

Actividad local crece con fuerza, apalancada en excepcional impulso fiscal

Recuperación mundial ha alentado los mercados financieros, pero nuevos brotes de la pandemia y temores respecto de la inflación aún generan preocupación.

Puntos destacados

Mercados financieros globales se debaten entre el optimismo por la recuperación y la cautela por rebrotes de la pandemia. Las principales plazas bursátiles han vuelto a subir, en un contexto donde los datos de actividad se mantienen favorables. Sin embargo, los temores por nuevos focos de contagio han provocado caídas en los precios de las materias primas, en especial el petróleo.

A pesar de las presiones inflacionarias, tasas de largo plazo de los países avanzados han vuelto a retroceder, aunque las de EE.UU. se revierten en el margen. Los mercados han internalizado que el alza de la inflación sería transitoria y que se mantendrán los estímulos monetarios. Con todo, la posibilidad de que la Fed anuncie el *tapering* en las próximas semanas ha aumentado.

Economía local se acelera, impulsada por el consumo. El Imacec de junio (20,1% a/a) sorprendió al alza, reflejando el impacto del tercer retiro de fondos de pensiones y el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). Mejores condiciones sanitarias y la fuerte expansión fiscal (gasto público 32% a/a en 2021 incluyendo la nueva extensión del IFE) nos llevan a revisar la proyección de crecimiento para el año, hasta un rango de entre 9% y 10%. La necesaria consolidación fiscal hará que en 2022 la economía se desacelere de manera sustantiva, con un crecimiento de entre 1% y 2%.

Empleo se mantiene estancado. Si bien la tasa de desempleo retrocedió a 9,5%, aún existe una brecha de 1 millón de personas menos trabajando que antes de la pandemia. La demanda por trabajo ha tendido a recuperarse, pero la oferta sigue muy contenida -e incluso ha retrocedido-, reflejando las medidas de confinamiento de meses previos y, probablemente, el efecto indirecto de las inyecciones de liquidez en los incentivos a buscar empleo.

Inflación se acelera. Tras dos meses de avances acotados, el IPC de julio (0,8% m/m) se ubicó por sobre lo esperado. Las alzas no solo dieron cuenta del fuerte dinamismo del consumo, sino que también de los mayores costos de los artículos importados por un tipo de cambio más depreciado y estrecheces en las cadenas de abastecimiento. Hacia delante, las presiones se mantendrán, por lo que revisamos al alza nuestra proyección de inflación para el cierre de año hasta 4,5%.

Banco Central llevaría la Tasa de Política Monetaria a 1,5% a fines de año. El mayor dinamismo de la actividad y las presiones inflacionarias llevarían al Consejo a subir la tasa en 25 pb en cada una de las siguientes tres reuniones. A mediano plazo, las alzas serían más pausadas y la TPM se ubicaría por debajo de lo que marcan las tasas *swap*.

CLAUDIO SOTO

Economista Jefe

claudio.soto.gamboa@santander.cl

LORENA PALOMEQUE

Economista

lorena.palomeque@santander.cl

CARMEN GLORIA SILVA

Economista

carmengloria.silva@santander.cl

MIGUEL SANTANA

Economista

miguelpatricio.santana@santander.cl

FABIÁN SEPÚLVEDA

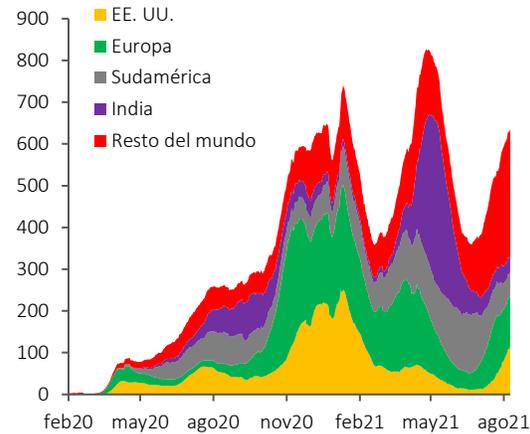
Economista

fabian.sepulveda@santander.cl

Nuevo brote de Covid-19 pone nota de cautela en los mercados globales

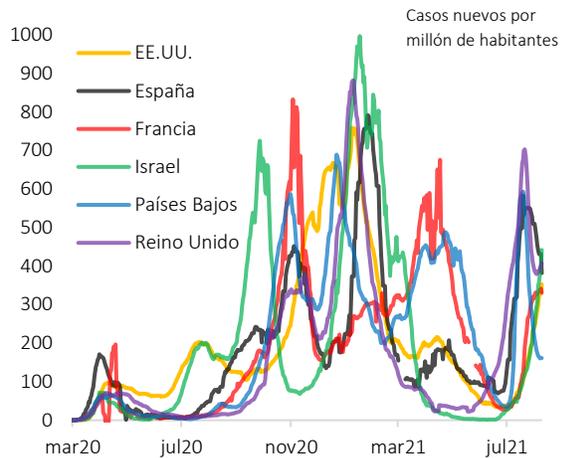
La propagación de la variante Delta y la nueva ola de contagios -con focos en países que parecían haber dejado atrás la pandemia, como EE.UU., Israel y Francia- han generado cierta preocupación en los mercados financieros. Sin embargo, las amplias coberturas de vacunación en varios de los países afectados han contenido la severidad de este nuevo brote (las tasas de mortalidad se han mantenido relativamente acotadas), lo que ha permitido continuar con la gradual apertura de las economías.

Nueva ola de contagios por propagación de la variante Delta



Fuente: Our World in Data y Santander

Focos de preocupación en EE.UU., Francia e Israel



Fuente: Our World in Data y Santander

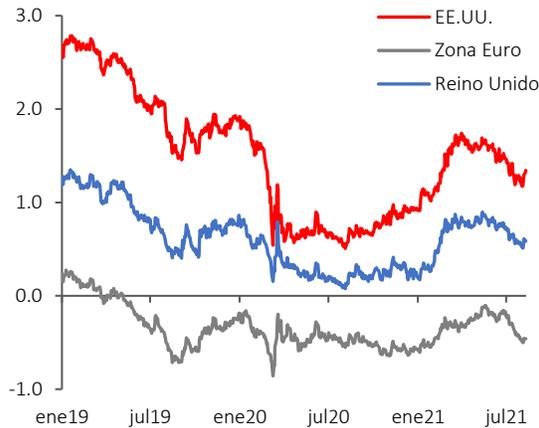
Por su parte, los datos de actividad conocidos en el mes han seguido apuntando a una importante expansión de la economía mundial (PMI global compuesto: 55.7 vs. 56.6 previo), lo que ha dado sustento a las principales plazas bursátiles (MSCI global: +1%; Zona Euro: +2%; EE.UU.: 1%). Sin embargo, las bolsas de las economías emergentes (-2%) han sufrido castigos, tanto por la evolución de la pandemia, como por elementos idiosincráticos sobre todo en Latinoamérica (-3%). En el caso de China (-2%) influyeron cambios regulatorios que afectaron a algunos sectores específicos.

La inflación continúa siendo un foco de preocupación, toda vez que cifras efectivas en países desarrollados -especialmente EE.UU. donde el IPC de junio se ubicó en 0,9%, por sobre el 0,5% esperado- han sorprendido al alza. Detrás de este fenómeno está la recuperación de la demanda, cuellos de botella en las cadenas de suministro y los altos precios de combustibles. Si bien la Reserva Federal (Fed) ha insistido en considerar estos incrementos como transitorios, está la preocupación de que esto pudiese ser más permanente. Al cierre de este informe se esperaba el dato de IPC de julio, estimado en 0,5%. Una cifra sustantivamente superior a esa podría generar movimientos relevantes en los mercados.

Los principales bancos centrales han ratificado su disposición a mantener los estímulos monetarios por un tiempo aún prolongado, lo cual ha impactado a las tasas de interés de largo plazo, que han vuelto a retroceder (-5pb en promedio desde nuestro último informe), aunque las de EE.UU. se han revertido en el margen. Si bien no hubo sorpresas en la última reunión de la Fed, el avance hacia los objetivos de estabilidad de precios y máximo empleo -que destacó el comunicado-, junto con declaraciones recientes con sesgo *hawkish* de algunos de sus miembros, hacen prever que

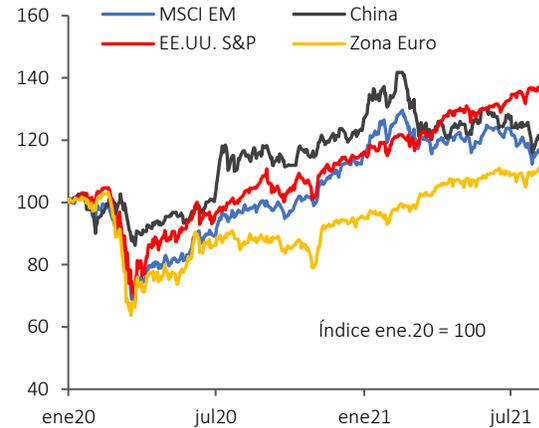
próximamente se darían anuncios respecto del proceso de reducción del plan de compra de activos. En este contexto, el dólar se ha vuelto a apreciar y al cierre de este informe el índice dólar se mantenía cerca de los 93 puntos (DXY: -0,9%).

Tasas largas en las economías avanzadas vuelven a caer, pero en EE.UU. se revierten en el margen



Fuente: Bloomberg y Santander

Principales plazas bursátiles siguen subiendo



Fuente: Bloomberg y Santander

En EE.UU., los datos del segundo trimestre tuvieron una lectura positiva a pesar de un crecimiento del PIB menor que el proyectado (6,5% t/t anualizado vs. 8,4% esperado), debido a un sólido crecimiento del consumo personal (11,8% vs. 10,5% esperado). Asimismo, los indicadores de actividad en el margen siguen favorables (PMI Markit manufacturero de julio: 63.4 vs. 63.1 esperado; ISM servicios de julio: 64.1 vs. 60.5 previsto). Por su parte, la tasa de desempleo en julio cayó más de lo previsto (5,4% vs. 5,7%) y hubo una importante creación de empleos (943.000 vs. 870.000 proyectados).

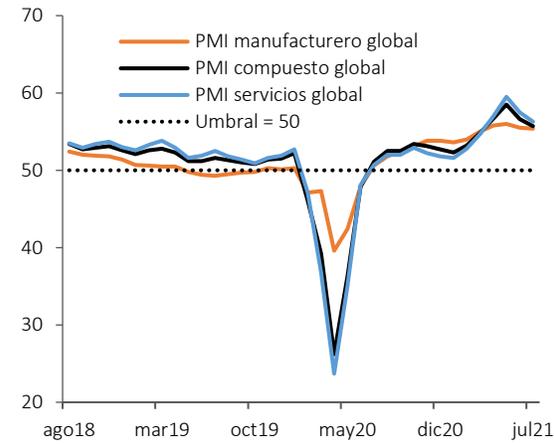
Al cierre de este informe, el Senado norteamericano aprobó (con apoyo Republicano) el plan de infraestructura del presidente Biden por US\$ 1 trillón, el cual considera inversiones en grandes proyectos de obras públicas e implica dar un impulso adicional a la actividad y al empleo. Aún queda la aprobación definitiva en la cámara baja, pero los mercados recibieron con optimismo la noticia.

En Europa, el PIB del 2T21 tuvo una expansión de 2% (1,5% esperado) luego de dos caídas trimestrales consecutivas. Si bien se mantiene el optimismo en el sector manufacturero, hay señales de cautela en el de servicios (PMI manufacturero: 62.8 vs. 62.6 esperado; servicios: 59.8 vs. 60.4 proyectado), sobre todo en medio del resurgimiento de contagios y posibles efectos en las aperturas programadas. Esto también se vio reflejado en la encuesta de expectativas ZEW que cayó en agosto a mínimos del año (42,7 vs. 61,2 el mes previo).

En el caso de China, factores idiosincráticos -reformas regulatorias que alterarían el modelo de negocios de empresas privadas-; focos de contagios de Covid-19 y datos de actividad algo menos fuertes que los previstos -sobre todo en el sector manufacturero-, han llevado a una corrección a la baja en sus perspectivas de crecimiento para 2021 (FMI: 8,1% vs. 8,4% en abril). La inflación sorprendió en julio (IPC: 1,0% vs. 0,8% esperado; IPP: 9,0% vs. 8,8% previsto) y el comercio exterior,

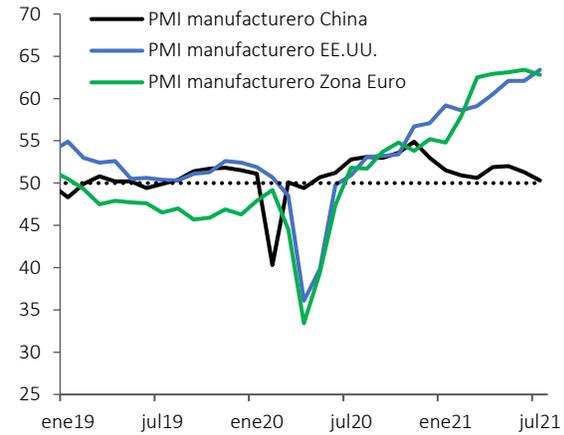
si bien aún mantiene un gran dinamismo, también decepcionó en sus últimos registros (exportaciones: 19,3% a/a vs. 20,0% esperado; importaciones: 28,1% vs. 33,3% esperado).

Actividad global mantiene sólida expansión



Fuente: Bloomberg y Santander

Crece preocupación por la desaceleración en el sector manufacturero de China

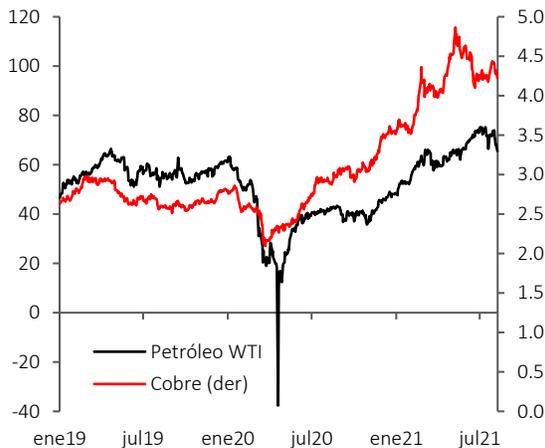


Fuente: Bloomberg y Santander

Precios de las materias primas se corrigen por expansión de variante Delta

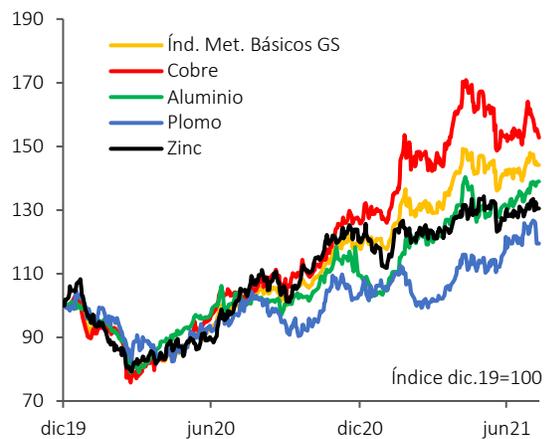
El aumento de los contagios por esta variante ha elevado la incertidumbre respecto a la recuperación de la demanda de petróleo, particularmente, por la baja de la movilidad en grandes ciudades de China. Esto se ha reflejado en el precio del WTI, que se ha corregido a la baja hasta niveles cercanos a US\$ 65 el barril. Esto se ha dado en un contexto donde, además, se ha producido un inesperado y significativo aumento de los inventarios de crudo en EE.UU.

Precios de commodities se corrigen a la baja por rebrotes de coronavirus



Fuente: Bloomberg y Santander

A pesar de retroceso, precio del cobre se mantiene elevado



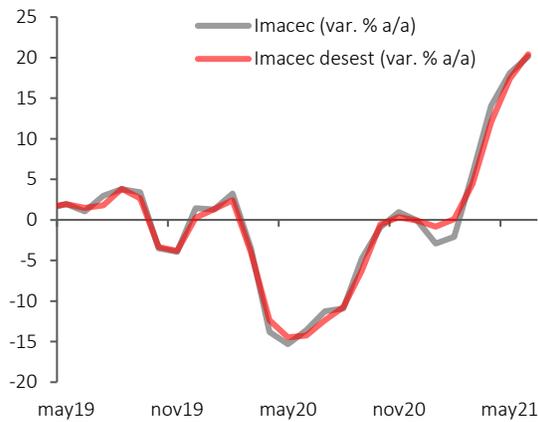
Fuente: Bloomberg y Santander

El precio del cobre, en tanto, se ha visto también afectado por los rebrotes de coronavirus. Sin embargo, la posibilidad de una huelga en Escondida (la principal mina de cobre del mundo, con 1,4 millones de toneladas métricas anuales) ha evitado ajustes mayores en el valor del metal. Al cierre de este informe el proceso estaba en fase de mediación por el Ministerio del Trabajo, con el precio cotizándose en torno a US\$ 4,27 la libra.

Economía local crece más de lo esperado en junio, impulsada por el consumo

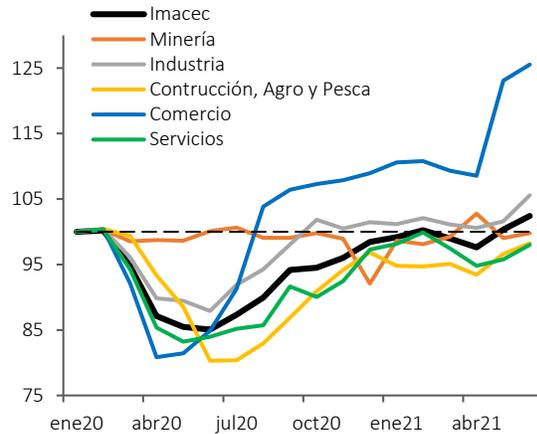
A pesar de que durante el mes hubo un incremento en la población bajo cuarentena y una leve caída en la movilidad, el Imacec sorprendió con un aumento mensual de 2,1% (20,1% a/a). Si bien todos los sectores tuvieron avances, destacó la fuerte alza del comercio, impulsado por el dinamismo del consumo asociado a las ayudas fiscales y, sobre todo, al tercer retiro de fondos previsionales. Los servicios, en tanto, tuvieron una importante recuperación a pesar de las medidas de distanciamiento social, pero siguen bajo sus niveles previos a la pandemia.

Imacec se expande a tasa récord



Fuente: BCCh y Santander

Comercio vuelve a subir con fuerza

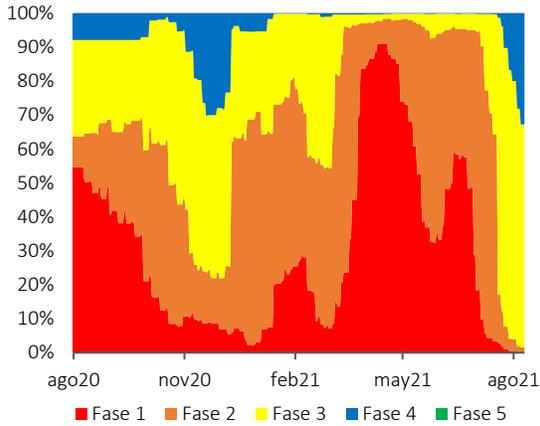


Series desestacionalizadas (ene-20 = 100)

Fuente: BCCh y Santander

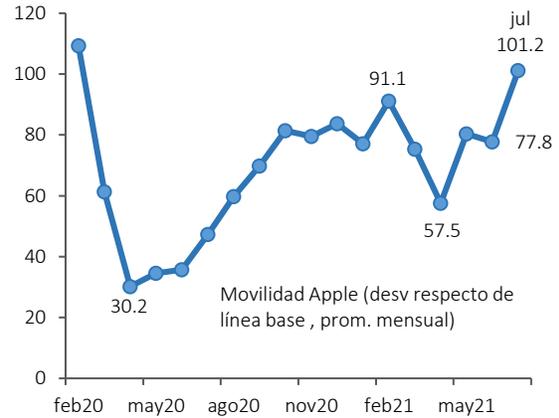
Durante julio la sustantiva mejora en la situación sanitaria permitió un rápido desconfinamiento y la movilidad volvió por primera vez a niveles previos a la pandemia. Con ello, una serie de servicios pasaron a operar con menores restricciones, con lo que el sector habría seguido recuperándose. Por su parte, el comercio continuó muy dinámico, tal como se desprende de algunos indicadores preliminares (venta de autos nuevos: 7,7% m/m) y la confianza empresarial medida por el IMCE, subió y alcanzó sus máximos desde 2013. Estos antecedentes nos llevan a estimar que el Imacec del mes habría tenido una nueva expansión mensual, por lo que su crecimiento interanual se habría ubicado en torno a 17%.

Mejora de la situación sanitaria permite rápido desconfinamiento desde mediados de julio



Fuente: Ministerio Salud y Santander

Movilidad volvió por primera vez a niveles previos a la pandemia

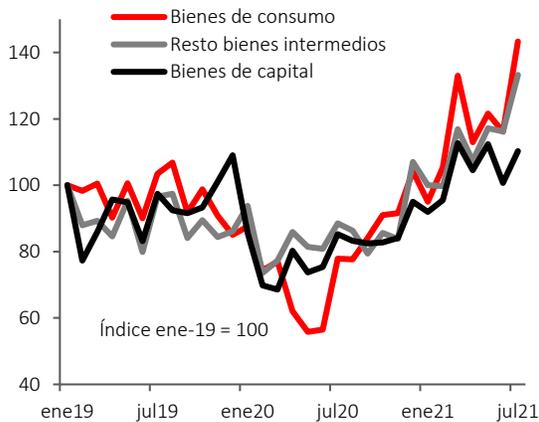


Fuente: Apple y Santander

El dinamismo que muestra la economía en el margen implica que las tasas de crecimiento anuales del tercer y cuarto trimestre serán mayores a las que consideramos anteriormente. A ello se suma la extensión del IFE en los meses de octubre y noviembre, dándole un sustento adicional al consumo en la última parte del año. Dado lo anterior, actualizamos nuestra estimación de crecimiento para el año al rango de entre 9% y 10%, algo por sobre lo proyectado por el Banco Central en el IPoM de junio. Este escenario incorpora el rápido avance del desconfinamiento (al cierre de este informe la población en Fase 3 y Fase 4 alcanza 56% y 43%, respectivamente) y presupone que la situación sanitaria se mantiene positiva.

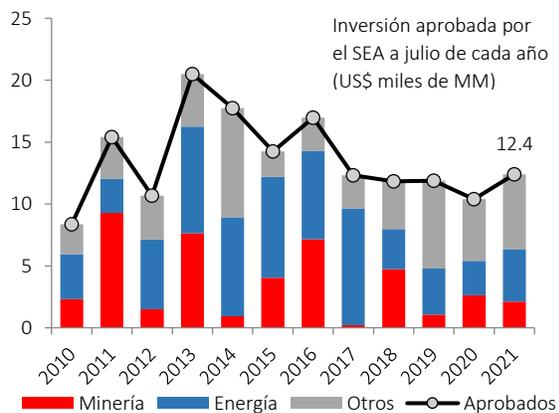
Hay elementos de riesgo para la proyección que apuntan en ambas direcciones. Por una parte, está la posibilidad de rebotes de la pandemia que lleven a nuevas medidas de confinamiento, con el consiguiente impacto a la baja en la actividad. Por otra parte, un eventual cuarto retiro de fondos de pensiones daría sustento adicional al consumo, lo que haría que la economía pudiese acelerarse aún más hasta fines de año.

Importaciones de bienes de capital se recuperan moderadamente



Fuente: BCCh

Aprobación de proyectos por el SEA se mantiene en niveles similares a los de años recientes



Fuente: Santander en base a SEA

Con todo, dada la situación laboral, es importante remarcar que los niveles actuales de consumo no son sostenibles. Por lo mismo, una vez que se produzca una normalización en las medidas de apoyo, la economía requerirá ser sustentada por otros componentes de la demanda, en particular, la inversión. Para ello son claves el clima político interno y condiciones financieras favorables.

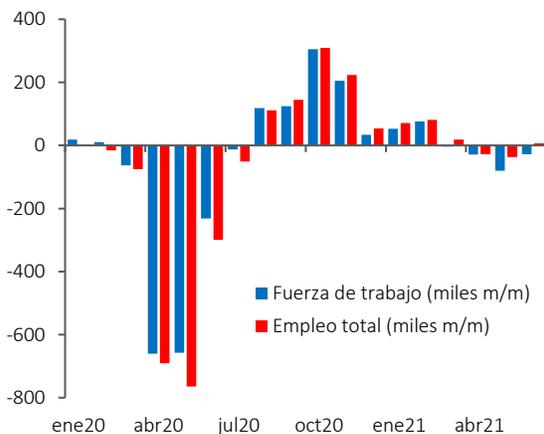
Hasta ahora las importaciones de bienes de capital se muestran relativamente dinámicas, pero el Informe de Percepción de Negocios del Banco Central advierte que la inversión en equipamiento está asociada a la reposición de equipos obsoletos o a proyectos rezagados de 2020, no a nuevas iniciativas. Por su parte, tanto los datos del catastro de la Corporación de Bienes de Capital como los proyectos aprobados en el Servicio de Evaluación Ambiental no permiten anticipar una aceleración relevante de la inversión en los próximos años.

Dado lo anterior, y teniendo en consideración que, una vez superada la pandemia, la política fiscal deberá iniciar un agresivo proceso de consolidación, la actividad tendrá un freno importante el próximo año. Eso, y las elevadas bases de comparación de este año, nos llevan a proyectar un crecimiento de entre 1% y 2% en 2022.

Empleo se estanca y oferta laboral vuelve a retroceder

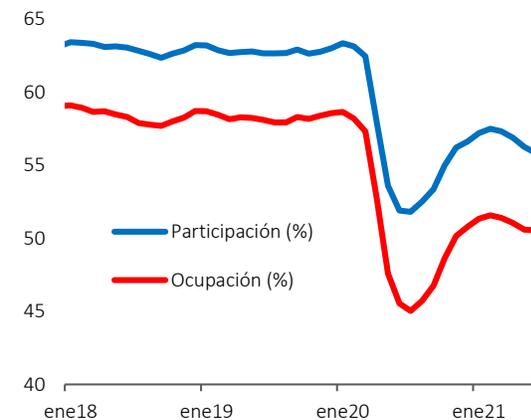
El mercado laboral permanece estancado, con una creación de empleos nula y una nueva caída en la tasa de participación laboral en junio, con 50 mil personas menos en la fuerza de trabajo. Esto último llevó a que la tasa de desempleo retrocediera hasta 9,5% (10% en mayo). Los ocupados, en tanto, se mantienen muy por debajo de los niveles previos a la pandemia (1 millón de personas empleadas menos que en febrero de 2020), lo que se ha reflejado en una tasa de ocupación del orden de 50%, inferior al 58% de comienzos de 2020.

Empleo se mantiene estancado



Series desestacionalizadas
Fuente: INE y Santander

Fuerza de trabajo vuelve a descender

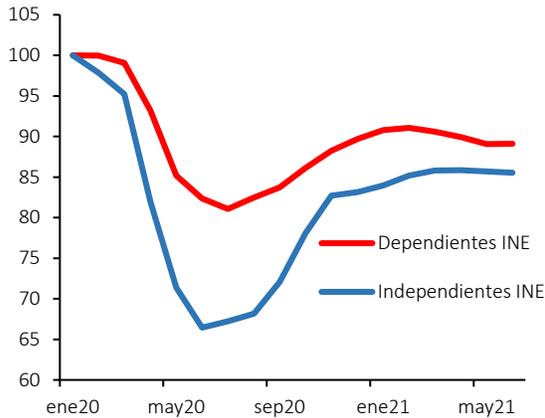


Fuente: INE y Santander

El estancamiento reciente del empleo se ha dado en las distintas categorías ocupacionales. El empleo dependiente (asalariados) ha tendido a retroceder desde comienzos del ejercicio, incidido en parte por factores estacionales, mientras que el independiente se ha mantenido estable desde fines de 2020, en niveles sustantivamente menores que los de hace un año y medio atrás. Los registros

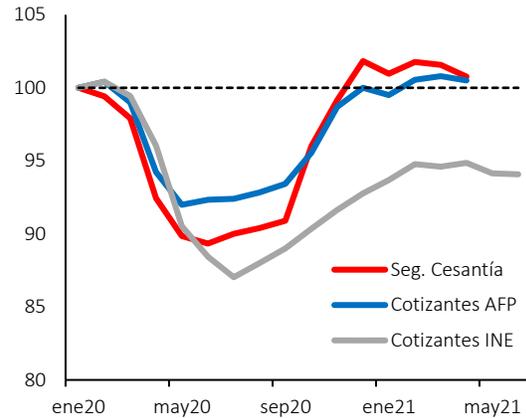
administrativos (cotizantes de AFP y seguro de cesantía) tuvieron una recuperación más rápida tras el impacto inicial de la pandemia, pero llevan varios meses sin mostrar avances adicionales.

Rezago del empleo se observa en distintas categorías ocupacionales



Fuente: INE y Santander

Registros administrativos también muestran bajo dinamismo del empleo durante este año



Fuente: INE y Santander

Los motivos que explican la baja participación laboral son variados, incluyendo temor al contagio, incertidumbre sobre la duración de los procesos de confinamiento, y requerimientos de cuidados en el hogar. Sin embargo, no es descartable que las inyecciones de liquidez hayan incidido en los incentivos a buscar empleo.

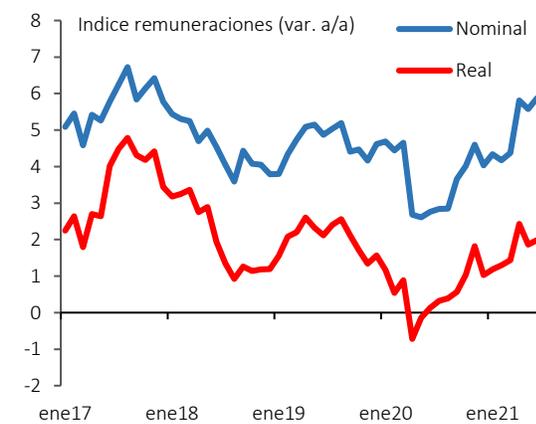
Por otra parte, se ha observado un significativo repunte en la demanda por empleos, según se desprende del indicador de avisos en internet que construye el Banco Central. Esto es un indicio de que el bajo nivel de empleo en meses recientes estaría más asociado a una oferta laboral contenida que a una demanda aún insuficiente. Lo anterior es coherente con las presiones al alza observadas en los salarios, que se expanden a una tasa real de 2% en el margen.

Se amplía la brecha entre las vacantes en internet y la participación laboral



Fuente: BCCh, INE y Santander

Salarios se recuperan en línea con la estrechez de la oferta laboral



Fuente: INE y Santander

En este contexto el Gobierno anunció un “IFE laboral” que otorga un subsidio de 50% con tope de \$200 mil (60% con tope de \$250 mil en el caso de mujeres) durante 4 meses. Los montos involucrados en este nuevo subsidio son considerables, por lo que es posible que tengan un impacto relevante en apuntalar el empleo.

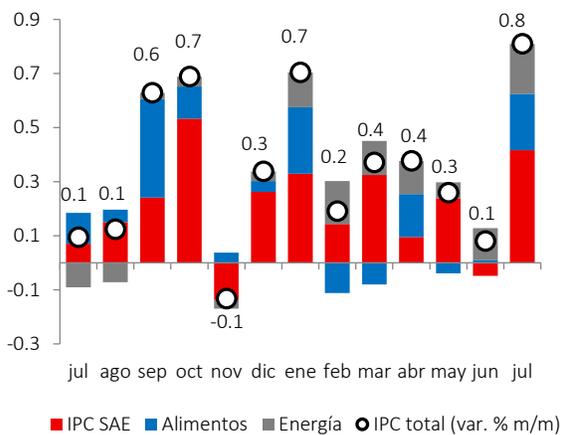
Significativo incremento del IPC de julio refleja fuerte aumento del consumo

El IPC de julio (0,8%) sorprendió al alza ubicándose muy por sobre las expectativas de mercado (0,4%), impulsado por los componentes de transporte y alimentos (0,22 pp y 0,21 pp de incidencia, respectivamente). El IPC SAE tuvo un alza de 0,6%, en tanto que el IPC sin componentes volátiles -la nueva medida de inflación subyacente que comenzó a publicar el INE siguiendo la metodología del Banco Central- lo hizo en 0,7%. Con esto, y dadas las bajas bases de comparación (en julio de 2020 el IPC fue de 0,1%), la inflación anual alcanzó 4,5%, su mayor registro en cinco años.

El incremento en la división transportes estuvo asociado a los precios de las gasolinas y los automóviles nuevos. En el caso de los alimentos, las alzas fueron generalizadas, destacando la carne de vacuno. Más allá de los productos de mayor incidencia, el 58% de la canasta tuvo avances en el mes, ubicando al índice de difusión de precios en niveles máximos para el mes de julio.

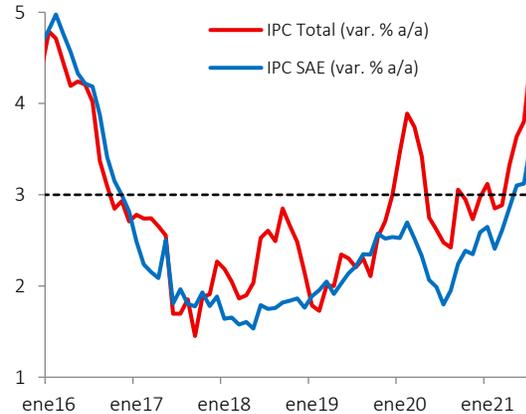
Estos resultados reflejan la sustantiva expansión del consumo y también dan cuenta de mayores presiones de costos importados, por la depreciación del tipo de cambio y las alzas globales en los precios de las manufacturas. Detrás de esto, están las interrupciones en partes específicas de las cadenas globales de valor (por ejemplo, escasez de microprocesadores que afecta a bienes con mayor componente tecnológico, destacando la industria automotriz) que se extenderán a lo largo de todo este año.

Fuerte alza del IPC de julio



Fuente: INE y Santander

Inflación anual llega a 4,5%, incidida por bajas bases de comparación



Fuente: INE y Santander

Dado lo anterior, es posible que, más allá de las holguras aún existentes en la economía, las presiones sobre los precios se mantengan por varios meses. Por otra parte, si bien las gasolinas caerán en

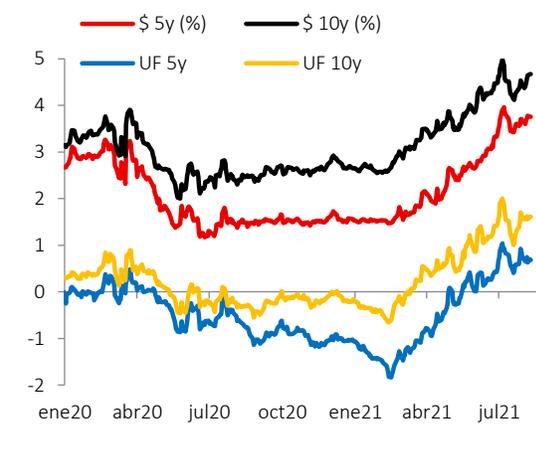
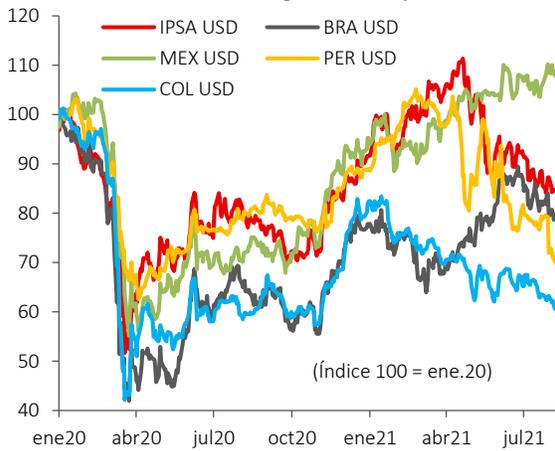
agosto por los ajustes a los parámetros del MEPCO, hacia delante volverán a subir, incorporando los incrementos de los valores internacionales de los combustibles observados hasta ahora y un tipo de cambio más depreciado. De esta manera, hemos revisado al alza nuestra proyección de inflación para el año que, de acuerdo con nuestros cálculos, cerraría en torno a 4,5%.

A pesar de mejoras en las condiciones sanitarias, activos locales registran nuevas pérdidas

Durante el mes, los mercados locales estuvieron sometidos a nuevas presiones, a pesar de la reducción en el nivel de contagios y el notable avance del desconfinamiento a nivel nacional. La bolsa, luego de vaivenes, subió 2,5% en el mes, acercándose a los 4.350 puntos. Sin embargo, medida en dólares, descendió 2,2%, en línea con lo observado en otros países de la región. Los favorables resultados que han empezado a publicar las principales empresas, en un contexto de mayor apertura de una economía que sigue creciendo a un ritmo rápido, introducen un sesgo al alza para el IPSA en el corto plazo. Sin embargo, un eventual nuevo retiro de fondos de pensiones o factores políticos internos podrían incidir en dirección contraria en los próximos meses.

Las tasas de bonos nominales volvieron subir en las últimas semanas, revirtiendo parcialmente la fuerte corrección a la baja durante la primera parte de julio. Al cierre de este informe, el *benchmark* a 10 años se cotizaba en 4,7%, 55 pb más que los mínimos registrados a mediados del mes pasado. En tándem, las tasas *swap* de largo plazo registran alzas de hasta +40 pb m/m. En contraste, las tasas reajustables han exhibido reducciones en lo más reciente, reflejando expectativas de mayor inflación, sobre todo luego de conocido el IPC de julio.

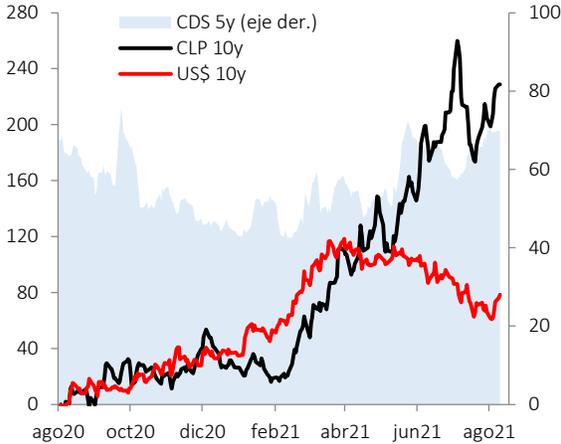
Al igual que los mercados de la región, la bolsa local exhibe magro desempeño **Tasas nominales retoman tendencia al alza**



Los mayores niveles de tasas se explican, en parte, por las perspectivas de una política monetaria menos expansiva luego de las últimas sorpresas al alza tanto en actividad como en inflación. Por otra parte, la incertidumbre por el proceso político interno ha elevado el premio por riesgo país (CDS 5y alcanza los 70 pb), lo que, en lo más reciente, se ha visto acrecentado por la propuesta parlamentaria para un cuarto retiro de 10% desde los fondos de pensiones. Al cierre de este informe, el Congreso iniciaba la discusión de este proyecto. De materializarse, habría nuevos flujos de venta de

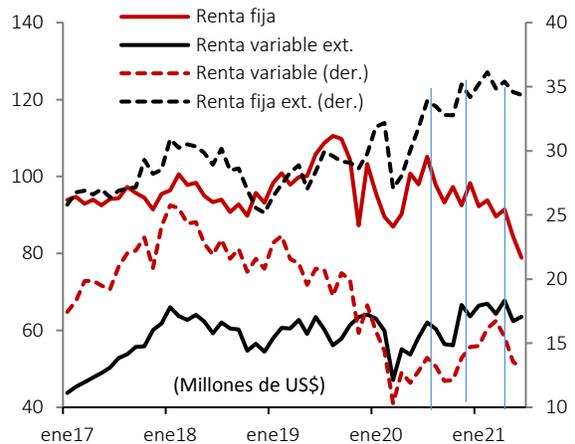
instrumentos de renta fija que presionarían al alza las tasas en el corto plazo, en tanto que el menor ahorro nacional subiría las primas de mediano plazo

Incremento de tasas explicado en parte por alzas en el riesgo país...



Fuente: Bloomberg y Santander

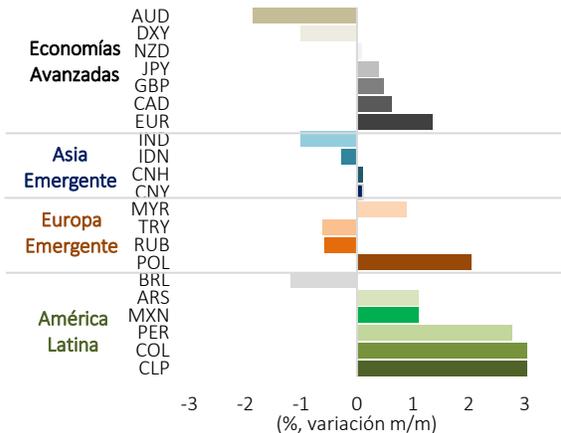
...y por desinversión en renta fija local de parte de los fondos de pensiones



Fuente: Superintendencia de Pensiones y Santander

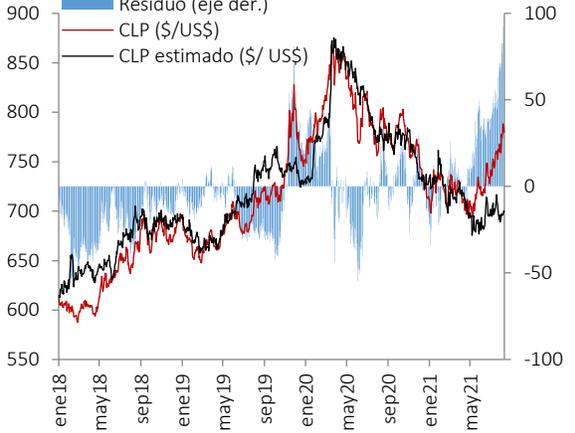
En lo más reciente el tipo de cambio se cotizaba en \$ 780 (+4% m/m), cercano a sus mayores niveles desde octubre de 2020. La debilidad de la moneda local se explica, en parte, por el fortalecimiento del dólar a nivel internacional (DXY: 93 puntos) y por la preocupación respecto de la evolución de la economía china, aun cuando el precio del cobre, con vaivenes, se ha mantenido en niveles similares a los de un mes atrás. Sin embargo, la depreciación va mucho más allá de lo que explican sus fundamentales, dando cuenta del impacto de factores específicos con una incidencia de casi \$ 80.

El peso es una de las monedas que más se deprecia en el mes



Fuente: Bloomberg y Santander

Movimientos del tipo de cambio no se explican completamente por fundamentales tradicionales



Fuente: Bloomberg y Santander

Prevedemos que el tipo de cambio se mantendrá relativamente estable y cerrará el año en torno a \$780. Por un lado, el aumento del diferencial de tasas tras el inicio del proceso de normalización

monetaria en Chile favorecería una apreciación del peso. Así también lo haría una mayor oferta de divisas tras una creciente proporción de emisiones internacionales de deuda para hacer frente a las nuevas necesidades de financiamiento del Gobierno. En el corto plazo, la extensión del IFE, que será financiado a través de los activos financieros del gobierno, también podría tener un efecto apreciativo de corto plazo en el tipo de cambio debido a las liquidaciones de posiciones externas. Por otro lado, el desarrollo de la Convención Constitucional y/o las próximas elecciones presidenciales y parlamentarias, sumado a la discusión de nuevos retiros desde los fondos de pensiones, podría poner presiones al alza sobre la paridad.

Retiro del estímulo monetario será más acelerado que lo previsto

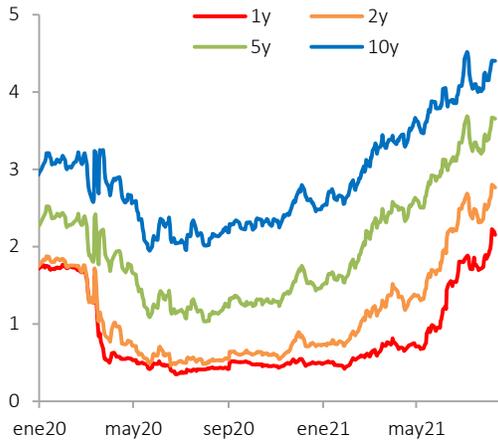
En su última Reunión de Política Monetaria (RPM), el Banco Central, además de iniciar el proceso de alzas de la Tasa de Política Monetaria (TPM), señaló que futuros ajustes serían condicionales a la evolución de la economía. En su comunicado, el Consejo advirtió que veía poco probable que la trayectoria siguiera la senda más optimista del corredor del Informe de Política Monetaria (IPoM), sugiriendo una mayor gradualidad en la conducción monetaria.

Si hasta hace algunas semanas había dudas respecto a las proyecciones centrales del IPoM, las últimas cifras de actividad e inflación le han dado más sustento. Por lo mismo, la estrategia de normalización monetaria debiese aproximarse, en el corto plazo, a lo señalado por el instituto emisor. Esto implica seguir con un proceso de alzas graduales en los próximos meses, llevando la TPM hasta 1,5% a fines de este año. Esto es, ajustes de 25 pb en cada una de las tres RPM restantes en 2021. Lo anterior es algo más acelerado de lo que nosotros preveíamos un mes atrás, pero es menos agresivo que lo implícito en las tasas *swap*, que han vuelto a moverse al alza en lo más reciente, y apuntan a una tasa de política cerrando el año en torno a 2,25%.

En el corto plazo, existen riesgos relevantes que podrían llevar a una aceleración o una moderación del ritmo de retiro del impulso. Por una parte, la extensión del IFE y la potencial aprobación de un nuevo retiro de los fondos de pensiones constituiría un impulso adicional al consumo, lo cual pondría presiones adicionales sobre la inflación. Así, no es descartable que en la próxima RPM el Consejo suba 50 pb y el año cierre con la TPM en 1,75%. Por otra parte, están los riesgos asociados a la pandemia. Si bien los casos han disminuido de manera sustantiva, la experiencia de otros países muestra que la propagación de la variante Delta puede imponer un freno al proceso de apertura. De darse una situación como esta es posible que el Consejo decida poner en pausa el proceso de alzas en la última parte del año.

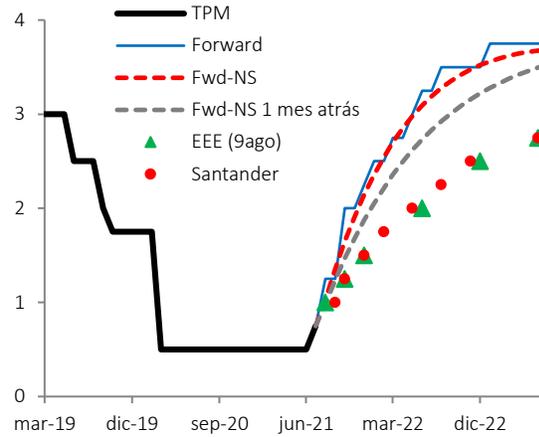
A mediano plazo, estimamos que la política monetaria deberá ser aún más cauta. Gran parte del impulso macroeconómico este año viene dado por la fuerte expansión fiscal, con un gasto que podría llegar a crecer casi 36%. Esto no es sostenible en el mediano plazo. Aún más, el próximo presupuesto debiese contemplar una disminución del gasto público de al menos 10% y una reducción del déficit. Esto impondrá un freno relevante a la economía que, de no mediar un mayor despliegue de la inversión, podría sufrir un significativo freno en su ritmo de expansión. En ese contexto, es poco probable que el Banco Central lleve su tasa de política más allá de 3% y, más bien, tienda a pausar el proceso de retiro del estímulo con la TPM por debajo de su valor neutral.

Tasas swap retoman aumentos...



Fuente: Bloomberg y Santander

... anticipando una trayectoria de alza más pronunciada de la TPM



Fuente: Bloomberg, BCCh y Santander

Extensión del IFE hasta noviembre llevará el déficit hasta cerca de 8% de PIB

Durante el año, el gasto público ha crecido a tasas muy elevadas (27% real en el primer semestre) debido a las medidas de ayuda fiscal (el componente “subsidijs y donaciones”, que incluye el IFE, se expandió 65% a/a). Los ingresos también han tenido un crecimiento importante (31% a/a), aunque esto se debe en parte a las bajas bases de comparación por las postergaciones tributarias durante los primeros meses de pandemia.

En los próximos meses, la extensión del IFE hasta fines de año y el IFE laboral (que suman desembolsos por US\$ 7.000 millones, financiados en parte con reasignaciones por US\$ 3.000 millones) harán que el gasto público cierre el año con un inédito crecimiento de más de 30% y llegue al 32% del PIB. Con ello, el déficit fiscal se empinará hasta 8% de PIB. El próximo año, asumiendo que la pandemia se encuentra superada, deberá haber un agresivo proceso de consolidación que reduzca el abultado déficit. Ello implicará una caída significativa del gasto respecto de la ejecución de este año.

El mes pasado Hacienda anunció que emitiría deuda por US\$ 8.000 millones adicionales al calendario informado a comienzos de año, con lo que alcanzaba el máximo autorizado para 2021. Las necesidades adicionales de caja para financiar la extensión del IFE y el IFE laboral se obtendrán de la liquidación de activos financieros del Gobierno, principalmente del FEES. A finales de julio, este contaba con cerca de US\$ 4.000 millones (el FRP, reservado para pensiones, tenía otros US\$ 7.000 millones), por lo que su uso para financiar el gasto adicional prácticamente lo extinguirá.

Proyecciones macroeconómicas

Cuentas Nacionales	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 P	2022 P
PIB (var. real % a/a)	1,8	2,3	1,7	1,2	3,7	0,9	-5,8	9,0/10	1,0/2,0
Demanda interna (var. real % a/a)	-0,5	2,5	1,8	2,9	4,5	1,0	-9,1	16,5	0,8
Consumo total (var. real % a/a)	2,9	2,6	3,5	3,6	3,7	0,8	-6,9	14,5	1,0
Consumo privado (var. real % a/a)	2,7	2,1	2,7	3,4	3,8	1,0	-7,5	16,0	0,9
Consumo público (var. real % a/a)	3,8	4,8	7,2	4,6	3,3	-0,2	-3,9	8,5	1,0
Formación capital fijo (var. real % a/a)	-4,8	-0,3	-1,3	-3,1	5,1	4,4	-11,5	15,5	2,5
Exportaciones (var. real % a/a)	0,3	-1,7	0,5	-1,5	5,3	-2,6	-1,0	4,0	3,0
Importaciones (var. real % a/a)	-6,5	-1,1	0,9	4,6	8,1	-2,4	-12,7	28,5	2,0
PIB (US\$ miles de millones)	260,6	244,3	250,6	277,1	298,9	282,7	255	315	330
PIB per cápita (US\$ miles)	14,6	13,6	13,8	15,0	15,9	14,8	13,0	16,0	16,6
Población (millones)	17,8	18,0	18,2	18,4	18,8	19,1	19,5	19,7	19,8

Balanza de Pagos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 P	2022 P
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	6,5	3,4	4,9	7,4	4,6	4,2	16,8	15,5	13,5
Exportaciones (US\$ miles de millones)	75,1	62,0	60,7	68,8	75,2	69,9	71,7	91,5	91,5
Importaciones (US\$ miles de millones)	68,6	58,6	55,9	61,4	70,6	65,7	54,9	76,0	78,0
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	-5,2	-5,7	-5,0	-6,4	-9,2	-10,5	3,4	-7,5	-8,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,0	-2,4	-2,0	-2,3	-3,1	-3,7	1,3	-2,4	-2,7
Precio del cobre (promedio anual, US\$/lb)	3,11	2,50	2,21	2,80	2,96	2,72	2,80	4,0	3,8
Precio del petróleo WTI (prom. anual, US\$/bbl)	93,1	48,7	43,2	50,9	64,8	57,0	39,0	67	73

Mercado Monetario y Cambiario	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 P	2022 P
Inflación del IPC (var. a/a, % a diciembre)	4,6	4,4	2,7	2,3	2,6	3,0	3,0	4,5	3,2
Inflación del IPC (var. a/a, % promedio)	4,7	4,3	3,8	2,2	2,4	2,3	3,0	3,9	3,9
Inflación del IPCSAE (var. a/a, % a diciembre)	4,3	4,7	2,8	1,9	2,3	2,5	2,6	3,2	3,0
Tipo de cambio CLP/US\$ (cierre año)	607	707	667	615	696	745	711	780	790
Tipo de cambio CLP/US\$ (promedio año)	570	654	677	649	640	703	792	747	785
Tasa de política monetaria (% cierre año)	3,00	3,50	3,50	2,50	2,75	1,75	0,5	1,5	2,5
Tasa de política monetaria (% promedio año)	3,75	3,06	3,5	2,7	2,52	2,48	0,8	0,8	2,1

Política Fiscal	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 P	2022 P
Gasto público (var. real % a/a)	6,4	7,4	3,8	4,8	3,5	4,1	11,0	32,0	ND
Balance del Gobierno Central (% PIB)	-1,6	-2,2	-2,7	-2,8	-1,6	-2,8	-7,4	-8,0	ND
Deuda bruta Gob. Central (US\$ miles de mill.)	36,6	39,0	53,4	68,9	70,2	74,4	91,6	110,0	ND

Fuente: BCCh, INE y Santander.

CONTACTO



(56 2) 2320 1021

Accede a nuestros informes en:



<https://banco.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.