019. Luego, la caída en la actividad y el aumento en el desempleo hicieron que la inflación retrocediera de manera rápida. En esto también influyó que muchos precios no fueran medidos a través de encuestas y fuesen imputados por el INE. En la última parte del año, el incremento del consumo por las inyecciones de liquidez recibida por los hogares aceleró nuevamente los precios, con lo que la inflación, por segundo año consecutivo, cerró en la meta del 3,0%. La inflación subyacente, por su parte, cerró más abajo en 2,5%.

Inflación se aceleró en los últimos meses del año por factores transitorios



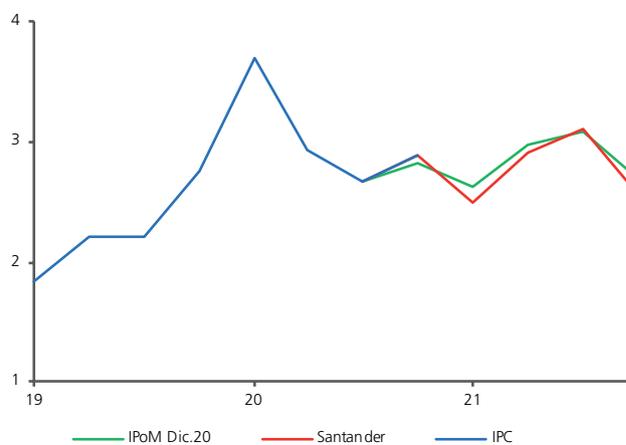
Fuente: INE y Santander

El año volvió a cerrar en la meta de 3%



Fuente: INE y Santander

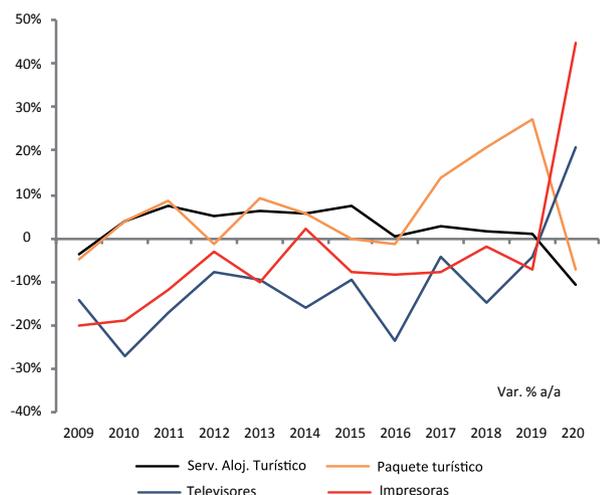
Hacia delante, las presiones inflacionarias se mantendrán acotadas



Fuente: BCCh y Santander

A lo largo del año, el IPC mostró cambios relevantes respecto a los patrones históricos recientes. Por el lado alcista destacaron los incrementos en alimentos, los mayores desde 2014, impulsados por un alza récord en el precio de la carne e importantes aumentos en los valores de las verduras debido a condiciones climáticas. También hubo incrementos históricos en artículos necesarios para el teletrabajo y las clases online y en otros bienes durables para el hogar, sobre todo luego del retiro de fondos de pensiones (refrigeradores 12%, automóviles nuevos 7% y televisores 21%).

Precios de los servicios cayeron, pero los de algunos bienes durables se incrementaron con fuerza



Fuente: INE y Santander

Con todo, hubo precios que permanecieron sin variaciones durante varios meses, sobre todo en el caso de una serie de servicios que dejaron de ser prestados o que tuvieron una baja muy relevante en sus niveles de funcionamiento a causa de la pandemia. Dentro de estos, destaca una serie de actividades relacionadas con recreación y cultura. Hubo otros que tuvieron caídas históricas, como el caso de las tarifas de hoteles.

Hacia delante, la inflación se mantendrá relativamente acotada debido a la dinámica de la actividad económica y por la reciente apreciación de la moneda, que pondrá presión a la baja en una serie de precios. También influirá el hecho de que una serie de tarifas en servicios de alta incidencia en el IPC, como electricidad y transporte público, seguirán congeladas. Con ello, proyectamos que la inflación cerrará este año por debajo de la meta, en torno a 2,5%. En 2022, conforme la actividad se recupere a niveles previos a la pandemia, habrá mayor presión sobre los precios y la inflación se ubicará más cerca de la meta.

Inyecciones de liquidez y programa de garantías le dan sustento al crédito

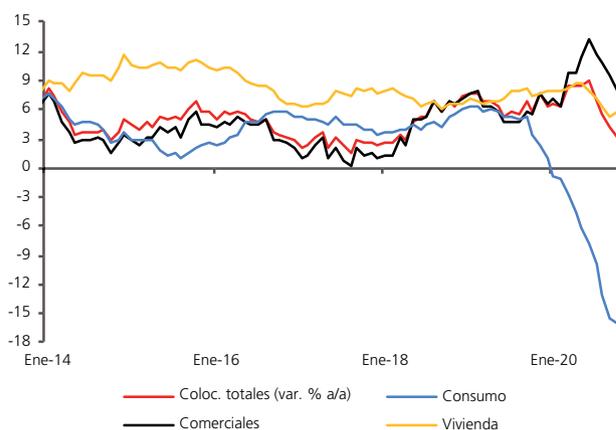
Las colocaciones comerciales jugaron un importante papel contracíclico durante 2020. Con el inicio de la pandemia hubo una elevada demanda por créditos de parte de las empresas, que buscaron contar con liquidez ante la mayor incertidumbre. Posteriormente, el programa de garantías estatales Fogape resultó fundamental para sostener los préstamos una vez que se hizo evidente el fuerte aumento del riesgo. Con ello, el crédito comercial llegó a crecer más de 13% en junio, lo que permitió a las empresas mantener cierta liquidez ante la caída en sus flujos de caja. En la segunda parte del año, junto con el proceso de recuperación, se observó un menor dinamismo en las colocaciones y su ritmo de expansión volvió a niveles previos a la crisis sanitaria.

Los créditos de consumo, por su parte, acentuaron la baja que se venía observando desde fines de 2019, tras el estallido social, y cerraron el año con un retroceso de más de 15%. El menor gasto de los hogares por la pandemia y el retiro adelantado de fondos de pensiones, en el segundo semestre, explicaron en gran medida el comportamiento de este segmento. Las colocaciones hipotecarias, en tanto, mantuvieron un ritmo de expansión relativamente estable hasta la segunda parte del año y luego se desaceleraron moderadamente.

Este año las colocaciones tendrán un ritmo de crecimiento moderado. En el caso de las comerciales, durante los primeros meses seguirá habiendo una demanda relevante para compensar los menores flujos de venta. Luego, una vez que la inversión retome su dinamismo, las empresas buscarán financiamiento para sus proyectos. El alto grado de apalancamiento de las firmas –que a septiembre de 2020 alcanzó 134% del PIB, de acuerdo al último Informe de Estabilidad Financiera del BCCh– podría ser un factor de freno. También el hecho de que, luego de un periodo prolongado funcionando por debajo de su capacidad, la posibilidad de generar ingresos se haya resentido. Considerando esto, el programa Fogape 2.0 será importante para que la liquidez siga fluyendo.

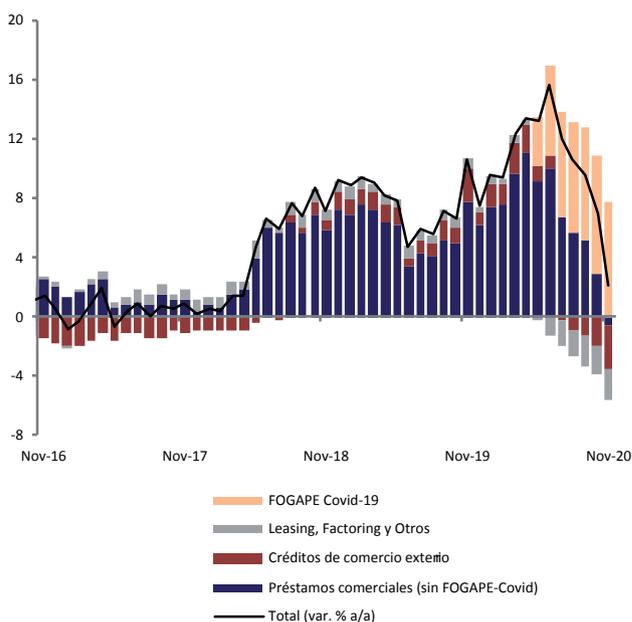
En el caso de las colocaciones de consumo, luego de más de un año de contracción, existe espacio para que puedan empezar a recuperarse, lo que dependerá de la evolución del mercado laboral y de que la regulación no introduzca factores de riesgo adicionales.

Colocaciones comerciales han tenido comportamiento contracíclico



Fuente: BCCh y Santander

Programa Fogape contribuyó a que el crédito siguiera fluyendo



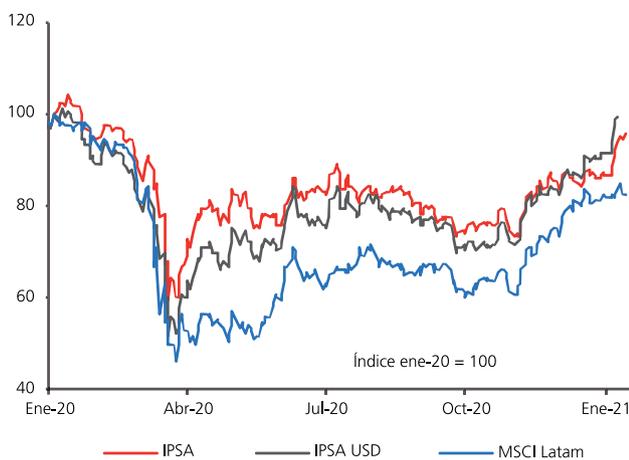
Fuente: CMF y Santander

Precios financieros locales presentaron rendimientos dispares

Al igual que en la mayoría de los mercados, la bolsa local sufrió una estrepitosa caída en marzo, cuando el Covid-19 se diseminó por el mundo. El retroceso fue menos intenso que en otros mercados emergentes debido, en parte, a que los precios locales venían castigados tras el estallido social. También contribuyó la rápida reacción del Banco Central, que redujo de manera agresiva la tasa de política monetaria, y el hecho de que el país estuviese mejor preparado desde el punto de vista sanitario que otras economías emergentes.

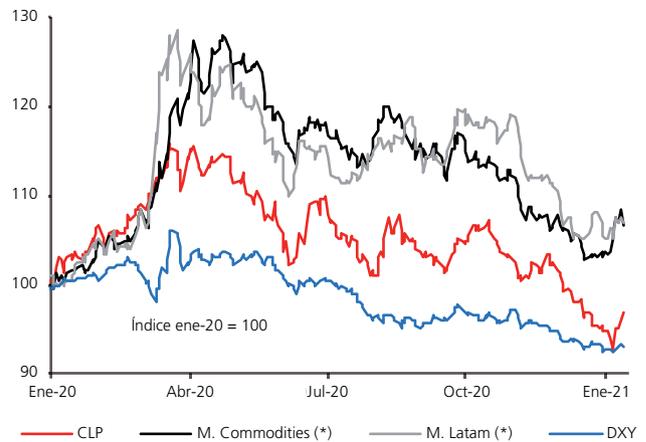
Hacia fines de abril, con las fuertes inyecciones de liquidez por parte de los principales bancos centrales, se comenzó a observar una recuperación tanto de los mercados globales como de la bolsa local. A mediados de año, luego de la aprobación del primer retiro anticipado de fondos de pensiones, el valor de los activos volvió a retroceder, pero en la última parte del año retomó su senda ascendente apalancado del optimismo general. Con todo, el IPSA cerró el año con una caída anual en torno al 10%, un desempeño algo mejor que el de otras bolsas latinoamericanas.

El IPSA cerró el año al alza, pero con un retroceso de más de 10% respecto del año previo



Fuente: Bloomberg y Santander

A diferencia de otras monedas comparables, el peso se apreció

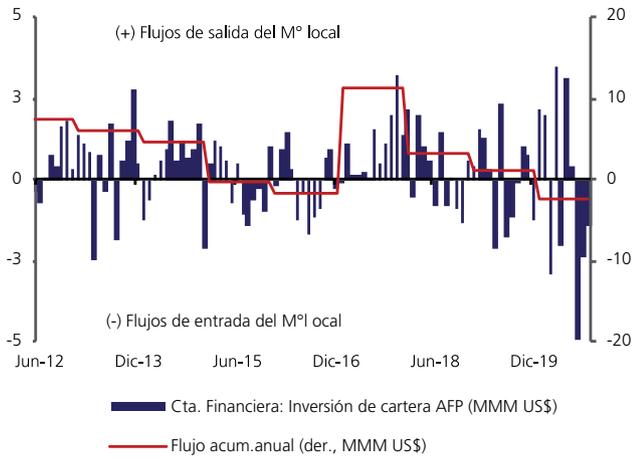


Nota (*): M. Latam corresponde a las paridades de México, Brasil, Colombia y Perú ponderadas por PIB a Paridad de Poder de Compra. M. commodities corresponden a las paridades de Nueva Zelanda, Canadá, Sudáfrica y Australia ponderadas por PIB a Paridad de Poder de Compra.

Fuente: Bloomberg y Santander

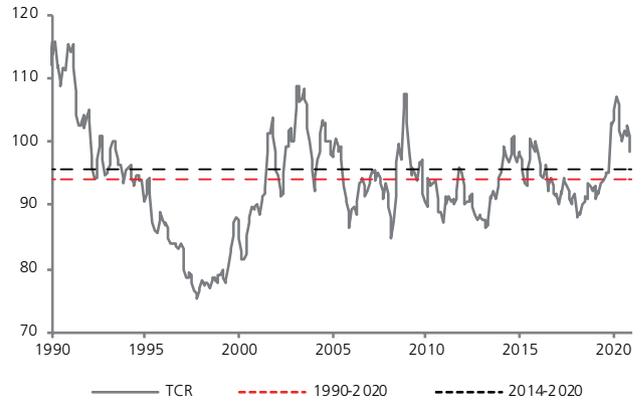
El tipo de cambio inició 2020 en niveles cercanos a \$750 pero, con la caída de los precios de los activos en marzo, se depreció más de 14% y llegó a ubicarse sobre \$860 a comienzos de abril. Esto se dio en un contexto de fuerte deterioro en las expectativas económicas y alta incertidumbre, donde el cobre cayó más de 20% y el dólar se convirtió en refugio de valor a nivel global. A partir de mayo, aunque con fluctuaciones, el peso comenzó a ganar terreno de la mano de una fuerte recuperación del cobre y de la apreciación global del dólar. En el segundo semestre esta tendencia se acentuó por la liquidación de activos externos por parte de los fondos de pensiones—más de US\$ 8.500 millones entre agosto y octubre—, las apuestas a favor del peso por parte de inversionistas extranjeros y las subastas de dólares que comenzó a realizar con mayor intensidad el Ministerio de Hacienda.

Flujos de fondos de pensiones han contribuido a la volatilidad de la moneda



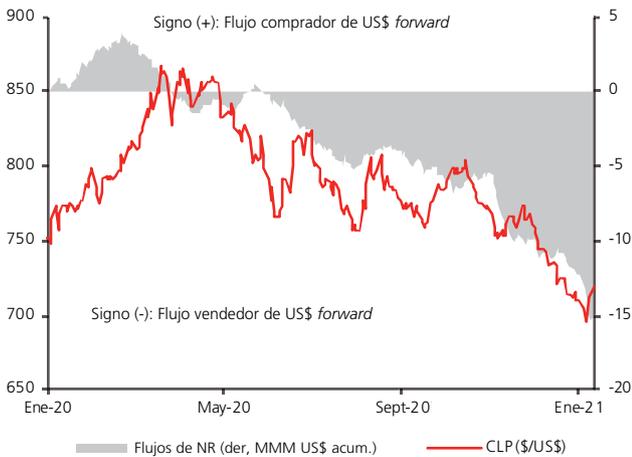
Fuente: BCCh y Santander

Tipo de cambio real se ubica algo por sobre sus promedios históricos



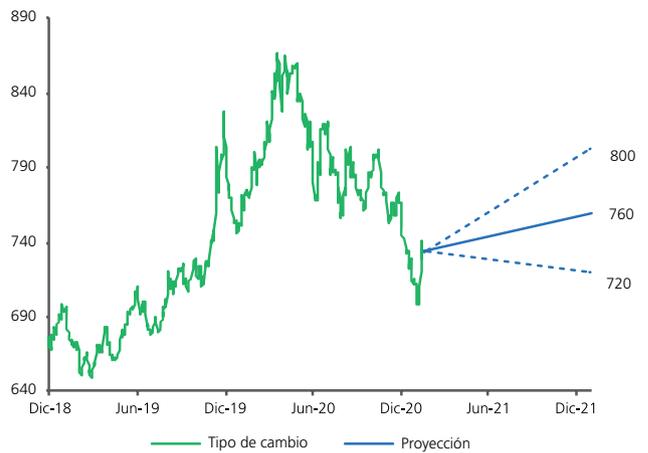
Fuente: BCCh y Santander

Desde mediados de año, apuestas de inversionistas extranjeros acentuaron apreciación cambiaria



Fuente: BCCh y Santander

Proyectamos una moderada depreciación de la moneda desde sus niveles actuales



Fuente: Bloomberg y Santander

En términos reales, el tipo de cambio alcanzó en abril su valor máximo desde 2008, casi 13% por sobre su promedio histórico. En la segunda parte, junto con la apreciación nominal, el tipo de cambio real descendió, pero aun así se mantuvo por sobre sus promedios, reflejando la debilidad de la economía y ciertas primas por riesgo.

Los movimientos futuros del tipo de cambio dependerán, principalmente, de las condiciones sanitarias en Chile y el mundo, de la evolución global del dólar, del precio del cobre y de la situación política interna. Respecto de la moneda norteamericana, los fundamentos que explican su debilidad relativa seguirán presentes. Es altamente probable que la Fed siga inyectando liquidez y que el elevado déficit público de EE.UU. vuelva a aumentar de la mano de nuevos paquetes de estímulo. Por otra parte, estimamos que el precio del cobre debiese retroceder

hacia valores más coherentes con su nivel de largo plazo, y promediar el año en torno a US\$3,4 la libra. Si bien no esperamos interrupciones relevantes en el escenario político, la seguidilla de elecciones durante el año podría polarizar los discursos públicos, introduciendo elementos de incertidumbre en medio de la discusión constitucional. Bajo estas condiciones, estimamos que, en el escenario más probable, el tipo de cambio debiese tener una moderada depreciación y cerrar el año en torno a \$760. Un escenario alternativo, con un precio del cobre que escala hasta US\$ 3,8 la libra y un dólar que se vuelve a depreciar en torno a 3% a nivel internacional haría que el tipo de cambio cierre en \$720. Por otra parte, si el precio del cobre se va a US\$ 3 la libra y el dólar se aprecia en torno a 2%, estimamos que el tipo de cambio cerraría el año en torno a \$800.

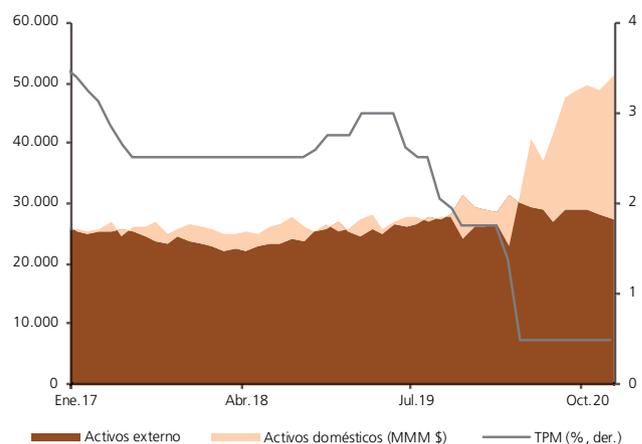
Rápida respuesta del Banco Central ayudó a contener impactos de la pandemia

A comienzos de marzo el instituto emisor advirtió los riesgos que se avecinaban y, en la reunión de política monetaria extraordinaria celebrada a mitad de mes, recortó agresivamente la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 75pb. Luego, en la reunión ordinaria a fines de ese mes, el Consejo volvió a bajar la tasa en 50pb, para ubicarla en su mínimo técnico de 0,5%, y apuntó a que la mantendría en este nivel durante un periodo prolongado. En esa misma oportunidad, anunció una serie de medidas no convencionales para inyectar mayor liquidez al mercado y facilitar el canal de crédito. Dentro de estas medidas destacaron la Facilidad Condicional al Incremento de las colocaciones (FCIC) y la Línea de Crédito de Liquidez (LCL), donde los bancos pudieron acceder a financiamiento a muy bajo costo a mediano plazo. Además, se ampliaron los colaterales elegibles para las operaciones de liquidez habituales, incluyendo bonos corporativos y se implementó un programa de compra de bonos bancarios.

Estas medidas llevaron a una inédita expansión de la hoja de balance del Banco Central, cuyos activos pasaron de representar 15% del PIB a más del 25% del PIB a fines

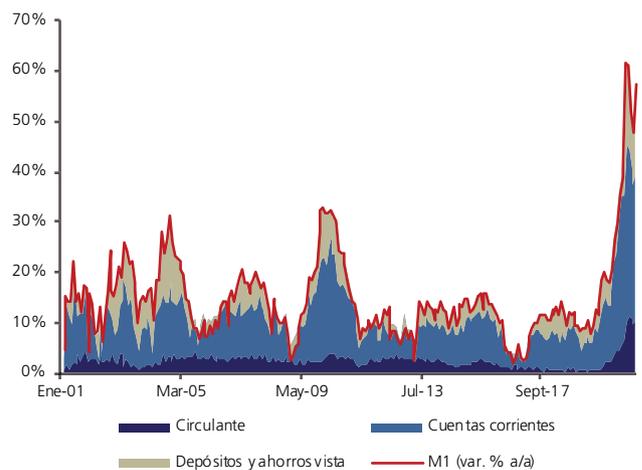
de año. Esto, por su parte, amplió considerablemente la liquidez y permitió mantener bajo el costo de financiamiento del crédito. En el caso de la línea FCIC, además, su propio diseño apuntó a la expansión de las colocaciones, con énfasis en las empresas de menor tamaño y permitió apalancar el programa de garantías Fogape que lanzó el Gobierno a mitad de año. La primera versión del FCIC fue ocupada en su totalidad, mientras que de la segunda se ha utilizado algo menos del 35% de los US\$ 16.000 millones dispuestos por la autoridad.

El BCCh ha expandido fuertemente su hoja de balance



Fuente: BCCh y Santander

La tasa de crecimiento del dinero se ha multiplicado por tres



Fuente: BCCh y Santander

En respuesta a las medidas de política monetaria, las tasas del mercado de renta fija se ajustaron rápidamente a la baja, principalmente en la primera parte del año. Con ello, las tasas largas nominales se ubicaron en sus niveles mínimos y las reales se transaron en terreno negativo. Particularmente abrupto fue el ajuste de las tasas en UF a 5 años, que llegaron a cotizarse en torno a -1,5%. En la segunda parte del año, luego de la aceleración de la inflación, las tasas nominales tendieron a subir. Con todo, cerraron, en promedio, cerca de 100 pb por debajo de su valor del año previo.

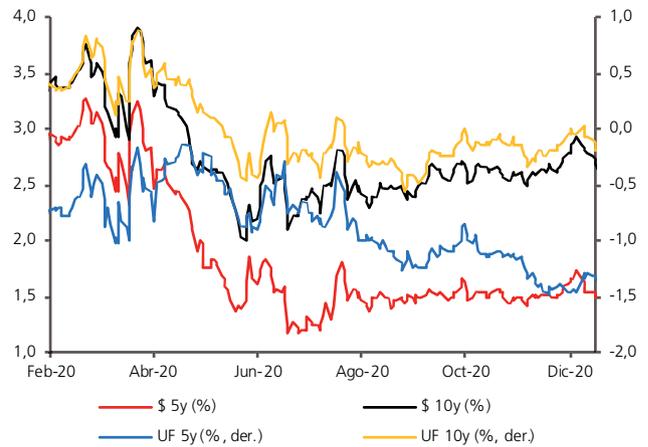
En tanto, los spreads corporativos -que ya se habían ajustado por el estallido social- volvieron a subir durante el primer trimestre del año pasado con la agudización de la pandemia, reflejando el mayor riesgo. Sin embargo, el programa de compra de bonos bancarios del Banco Central ayudó a descomprimir bastante estos premios, aun cuando cerraron por sobre niveles históricos.

Hacia delante, tal como ha reiterado el Consejo, el impulso monetario se mantendrá por un tiempo prolongado y las medidas no convencionales continuarán vigentes. Proyectamos que la TPM seguirá en 0,5% hasta por lo menos la segunda mitad de 2022 y luego, conforme la economía recupere los niveles previos a la pandemia, comenzaría un gradual proceso de normalización. Por su parte, no son descartables nuevas medidas de estímulo cuantitativo. Con la aprobación del Fogape 2.0, el Banco Central podría activar una nueva versión de FCIC. La aprobación de la reforma constitucional que permite al ente emisor comprar bonos del fisco es otra herramienta disponible para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados financieros. Sin embargo, vemos poco probable que el Consejo la utilice durante este año. Con ello, las tasas de largo plazo debieran mantenerse bajas, aun cuando podrían subir algo conforme se reafirme la recuperación una vez que avance el proceso de vacunación.

Durante la primera quincena de enero, el ente emisor anunció un programa de acumulación de reservas internacionales por US\$ 12.000 millones en un plazo de 15 meses, con compras por US\$ 40 millones diarios.

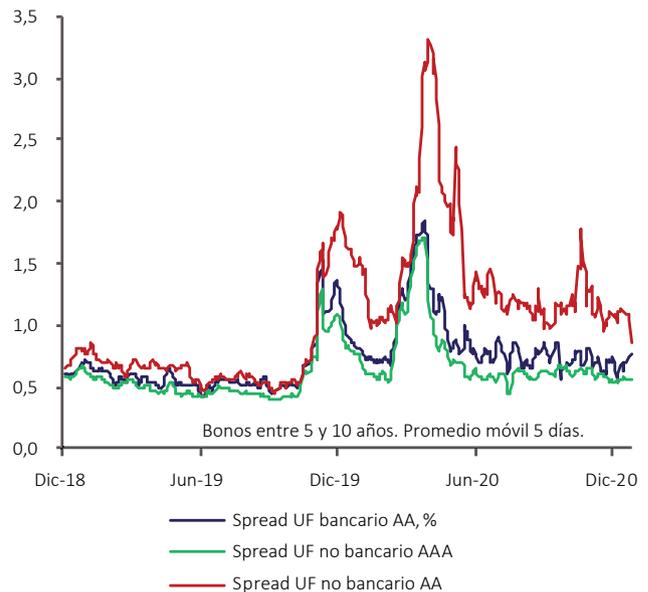
Esta iniciativa pretende aumentar el nivel de reservas a 18% del PIB desde 13,4% en septiembre de 2019. Así, esta nueva compra de dólares es de carácter precautorio dado el escenario de mayor riesgo que enfrenta la economía local tras el estallido social y la pandemia.

Las tasas de Gobierno se ajustaron fuertemente a la baja



Fuente: BCCCh, Riskamerica y Santander

Intervenciones del Banco Central permitieron acotar los spreads



Fuente: Riskamerica y Santander

Inédito impulso fiscal de 2020 se mantendrá este año

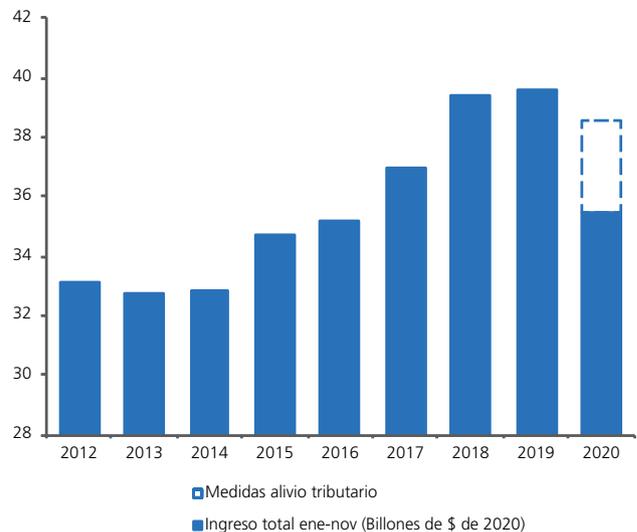
Durante los primeros meses de la pandemia, el gobierno se concentró en apuntalar la liquidez de empresas y hogares a través de medidas de alivio tributario. Dentro de ellas, destacaron la suspensión de los Pagos Provisionales Mensuales (PPM), y la postergación del pago del IVA y de los impuestos territoriales entre abril y septiembre. Luego, hacia fines de mayo, se comenzó a entregar el Ingreso Familiar de Emergencia —que al cierre de 2020 acumulaba pagos por casi US\$ 3.600 millones— y entre agosto y septiembre se materializó el bono a la clase media, con US\$ 1.000 millones adicionales. Estas transferencias se reflejaron en un fuerte aumento del gasto corriente, que estimamos tuvo una expansión de más de 12% en el año.

La inversión pública, por su parte, tuvo una ejecución lenta, afectada por las dificultades en la materialización de proyectos. Por ello, el gasto en capital tuvo una contracción de más de 10%, según nuestras estimaciones. Con todo, el gasto total habría cerrado con una expansión cercana a 11%, la mayor desde la crisis financiera en 2009.

Por otra parte, los ingresos se vieron mermados por las postergaciones tributarias y por la contracción de la demanda agregada. En la segunda parte del año, los mayores precios del cobre y la recuperación parcial del consumo permitieron contener las caídas en la recaudación. Aun así, estimamos que los ingresos cerraron con una contracción de 10%. De esta manera, el déficit fiscal habría cerrado en algo más de 7,5% de PIB, su mayor registro en más de 40 años. La deuda bruta, en tanto, habría terminado en cerca de 32% del PIB

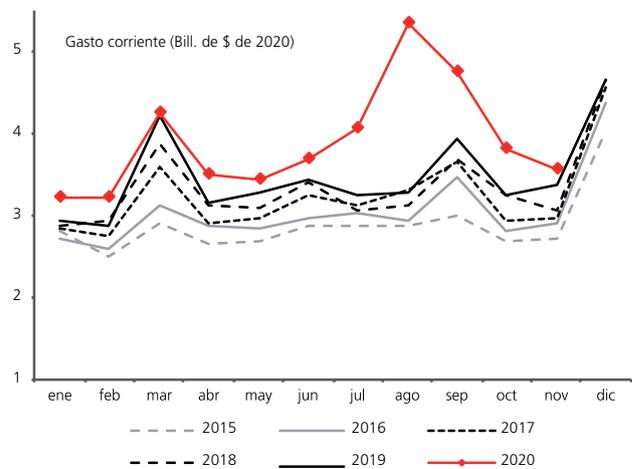
Si bien el déficit generado por las medidas de emergencia es el mayor de la historia reciente, no es especialmente alto al compararlo con lo ocurrido en economías avanzadas y otras latinoamericanas. En la misma línea, el aumento de la deuda bruta en Chile habría sido de los más bajos a nivel global, con lo que este indicador sigue siendo favorable en términos relativos.

Ingresos del fisco fueron afectados por débil actividad y las medidas de alivio tributario



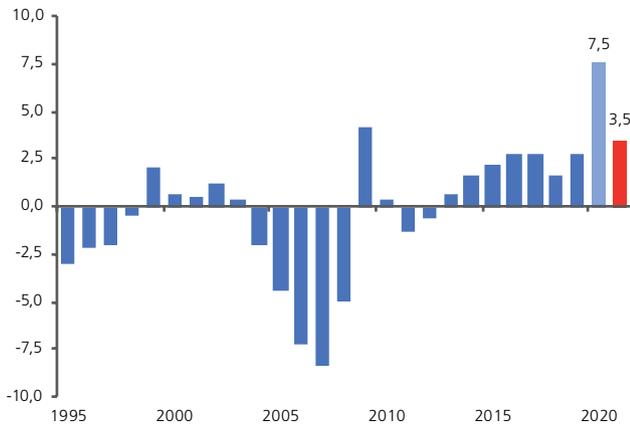
Fuente: Dipres y Santander

El gasto corriente tuvo una expansión histórica por las medidas de apoyo a las familias



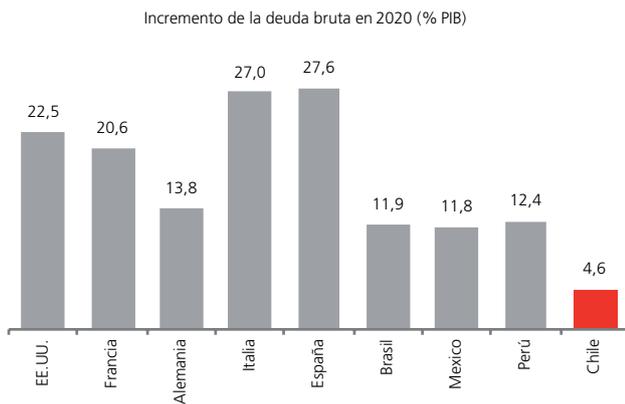
Fuente: Dipres y Santander

El déficit fiscal en Chile se habría ubicado en torno a 7,5% del PIB y retrocedería en 2021



Fuente: Dipres y Santander

Deuda bruta se incrementará menos que en otras economías



Nota: Cifra de Chile corresponden a estimación Santander en base a Dipres.

Fuente: FMI (Fiscal Monitor), Dipres y Santander

El Presupuesto aprobado para 2021 -basado en el “Acuerdo Covid por la Protección, la Reactivación y la Responsabilidad Fiscal”- considera la mantención del gasto en un nivel elevado, dando un importante énfasis al componente de capita. Por su parte, los ingresos debiesen tener un repunte significativo por la reversión de las medidas tributarias, el mayor crecimiento y un precio del cobre sustantivamente más elevado. De acuerdo con nuestras proyecciones, el precio del metal promediará cerca de US\$3,4 la libra, bastante por sobre el US\$2,9 contemplado en el presupuesto. Esto supondría una recaudación adicional más de US\$ 1.600 millones a la contemplada en el presupuesto (ver Recuadro 3). De esta manera, el déficit fiscal de este año se ubicará entre 3,5% y 4% de PIB, por debajo del 4,3% proyectado por la Dipres. Con todo, la deuda bruta seguirá escalando y sobrepasará el 35% de PIB al cierre del año.

En adelante, el principal desafío para la política fiscal será gestionar el gasto de mediano plazo, una vez que el impacto económico de la pandemia comience a disminuir. El acuerdo alcanzado entre Gobierno y Oposición para disponer de recursos excepcionales para enfrentar la crisis (hasta US\$ 12.000 millones) considera que parte importante del impulso fiscal es transitorio, por lo que a partir de 2022 podríamos ver una caída en el nivel de gasto. El espacio con el que contaba el fisco ha permitido dar una respuesta robusta a la crisis, sin presionar las primas por riesgo soberano. Por lo mismo, el desafío de largo plazo es recuperar espacio de maniobra para enfrentar futuras contingencias.

Recuadro 3: precio del cobre y recaudación fiscal

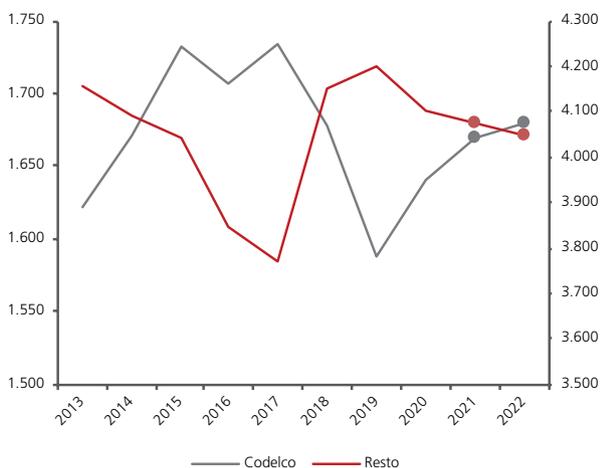
En las últimas semanas, el precio del cobre ha escalado a niveles no vistos en casi ocho años, superando los US\$3,6 por libra. Esto ha favorecido nuestras exportaciones y presionado el tipo de cambio, además de apuntalar la recaudación del Gobierno. De mantenerse en sus niveles actuales, los ingresos por cobre tendrán un impacto muy relevante en las arcas fiscales durante este año y el próximo.

En este recuadro evaluamos el impacto en la recaudación de distintos escenarios para el precio del metal. Para ello, utilizamos estimaciones de márgenes construidas a partir de información de costos de Cochilco y proyecciones de producción tanto de Codelco como de la minería privada. En los ejercicios no consideramos posibles ajustes endógenos del tipo de cambio o de costos a los distintos precios.

La recaudación teórica de Codelco en el año t ("cobre bruto") en dólares se estima a partir de la siguiente ecuación: $T_{Codelco,t} = \tau_{a,t} (P_{Cu,t} - C_{Cu,t}) X_{Codelco,t} + \tau_{b,t} P_{Cu,t} X_{Codelco,t}$, donde $P_{Cu,t}$ es el precio promedio del metal, $C_{Cu,t}$ son los costos (cash-cost C3), $X_{Codelco,t}$ es la producción física de cobre de la cuprífera en toneladas, $\tau_{a,t}$ es el impuesto a la renta que paga (40%), y $\tau_{b,t}$ es la tasa correspondiente a la Ley reservada del cobre. Esta tasa era del 10% hasta 2017 y luego pasó a ser 0%. Esta estimación teórica deja fuera los traspasos de utilidad que hace Codelco al Estado, los que se deciden cada año y no están sujetos a una regla estricta. Debido a lo dispersa de la información, asumimos que Codelco tiene el mismo costo promedio de la industria reportado por Cochilco.

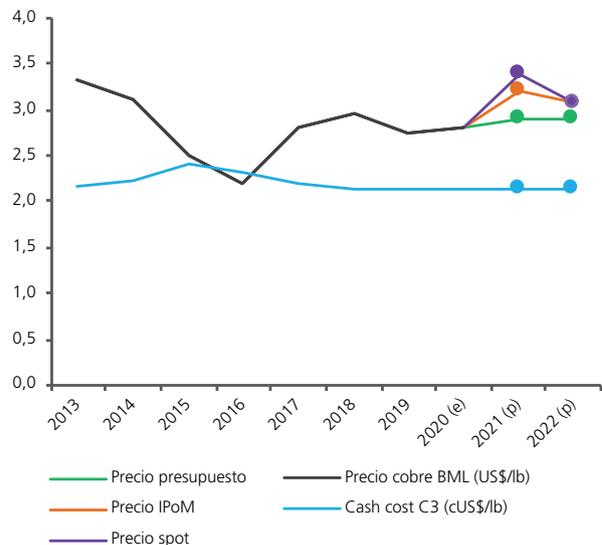
La recaudación de la minería privada se estima de manera similar, con la diferencia de que, en vez de usar el margen efectivo de cada año ($P_{Cu,t} - C_{Cu,t}$), se considera un promedio de dos años. Esto, debido a que la volatilidad de las utilidades hace difícil que los Pagos Provisionales Mensuales (PPM) del impuesto a la renta capturen de buena manera los pagos tributarios. Por ello, la operación renta juega un papel muy importante y esta se determina en función de la utilidad del año previo.

Producción física de cobre



Fuente: Cochilco y Santander

Precio del cobre y costos de producción



Fuente: Cochilco, BCCH y Santander

Para proyectar las cantidades se consideran las tendencias recientes en los volúmenes físicos. Así, en el caso de Codelco hay una gradual recuperación hacia los niveles de hace algunos años, fundamentado en el paulatino ingreso en operación de algunos de los nuevos proyectos estructurales. En tanto, para el sector privado, asumimos un cierto declive debido a menores leyes en algunos yacimientos. Con ello, la producción total se mantendría relativamente estable en los próximos dos años.

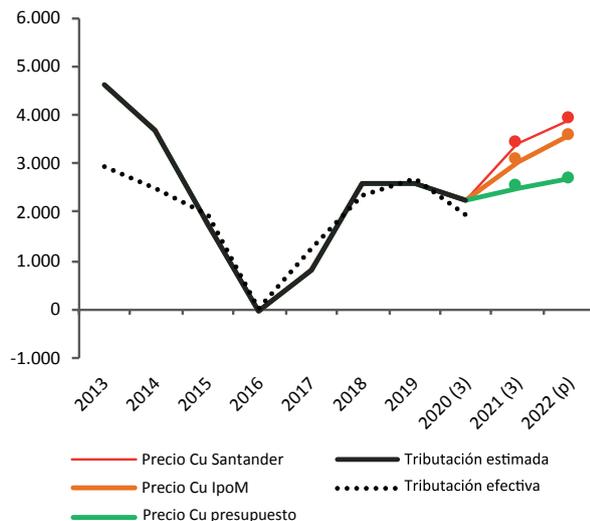
Para los costos, suponemos que estos continuarán sin mayores variaciones en torno a los últimos valores reportados por Cochilco de US\$2,2 por libra. Respecto del precio, consideramos tres escenarios. En el primero, tomamos el supuesto contemplado en la Ley de presupuestos (US\$2,9 para 2021). El segundo escenario asume el precio proyectado en el último IPoM (US\$/lb 3,2 para 2021 y US\$/lb 3,1 para 2022). Finalmente, consideramos nuestro escenario, donde el precio promedia US\$/lb 3,4 este año y luego desciende hasta US\$/lb 3,2 el próximo.

La recaudación tributaria total de la minería que se obtiene para los distintos escenarios muestra diferencias sustanciales. Así, por ejemplo, de mantenerse el precio actual del metal, la recaudación minera podría alcanzar cerca de US\$5.250 millones, mientras que de darse el supuesto contenido en el presupuesto, estimamos que ésta llegaría a solo US\$3.610 millones.

	MINERÍA PRIVADA			CODELCO			TOTAL		
	Pcu pres.	Pcu IPoM	Pcu Santander	Pcu pres.	Pcu IPoM	Pcu Santander	Pcu pres.	Pcu IPoM	Pcu Santander
2021	2500	3050	3410	1100	1545	1840	3610	4590	5250
2022	2675	3570	3925	1110	1410	1405	3785	4975	5330

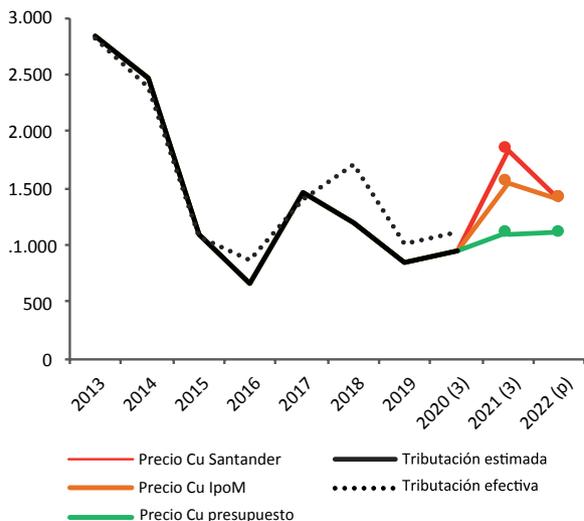
De acuerdo con nuestras estimaciones, el efecto marginal de un incremento de un centavo de dólar en el precio del cobre es de aproximadamente US\$ 50 millones. Sin embargo, dado que en el caso de la minería privada lo relevante es el precio promedio en dos años, para que se logre el incremento de US\$ 50 millones por centavo, el precio se tiene que mantener. El impacto en el primer año de aumento del precio es cercano a US\$ 30 millones por centavo. Este número es algo mayor a lo reportado por la Dipres (Recuadro 2, IFP 2019T2).

Recaudación efectiva y estimada minería privada



Fuente: Dipres, Cochilco, BCCh y Santander

Recaudación efectiva y estimada Codelco



Fuente: Dipres, Cochilco, BCCh y Santander

Principales medidas y acciones adoptadas para hacer frente al Covid-19

Hogares:

- Bono Covid -19 de \$ 50.000 por familiar a cargo para los que no tienen un empleo formal. Costo fiscal: US\$ 170 millones.
- Ingreso familiar de emergencia (IFE) de \$ 100.000 por persona durante seis meses para los hogares del 80% más vulnerables e IFE Covid
- Bono Covid Adicional, con transferencia a las personas del 60% más vulnerables que, según etapa de la comuna, oscila entre \$ 25.000 y \$ 100.000. Costo fiscal: US\$ 3.400 millones.
- Bono clase media de \$ 500.000. Adicionalmente, se estableció un programa de préstamos del Estado (a través de Tesorería) a cuatro años, por hasta \$ 1,95 millones. Costo fiscal: US\$ 1.700 millones.
- Garantías estatales para postergar cuotas hipotecarias por hasta 6 meses, para propiedades con avalúo inferior a 10.000 UF.
- Ley de protección del empleo (suspensión temporal de la relación laboral vigente hasta el 6 de marzo de 2021 o reducción de la jornada vigente hasta el 31 de diciembre de 2021).
- Subsidios al empleo: uno para la recontratación de trabajadores suspendidos y otro para nuevos contratos. Se financian parte de las remuneraciones por hasta seis meses. El programa, compromete recursos por US\$ 2.000 millones.
- Creación de un fondo solidario a municipios (US\$ 100 millones) para atender las emergencias sociales.

Empresas:

- Suspensión de los pagos provisionales del impuesto sobre la renta hasta septiembre y aplazamiento hasta julio del pago anual del impuesto sobre la renta para las PYMES.
- Aplazamiento del IVA y las contribuciones hasta septiembre de 2020. Reducción a 0% del impuesto de timbres y estampillas hasta septiembre de 2020.
- Medidas tributarias: (1) reducción de la tasa del impuesto de primera categoría a 10% y PPM para PYME hasta 2022; (2) depreciación instantánea de 100% hasta 2022 y (3) extensión a todo 2021 del pago del IVA a 90 días.
- US\$ 3.000 millones en garantías estatales para Fogape que permiten apalancar créditos hasta por US\$ 24.000 millones. Programa inicial permitía refinanciación con postergación de seis meses y tasa de TPM + 3% anual. Y el Fogape Recupera que amplía los usos a inversión y pago de deudas a una tasa de TPM + 7,2% anual.
- Dos ventanas para retiro anticipado de fondos de pensiones, con un mínimo de 35 UF, en caso de tener los fondos, y un máximo de 150 UF. Al cierre de este informe se han realizado pagos por US\$ 19.900 millones por el primer retiro y de US\$ 13.184 millones por el segundo.

Principales medidas y acciones adoptadas para hacer frente al Covid-19

Política Monetaria

- Reducción de la tasa de política monetaria (TPM) de 1,75% a 0,50%
- Extensión del programa de venta de divisas y repo hasta el 9 de enero de 2021 (antes fue mayo de 2020).
- Programa de compra de bonos bancarios por US\$ 8.000 millones a partir de marzo de 2020 y un programa especial de compra de activos por US\$ 8.000 millones que comenzó en junio de 2020, ambos vigentes.
- Facilidad de financiación condicional al incremento de las colocaciones (FCIC1-LCL y FCIC2) de hasta US\$ 40.000 millones abierta a los bancos durante 8 meses desde mediados de junio, con vencimientos hasta marzo de 2024, donde la cartera de préstamos de evaluación individual en los rangos de A1 a A3 es aceptada como garantía
- Suspensión temporal del cumplimiento de los requisitos de descalce de plazos vigente hasta el 15 de abril de 2021.
- Reforma constitucional que permite al BC comprar deuda del Tesoro en el mercado secundario
- Compra al Contado y Venta a Plazo (CC-VP) de instrumentos elegibles emitidos por empresas bancarias por US\$ 10.000 millones que comenzó el 3 de agosto de 2020, se cerró y se reabrió el 4 de diciembre hasta el 15 de febrero de 2021.
- Ventanilla por US\$ 8.000 millones para la compra de depósitos a plazo y una ventanilla repo con empresas bancarias con plazos entre 7 y 180 días, vigente hasta mayo de 2021.
- Aumento de los límites de inversión en activos alternativos para los fondos de pensiones.
- Línea de Crédito Flexible (FCL) con el FMI (hasta 24.000 millones de dólares) y acceso a la Facilidad Repo Temporal para las Autoridades Monetarias Internacionales y Extranjeras (FIMA) de la Fed.
- Ampliación de la línea de liquidez con el Banco Central de China desde RMB 22.000 millones hasta RMB 50.000 millones (aproximadamente US\$ 7.100 millones)

Principales medidas y acciones adoptadas para hacer frente al Covid-19

Regulación/Supervisión

- Aplazar un año (a partir de 2022) la aplicación de los requisitos en materia de Activos Ponderados por Riesgo y la aplicación de la reserva de capital adicional para los bancos de importancia sistémica, los requisitos asociados al colchón de conservación y los descuentos al capital efectivo.
- Posibilidad de aplazar hasta 3 cuotas en el pago de préstamos hipotecarios sin alterar las provisiones.
- Facilidades para que los bancos reprogramen las cuotas de los préstamos (a las PYME y a los particulares) hasta 6 meses, sin que esto se considere una renegociación
- Posibilidad de no realizar provisiones adicionales cuando se reprograman préstamos que tienen un incumplimiento de pago de no más de 30 días: 6 meses para hipotecas, 6 meses para colocaciones comerciales, 3 meses para préstamos de consumo (válido hasta el 31 de agosto de 2020).
- Posibilidad de utilizar los excedentes de garantía hipotecaria para garantizar los préstamos a las PYMES.
- Extensión de 18 meses en el plazo que tienen los bancos para la enajenación de los bienes recibidos en pago.
- Modificación del tratamiento del margen de variación de los derivados que permite compensar el valor con el importe constituido como garantía a favor de la contraparte, reduciendo la carga de capital.
- Hasta el 15% de las garantías estatales podrán ser tratadas como provisiones voluntarias. Luego se dispuso considerar estas garantías, sin límite, en el cómputo de los activos ponderados por riesgo.
- Provisiones se pueden mantener constantes cuando haya una reprogramación por créditos Covid-19.
- Procedimiento simplificado para el registro de títulos de deuda a largo plazo
- La Superintendencia de Pensiones de Chile incorporó nuevos vehículos de inversión que permitirán a los fondos de pensiones canalizar indirectamente el financiamiento a las PYMES y estableció que cuando un activo alternativo tenga un porcentaje de garantía estatal, esa porción garantizada no contará para el límite de los activos alternativos.

Estudios División Financiera

Claudio Soto <i>claudio.soto.gamboa@santander.cl</i>	Economista Jefe
Gabriel Cestau <i>gabriel.cestau@santander.cl</i>	Economista
Sindy Olea <i>sindy.olea@santander.cl</i>	Economista
Miguel Santana <i>miguelpatricio.santana@santander.cl</i>	Economista
Fabián Sepúlveda <i>fabian.sepulveda@santander.cl</i>	Economista

Contacto:

Fono: (56 2) 2320 1021

Accede a nuestros informes en:

<http://saladecomunicacion.santander.cl/estudios>

Este informe ha sido preparado solo con el objetivo de brindar información a los clientes de Banco Santander Chile. No es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguna de las acciones o activos financieros que en él se mencionan, cuyas cotizaciones son esencialmente variables, por lo que no es posible garantizar que la rentabilidad presente o pasada se repita en el futuro. Esta información y aquella en la que está basada, han sido obtenidas de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles; lo que no implica que éstas efectivamente se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe no serán necesariamente actualizadas y pueden ser modificadas sin previo aviso. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, requerirá de un análisis propio del cliente y será de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.



www.santander.cl