

Mayores presiones inflacionarias llevan al Banco Central a acelerar el retiro del estímulo monetario

Las tasas de largo plazo en el país suben con fuerza en respuesta a las señales del instituto emisor, incertidumbre política interna y la posibilidad de un nuevo retiro de fondos de pensiones.

Puntos destacados

La economía local crecería dos dígitos este año, apuntalada por el avance del desconfinamiento y el impulso al consumo por la alta liquidez. Si bien esperamos una moderación hacia fines de año, estimamos que el crecimiento se ubicará entre 10% y 11%. En 2022 la actividad tendrá un freno importante debido al menor estímulo fiscal, la alta incertidumbre política y condiciones financieras menos expansivas.

El empleo da muestras de recuperación en el margen, pero las brechas siguen siendo amplias. Los ocupados en julio aumentaron, tras varios meses de estancamiento, y la tasa de desempleo retrocedió hasta 8,9%. La demanda por trabajo ha seguido creciendo, pero la oferta se mantiene baja, lo que ha dado pie a una aceleración de los salarios promedio.

Por segundo mes consecutivo, el IPC se ubicó por sobre lo esperado, dando cuenta de mayores presiones inflacionarias. El registro de agosto (0,4%) estuvo incidido por alzas de precios de bienes que han sido afectados por las cadenas de suministro, y por la recuperación de los servicios. En septiembre veremos nuevamente una variación de precios elevada y el año cerrará con una inflación en torno a 5,3%.

Coherente con el nuevo escenario macro, el Banco Central corrige su estrategia monetaria y acelera el ritmo de retiro de estímulo. Las mayores perspectivas de crecimiento y las presiones inflacionarias llevarían la Tasa de Política Monetaria a 2,5% a fines de 2021, con alzas de 50 pb en cada una de las dos restantes reuniones del año.

La posibilidad de un nuevo retiro de fondos de pensiones eleva riesgos de sobrecalentamiento. Una nueva inyección masiva de liquidez daría un impulso transitorio adicional a la economía y pondría mayores presiones sobre los precios, con lo que el IPC podría terminar el año sobre 6%, mientras que la TPM se acercaría a 3% ya en diciembre.

La discusión presupuestaria estará marcada por la magnitud del ajuste fiscal de cara a 2022. Luego de la inédita expansión del año en curso, derivado de los subsidios a las familias y empresas, el presupuesto 2022 debería contemplar una importante reducción del gasto, lo que moderará la demanda interna. De no producirse, la economía continuará con un fuerte impulso, lo que incidirá en la estrategia monetaria a mediano plazo.

La actividad de las economías avanzadas se mantiene dinámica, pero surge preocupación por los rebrotes de la pandemia asociados a la variante Delta. La economía china se ha desacelerado de manera más intensa por factores que hasta ahora se estiman puntuales. Por su parte, el tono *dovish* de la Fed respecto al retiro del estímulo monetario acotó la ansiedad de los mercados globales.

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

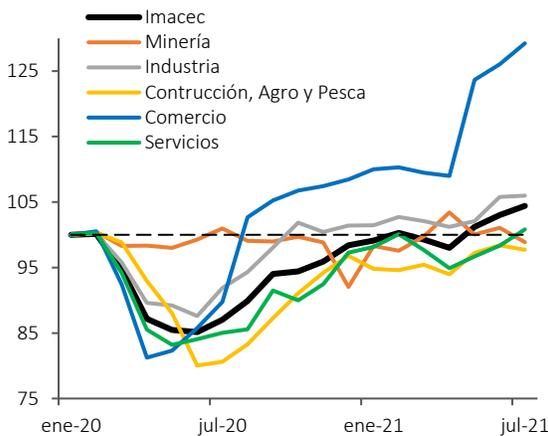
Economista

fabian.sepulveda@santander.cl

Crecimiento alcanzaría dos dígitos este año, pero en 2022 la actividad se ralentizará de manera relevante

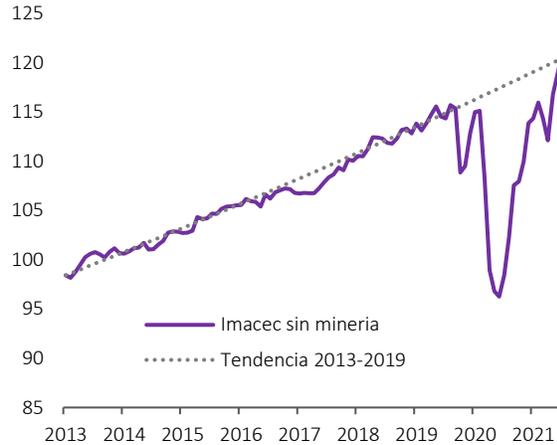
La persistente mejora en la situación sanitaria -los contagios vienen cayendo hace tres meses y en lo más reciente se registran menos de 500 diarios- ha permitido un mayor desconfinamiento, con el 95% de la población a nivel nacional actualmente en Fase 4, y una fuerte recuperación de la movilidad, que en julio alcanzó por primera vez niveles previos a la pandemia. Lo anterior, sumado a las fuertes inyecciones de liquidez y las medidas de estímulo han hecho que la economía continúe expandiéndose a un ritmo sólido, impulsada por el consumo.

Imacec de julio tuvo fuerte expansión, liderado por servicios y comercio



Series desestacionalizadas (ene-20 = 100)
Fuente: BCCh y Santander

Actividad ha retornado a la tendencia que traía previo a la pandemia



Fuente: BCCh y Santander

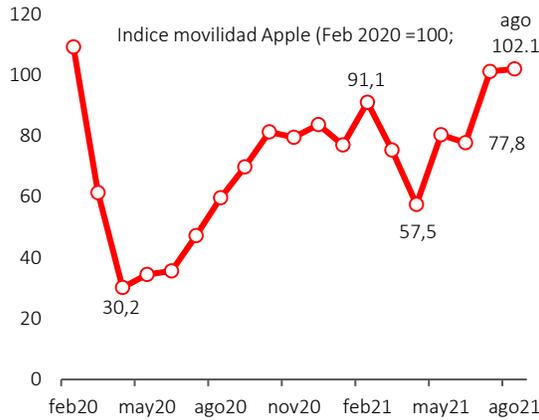
El Imacec de julio tuvo un importante avance (1,4% m/m; 18,1% a/a) liderado por la recuperación de los servicios (2,5% m/m) y una nueva alza en el comercio, que sigue muy por sobre los niveles sostenibles. Sin embargo, algunos indicadores preliminares de agosto muestran una cierta moderación. Las cifras de comercio exterior volvieron a subir y el IMCE alcanzó máximos históricos, pero las ventas de vehículos nuevos tuvieron un leve retroceso (-1,7% m/m), lo mismo que la generación eléctrica (-1,3% m/m).

En este contexto, el Banco Central revisó al alza su proyección de crecimiento para el año, hasta un rango de entre 10,5% y 11,5%. En su Informe de Política Monetaria (IPoM), el instituto emisor destacó que el dinamismo del consumo ha sido mayor que el esperado, lo que sería evidencia de un aumento en la propensión a consumir por parte de los hogares. Además, el gasto fiscal para el año será superior que el considerado en el informe previo debido a la extensión del IFE universal hasta fines de año, lo que agrega 2% de PIB de mayor impulso. En este contexto, la ampliación del IFE durante dos meses y la sustantiva liquidez que sigue disponible en las cuentas corrientes mantendrían el alto dinamismo de la actividad durante lo que resta del año.

En nuestro escenario base, consideramos que la economía se expandirá entre 10% y 11%, algo menos que el escenario del Banco Central. Esto, debido a que, a pesar de las inyecciones de liquidez, vemos poco sostenibles los patrones de consumo, por lo que debiese moderarse hacia finales de año. **Sin**

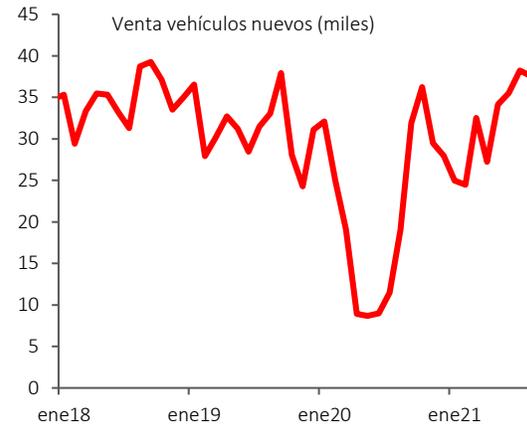
embargo, de materializarse un cuarto retiro de fondos de pensiones, habría un impulso adicional a la demanda interna, con el consecuente impacto en la actividad y los precios.

Movilidad se ubica en niveles similares a los previos a la pandemia



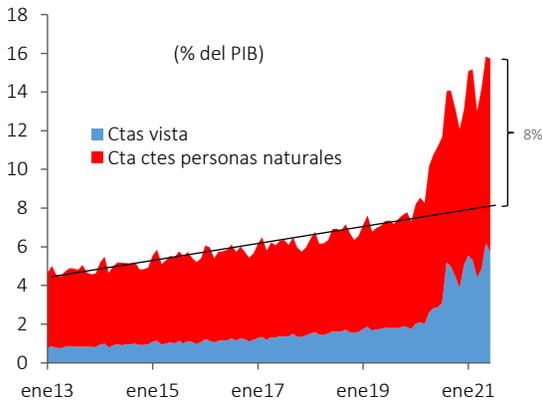
Fuente: Apple Inc. y Santander

Ventas de vehículos nuevos se moderaron en el margen



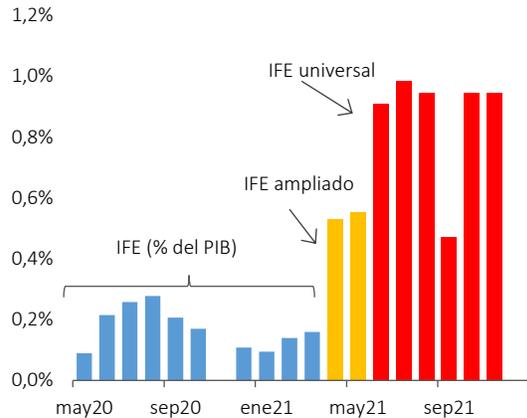
Fuente: ANAC y Santander

Se mantiene alta liquidez en manos de los hogares



Fuente: CMF y Santander

Impulso fiscal se intensificará en la segunda parte del año



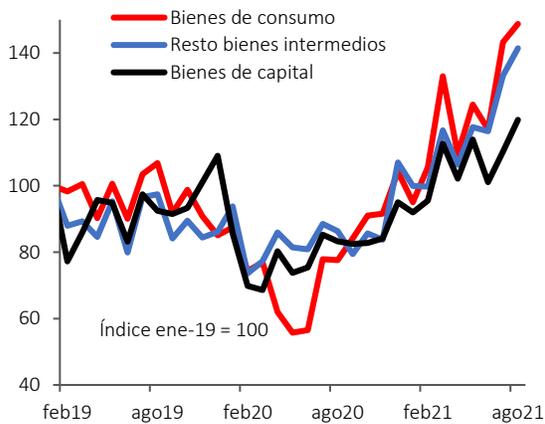
Fuente: Ministerio de Hacienda y Santander

Si bien este año la economía presentará una expansión récord, en 2022 veremos una importante desaceleración. Las inyecciones de liquidez tenderán a disiparse y el extraordinario impulso fiscal de 2021 no se mantendrá durante el próximo año. Aún resta por verse la magnitud de la consolidación fiscal -que se conocerá con la próxima discusión del Presupuesto fiscal-, pero cualquier escenario que apunte a una trayectoria sostenible de la deuda pública requerirá una contracción de dos dígitos en el gasto público. Por su parte, es probable que la recuperación del empleo demore debido a los cambios de carácter estructural que ha desencadenado la pandemia. En este contexto, la pregunta es si el ritmo de recuperación de la inversión será suficiente como para dinamizar la demanda interna en reemplazo del consumo.

Si bien las importaciones de bienes de capital han tenido un buen desempeño en los últimos meses, esto se explicaría por factores transitorios -reposición de maquinaria depreciada- y algunos proyectos del sector energético cuyo impacto se extendería solo por este año. Por su parte, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital proyecta que en 2022 se ejecutarán US\$ 16.450 millones en grandes proyectos, monto no muy distinto al estimado para 2020 y 2021. Más allá de esto, el estrechamiento de las condiciones financieras y el clima de incertidumbre política que vive el país hacen difícil visualizar un alza significativa en la inversión.

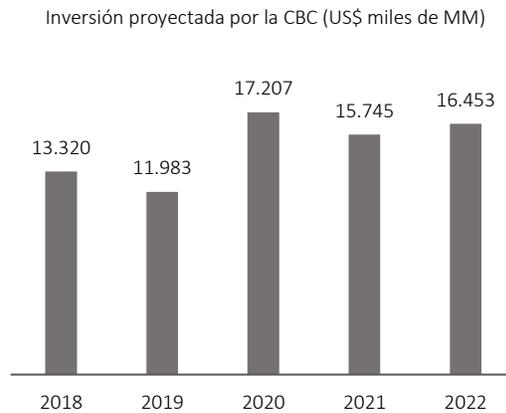
En este contexto, estimamos que el PIB tendrá un crecimiento muy acotado el próximo año, entre 1% y 2%, algo por debajo de la estimación del IPoM (1,5%-2,5%). En caso de que el ajuste fiscal sea muy significativo (con una caída del gasto de más de 20%) y que la incertidumbre política persista, no es descartable que la economía pueda tener una contracción en 2022. Por otra parte, aun cuando la pandemia ha evolucionado favorablemente en el país, no pueden descartarse nuevos brotes que obliguen a reimponer medidas de confinamiento que pongan un freno a la actividad.

Importaciones: Buen desempeño de bienes de capital empañado por récord del consumo



Fuente: BCCh

Los indicadores adelantados de inversión no muestran un impulso significativo



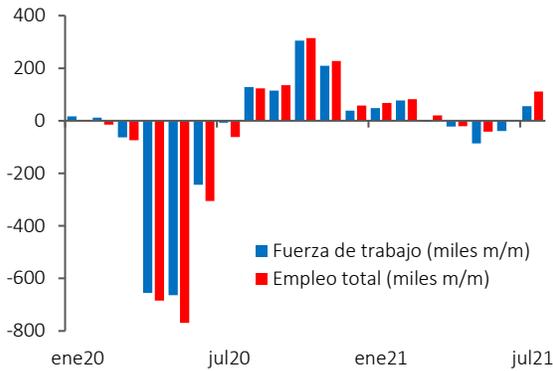
Nota: Monto estimado en el Catastro del segundo trimestre del año previo

Fuente: Corporación de Bienes de Capital

Empleo se recupera, pero participación laboral sigue muy rezagada

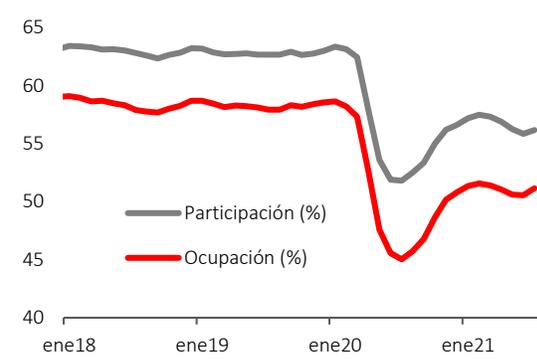
Tras varios meses de estancamiento, en julio el empleo registró un incremento relevante, de algo más de 100 mil personas respecto al mes previo. La fuerza de trabajo también subió, pero de manera algo más acotada (+ 63 mil), con lo que la tasa de desempleo retrocedió hasta 8,9%, su menor registro desde que comenzó la pandemia. A pesar de lo anterior, las brechas en el mercado laboral siguen siendo significativas. Existen cerca de 900 mil empleos menos que a comienzos de 2020 y la participación laboral se mantiene en torno a 56%, por debajo de niveles cercanos a 63% antes de la pandemia. Además, el aumento de los ocupados en el margen se explica casi exclusivamente por empleo de carácter informal. En tanto, el empleo formal ha tendido a estancarse, según se desprende de los datos de cotizantes del sistema de pensiones y del seguro de cesantía.

Mercado laboral se recupera en línea con el avance del desconfinamiento



Nota: Cifras desestacionalizadas
Fuente: INE y Santander

Las brechas respecto a la situación prepandemia siguen siendo sustantivas

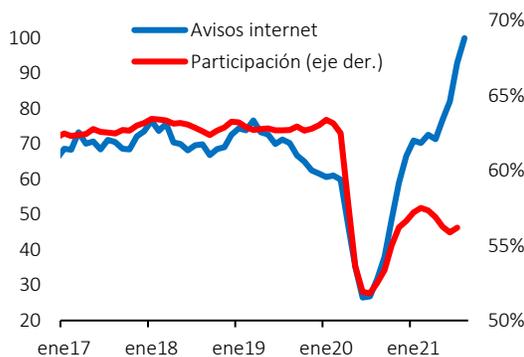


Fuente: INE y Santander

En el corto plazo, la principal incertidumbre es la velocidad a la que se podría recuperar la oferta de trabajo, que aparece como la mayor limitante para un alza en el empleo. Tal como hemos mencionado, existe un conjunto de factores detrás de la baja participación laboral. Uno de ellos, son las responsabilidades de cuidado en las familias cuando los niños no están asistiendo presencialmente a los colegios. Si bien el avance del desconfinamiento ha permitido retomar una serie de actividades, la asistencia presencial a los colegios sigue siendo limitada (solo un 19%, según la “Encuesta Nacional de Establecimientos Escolares en Pandemia” levantada a mediados de agosto). Dado lo anterior, es posible que la reincorporación de las mujeres a la fuerza laboral tarde más tiempo.

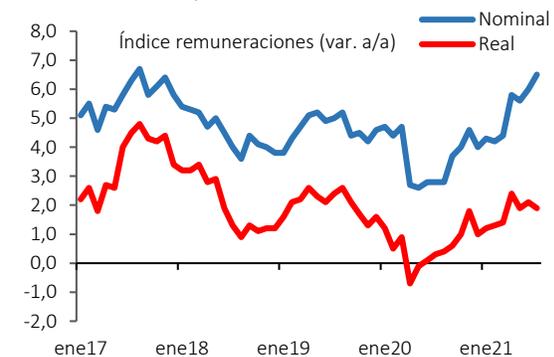
Por el lado de la demanda la situación sigue mostrándose muy dinámica, según se desprende de varios indicadores. Los avisos laborales en internet han alcanzado nuevos máximos y, según el último reporte del “Sistema de Bolsas de Empleo”, las vacantes disponibles en julio eran 85% superiores al último registro previo a la pandemia. En la misma línea, el Informe de Percepción de Negocios del Banco Central reportó que 51% de las empresas que habían buscado trabajadores durante 2021 no habían logrado cubrir sus vacantes. En este contexto, los salarios han seguido incrementándose (6,5% a/a nominal, 1,9% en términos reales) reflejando el desbalance entre oferta y demanda de trabajo.

Demanda por trabajo alcanza nuevos máximos



Fuente: BCCh, INE y Santander

Salarios siguen al alza, aunque la inflación está moderando su expansión real



Fuente: INE y Santander

Giro del escenario macroeconómico impacta fuertemente el valor de los activos locales

Las perspectivas de una mayor inflación, el significativo incremento de la Tasa de Política Monetaria (TPM) y una visión más *hawkish* respecto de la política monetaria futura por parte del instituto emisor, sumado a mayores primas por riesgo, llevaron a nuevas caídas en los valores de los activos locales.

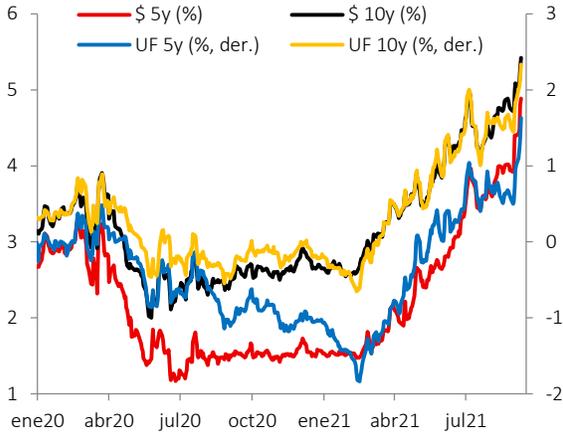
Las tasas de interés nominales subieron a lo largo de toda la curva, con movimientos algo más intensos en la parte corta. Las tasas de los bonos a un año se elevaron en 180pb, en tanto que las tasas a 10 años lo hicieron en 75pb, ubicándose sobre 5,4% al cierre de este informe, el nivel más alto desde 2013. Si bien ha habido un cierto aplanamiento en la curva de retornos, el hecho de que las tasas largas hayan subido luego del cambio de tono del Banco Central es llamativo y apunta a que el mercado ha comenzado a incorporar perspectivas de mayor inflación hacia adelante. De hecho, las tasas en UF aumentaron en magnitudes inferiores (+70 pb BTU10), reflejando nuevos incrementos en las compensaciones inflacionarias, que ya se ubican por sobre el 3% en el horizonte de política.

Durante agosto, la bolsa local tuvo una trayectoria al alza, impulsada por las buenas cifras de contagios y las perspectivas de un crecimiento elevado este año. Así, el IPSA alcanzó nuevamente los 4.500 puntos, superando los retornos de los índices de la región. Sin embargo, el inicio de la discusión por un nuevo retiro de fondos de pensiones elevó las primas por riesgo e hizo retroceder la bolsa hasta niveles similares a los que tenía a comienzos de agosto, por debajo de los 4.400 puntos.

El peso ha estado sujeto a una elevada volatilidad durante las últimas semanas. Después de una sistemática tendencia a la depreciación desde mayo, la moneda tendió a estabilizarse a comienzos de agosto para, luego del IPoM, apreciarse de manera importante favorecida no solo por el estrechamiento de las condiciones monetarias locales, sino también por el fortalecimiento del cobre y una depreciación global del dólar. No obstante, al cierre de este informe volvía a depreciarse con intensidad (hasta \$ 794).

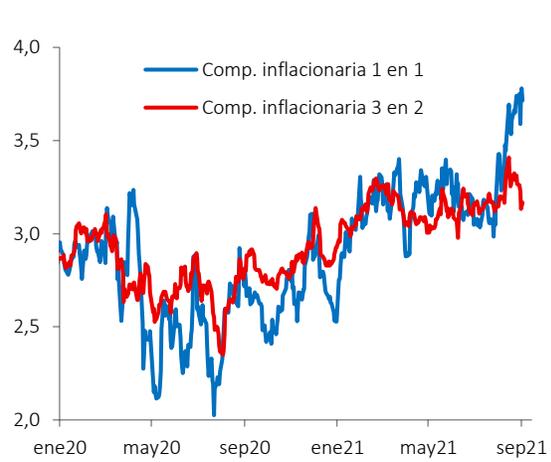
En las próximas semanas los mercados estarán sujetos a una elevada volatilidad derivada de la posibilidad de un nuevo retiro de fondos de pensiones. De acuerdo con distintas estimaciones, de aprobarse esta iniciativa, los montos que podrían retirarse rondarían nuevamente los US\$ 17.000 millones (6,4% del PIB). Aun en caso de que los retiros sean tributables –lo que se ha planteado como una forma para contenerlos– es posible que una fracción muy significativa de los montos sean efectivamente girados, tal como ocurrió con el segundo retiro. Eso implicará liquidación de activos, que presionará al alza las tasas de interés y a la baja la bolsa. Los movimientos recientes de las tasas *swap* que apuntan a una TPM en torno a 3% a fines de 2021 estarían incorporando este escenario. Si bien el flujo de divisas por la venta de posiciones externas podría apreciar la moneda en el corto plazo, las presiones inflacionarias de un nuevo retiro, así como la merma del ahorro nacional y el debilitamiento del mercado de capitales tenderán a debilitar la moneda, por lo que el tipo de cambio tendría una depreciación adicional y podría ubicarse sobre \$ 800. Otros factores que también pondrán presión al tipo de cambio son la posibilidad de una moderación del precio del cobre y el inicio del retiro de estímulos en EE.UU.

Tasas de interés presentan fuerte corrección al alza por presiones inflacionarias y mayor riesgo



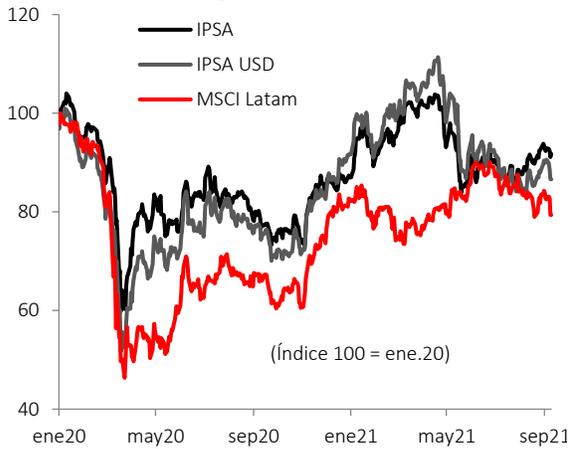
Fuente: RiskAmerica, Banco Central y Santander

Compensaciones inflacionarias se mantienen en niveles máximos



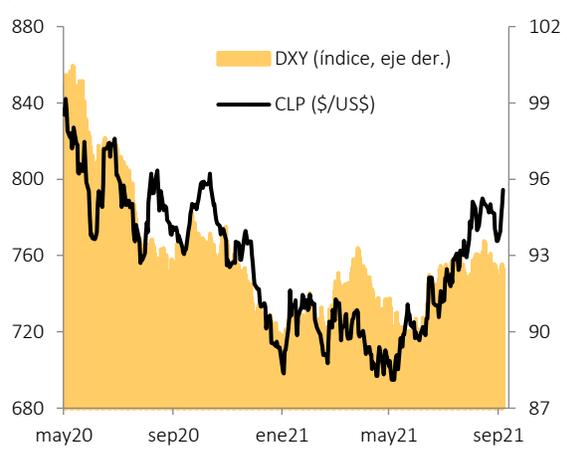
Fuente: Banco Central y Santander

Después de recuperarse durante el mes, IPSA retrocede en el margen



Fuente: Bloomberg y Santander

Tipo de cambio retoma tendencia al alza empujado por factores idiosincráticos

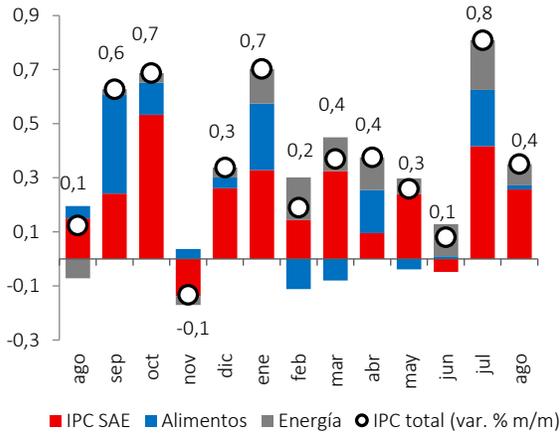


Fuente: Bloomberg y Santander

IPC de agosto confirma que presiones inflacionarias se han ido materializando

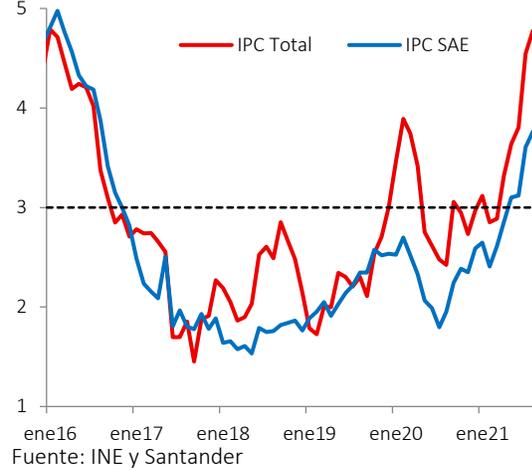
Por segundo mes consecutivo, el IPC se ubicó por sobre las expectativas de mercado (0,4% vs 0,3% esperado) y acumuló un incremento de 3,2% desde diciembre pasado. Si bien el dato del mes fue bastante menor al de julio (0,8%), la cifra reflejó nuevamente el impacto del proceso de apertura de la economía y el fuerte dinamismo del consumo. El avance del mes, sumado a las bajas bases de comparación, elevó la inflación anual hasta 4,8%.

Inflaciones de julio y agosto explicadas principalmente por componentes subyacentes



Fuente: INE y Santander

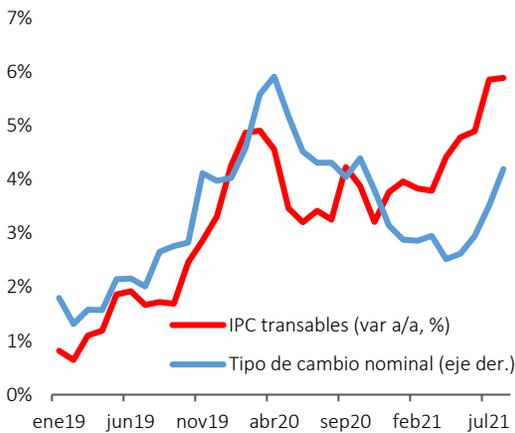
Inflación anual en 4,8%, y subyacente en 3,8%, las mayores desde 2016



Fuente: INE y Santander

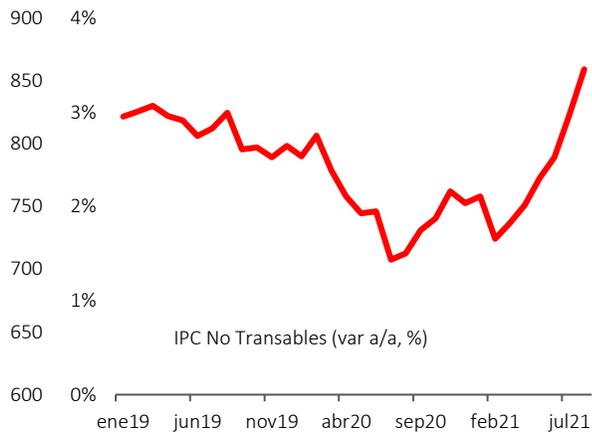
Más allá del alza en los precios de algunos bienes que han exhibido restricciones por el lado de la oferta -como automóviles nuevos, que han experimentado alzas significativas en julio y agosto- las subidas han reflejado un traspaso mayor desde costos importados a precios locales debido a las fuertes ventas de una serie de artículos. Por otra parte, el avance en las medidas de desconfinamiento ha impactado los precios de algunos servicios, sobre todo de aquellos que hasta hace poco no eran medidos directamente por el INE, sino que más bien eran imputados. Así, por ejemplo, los precios de restaurantes y hoteles anotaron un alza histórica de 1,8% en agosto, su mayor registro desde 2010.

Traspaso de costos importados a inflación de transables ha subido



Fuente: INE y Santander

Inflación de no transables se ha acelerado



Fuente: INE y Santander

El término de las imputaciones de precios será particularmente relevante en septiembre, cuando se vuelvan a medir servicios de alta ponderación como Pasaje Aéreo y Paquete Turístico. Además, antecedentes preliminares para el mes muestran que los precios de alimentos están registrando alzas importantes, en línea con patrones estacionales históricos. Por otro lado, se ha observado una cierta moderación en los precios de algunas líneas de productos que registraron incrementos históricos en

2020 (línea blanca, repuestos automotrices, herramientas, equipamiento audiovisual), debido a una normalización de inventarios. Con ello, estimamos que el IPC de este mes tendrá un crecimiento de entre 0,7% y 0,9%.

Hacia delante, las proyecciones de inflación se han ajustado significativamente al alza, en particular, tras el IPoM de septiembre, donde el Banco Central elevó su estimación para el cierre de año hasta 5,7% (desde 4,4% en el informe previo). Por su parte, las expectativas inflacionarias que se desprenden de algunas encuestas y de los precios financieros también han subido de manera relevante. Dado lo anterior, hemos ajustado al alza nuestras proyecciones de inflación para el año a niveles en torno a 5,3%. Esta cifra no considera un posible cuarto retiro de fondos de pensiones. De producirse, la presión sobre los precios sería aún más significativa y el año podría cerrar con una variación anual del IPC por sobre 6%.

Banco Central acelera ritmo de retiro del estímulo monetario

Luego de la sorpresiva alza de 25pb de la TPM en julio, el Consejo del instituto emisor, de manera unánime, volvió a subir la tasa a fines de agosto, esta vez en 75 pb, para llevarla a 1,5%. Con ello, se aceleró el ritmo de normalización monetaria, aunque el impulso sigue siendo muy significativo. Si bien el aumento fue el más elevado desde que se utiliza la tasa nominal como instrumento de política, el hecho de haber un menor número de reuniones en el año desde 2018 hace más factible que se produzcan movimientos de esa magnitud. El IPoM apuntó a incrementos más rápidos de los previamente comunicados y de lo considerado por el mercado hasta ese momento, con lo que la tasa rectora podría llegar hasta su nivel neutral -en torno a 3,5%- durante el primer semestre del próximo año, para luego empinarse hasta más de 4,5% a fines del próximo ejercicio.

Esta visión, bastante más *hawkish* que la del IPoM previo, responde al cambio en el escenario macroeconómico delineado en el nuevo informe, donde se prevé un fuerte crecimiento de la demanda agregada y del PIB de este año -producto de una política fiscal altamente expansiva y los shocks de liquidez recibidos por los hogares hasta ahora- y una importante aceleración de la inflación, que se ubicaría muy por sobre el rango de tolerancia en los próximos meses. Además, se da en un contexto donde las expectativas inflacionarias a distintos horizontes han subido de manera rápida. Dentro de estas, destaca la última Encuesta de Operadores Financieros, que apuntó a una inflación por sobre la meta de 3% en un horizonte de dos años. Esto indica que los riesgos de un desanclaje de expectativas han aumentado considerablemente.

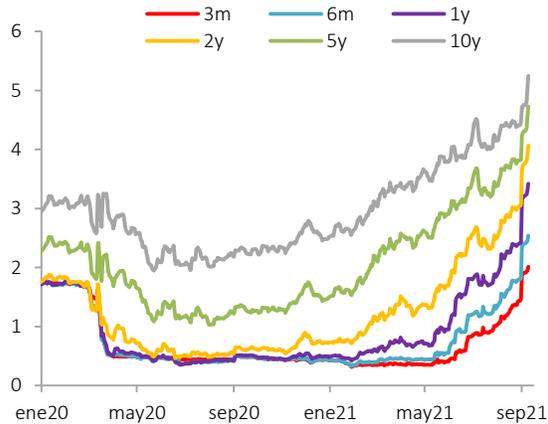
Luego del IPoM, las tasas de mercado intensificaron su trayectoria al alza y se tendieron a alinear con el escenario base señalado en el informe. Así, las tasas *swap* ahora apuntan a que la TPM podría cerrar el año en torno a 3%, mientras que en 2022 terminaría en torno a 5% (menos que en la cota superior del corredor de la tasa del IPoM).

En nuestro caso, estimamos que lo más plausible es que el Consejo eleve la TPM en 50pb en cada una de las dos siguientes reuniones que quedan en el año, para cerrar en 2,5%. Luego, el ritmo de retiro del estímulo sería más lento que lo proyectado por la autoridad monetaria y por el mercado. En particular, prevemos que, en caso de haber un ajuste fiscal significativo, coherente con una reducción relevante del déficit estructural, la demanda agregada sufrirá un freno muy importante, restando presiones inflacionarias y dando espacio para pausar el retiro del estímulo. En este

escenario, la TPM se podría estabilizar en torno a su nivel neutral en la segunda parte del próximo año. Con todo, si el impulso fiscal no se modera lo suficiente, las presiones al alza sobre los precios y el tipo de cambio se mantendrán elevadas -en el caso del tipo de cambio, por el riesgo de una deuda creciendo a un ritmo acelerado-, lo que requeriría acelerar las subidas de la TPM, probablemente a un ritmo similar al considerado en los precios financieros.

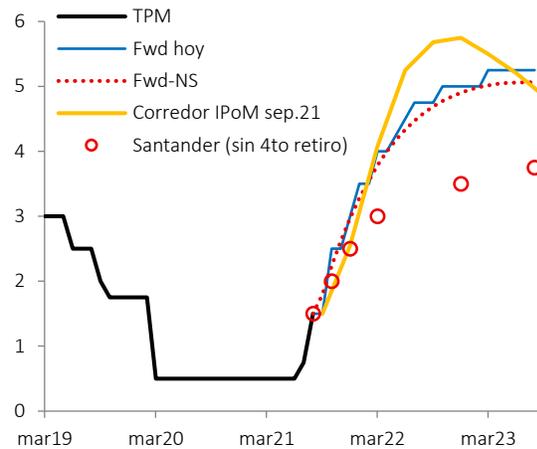
Por último, un posible cuarto retiro de fondos previsionales impone un riesgo adicional al alza para la tasa, tanto por el efecto en los precios de la mayor liquidez -que se suma a los elevados montos en cuentas corrientes y vista de personas que superan en torno a 8 pp del PIB su nivel de tendencia-, como por el impacto que esto podría generar en las expectativas de inflación, en las primas por riesgo y en el tipo de cambio. En este escenario, no es descartable que el Banco Central eleve la TPM a niveles cercanos a 3% a fines de año, para luego llevarla a terreno decididamente contractivo.

Nuevo escenario macro eleva fuertemente las tasas swap



Fuente: Bloomberg y Santander

La TPM llegaría a 2,5% a fines de 2021



Fuente: Bloomberg, Banco Central y Santander

Presupuesto será clave para la evolución de la actividad en 2022 y el ritmo futuro de la política monetaria

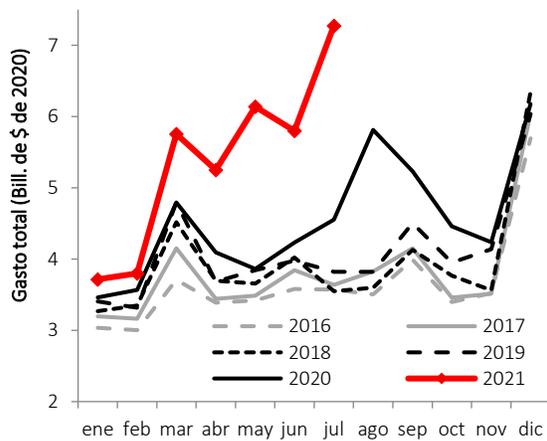
El gasto fiscal ha mostrado niveles excepcionalmente elevados durante la mayor parte del año, pero en julio volvió a romper un récord con desembolsos por cerca de US\$ 10.000 millones (solo en el componente “subsidijs y donaciones” se gastaron más de US\$ 6.000 millones debido al pago del IFE universal y los subsidijs a las pymes). Con esto, en lo que va del año, el gasto registra una expansión de 32%. Los ingresos, en tanto, han crecido 29% debido a bases de comparación muy bajas por las medidas de alivio tributario de 2020 y por el elevado precio del cobre. Con ello, el déficit acumulado en los últimos doce meses alcanza 8% de PIB, y es probable que cierre el año con una cifra cercana a 8,5% del PIB.

A fines de este mes el Gobierno debe presentar al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto para 2022. Este debiese contemplar una significativa contracción del gasto para comenzar el proceso de

consolidación fiscal. De acuerdo con estimaciones de la propia Dirección de Presupuesto, hasta antes de la extensión del IFE universal hasta fin de año, reducir el déficit estructural desde 9,5% hasta 3,9% del PIB -coherente con el compromiso fiscal- requería una caída del gasto de 20%. Con la extensión del IFE, ésta debiese ser mayor, cercana a 25%. Esto se podría lograr descontinuoando el IFE (US\$ 21.350 millones) o bien con ajustes muy significativos en otras partidas de gasto. Con todo, un ajuste de esta magnitud parece poco plausible desde un punto de vista político y podría significar un freno muy abrupto en la demanda interna de cara al próximo año.

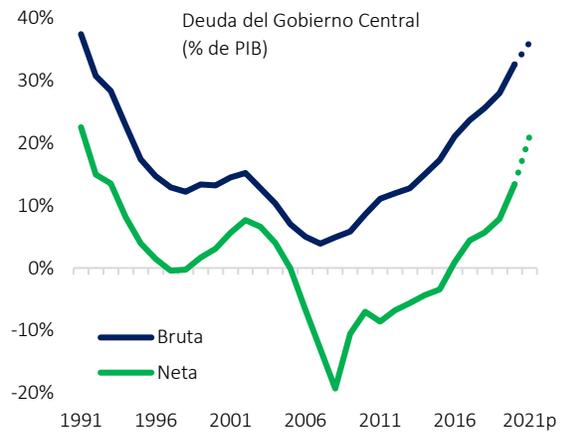
En caso de no haber una reducción drástica de gasto, se corre el riesgo de entrar en una dinámica que haga poco sostenible la deuda en el mediano plazo. Además, las presiones inflacionarias que ello generaría harían necesario un ajuste más intenso en el impulso monetario, lo que dará como resultado subidas más drásticas en las tasas de interés. Dado todo lo anterior, estimamos que el presupuesto del próximo año debiese contemplar una caída del gasto cercana al 15%, lo que permitiría llevar el déficit a un rango de entre 4% y 5% del PIB.

Gasto fiscal alcanzó nuevo récord en julio



Fuente: Dipres y Santander

Retiros de fondos soberanos aceleran aumento de la deuda neta



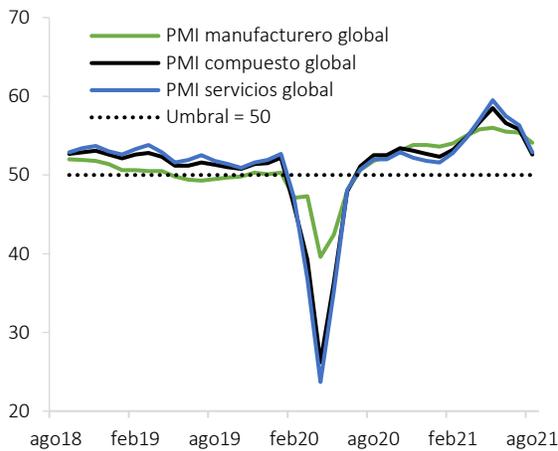
Nota: 2021 corresponde a proyección Santander
Fuente: Ministerio de Hacienda y Santander

Retiro del estímulo monetario en EE.UU. en compás de espera

Durante el mes, la atención de los mercados estuvo enfocada en posibles anuncios de la Fed respecto al inicio del retiro de los estímulos monetarios. Sin embargo, la intervención de Jerome Powell en la convención de *Jackson Hole* puso paños fríos a la posibilidad de una reducción rápida en el ritmo de compra de activos. La inflación a nivel global ha seguido avanzando debido a la recuperación de los precios de los combustibles, los cuellos de botella que se mantienen en algunas cadenas de suministro y la elevada liquidez. Esto, junto con el avance en el desconfinamiento, que permitirá el retorno de algunos servicios con operaciones interrumpidas por periodos prolongados, ha alimentado temores de efectos más permanentes en los precios. Por su parte, nuevos focos de contagio de la pandemia en China llevaron a una fuerte desaceleración de la actividad de servicios de ese país, que se sumó a un sector manufacturero que ha avanzado a un ritmo lento en meses recientes. Esto se vio reflejado en una moderación de la actividad mundial en agosto (PMI Global: 52,6 vs. 55,8 previo), aunque se mantiene en terreno optimista.

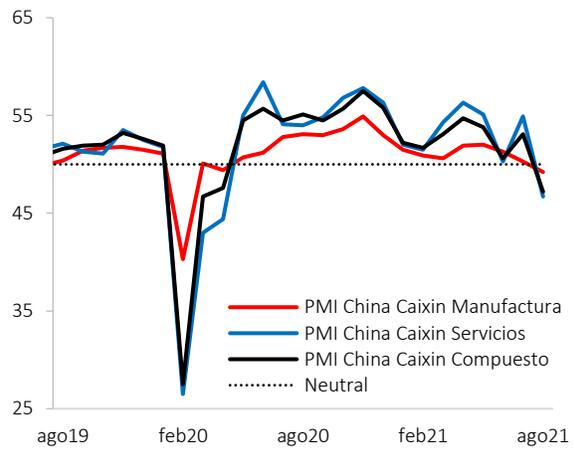
En este contexto, los mercados internacionales mostraron avances durante el mes (MSCI global: +2%), destacando los incrementos en Japón (+7%), EE.UU. (S&P 500: +2%) y las bolsas emergentes (MSCI EM: +1%). En contraste, los índices bursátiles en China (-1%) y Latinoamérica (-5%) retrocedieron. Este último liderado por la caída en la plaza brasileña (-7%), afectada por las débiles cifras de actividad (PIB 2T21: -0,1% t/t vs. +0,2% esperado), los impactos de la sequía y la aprobación de una reforma al impuesto a la renta. Por su parte, las tasas de largo plazo en las principales economías suben en promedio +8pb y el dólar se deprecia a nivel global (1%).

Aunque más moderada, la actividad global sigue siendo favorable



Fuente: Bloomberg y Santander

La desaceleración en China es una realidad, la preocupación está en la velocidad de ajuste

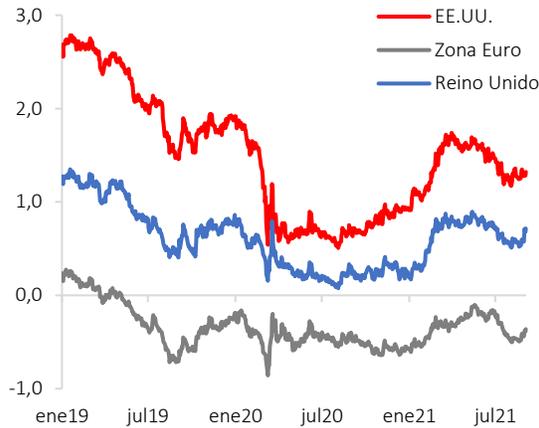


Fuente: Bloomberg y Santander

En Europa, la minuta correspondiente a la reunión de julio del Banco Central Europeo (BCE) mostró una amplia discusión respecto al curso de la política monetaria, sobre todo ante las presiones inflacionarias y los riesgos desde el frente sanitario. En línea con ello, el dato preliminar de inflación de agosto sorprendió al alza (0,4% m/m vs. 0,2% previsto; 3% a/a vs. 2,7% esperado). En cuanto a la actividad, el PMI manufacturero se mantuvo en territorio de optimismo (61,4 vs. 61,5 esperado), aunque el componente de servicios retrocedió (desde 59,7 a 59,0), y el PIB del 2T21 se recupera con fuerza (2,2% t/t vs. 2,0% previo y 14,3% a/a vs. 13,6% esperado). Así, en su reunión de septiembre

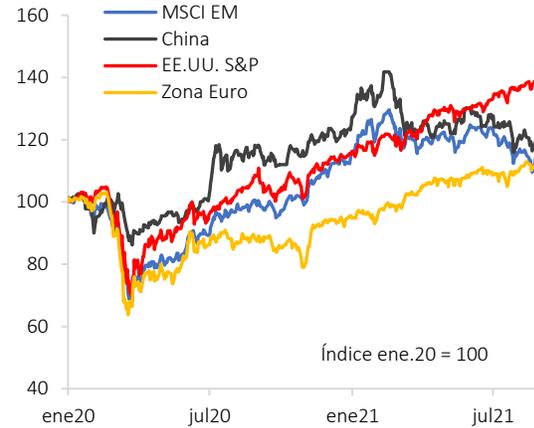
el BCE decidió mantener la tasa de interés sin cambios, pero anunció la moderación del programa de compras de bonos relacionados con la pandemia a partir del próximo trimestre, y corrigió sus proyecciones de inflación a largo plazo hasta 2,2% en 2021, 1,7% en 2022 y 1,5% en 2023.

Tasas de largo plazo de economías desarrolladas revierten la tendencia y aumentan en el margen



Fuente: Bloomberg y Santander.

Índices bursátiles avanzaron en el mes, con la excepción de China



Fuente: Bloomberg y Santander.

Por su parte, luego de estrictas restricciones ante brotes nuevos asociados a la variante Delta, China celebró haber controlado los contagios locales a fines de agosto, permitiendo la apertura de sectores que estaban con confinamientos temporales. A diferencia de la tendencia mundial, las presiones inflacionarias no han representado un riesgo relevante para el gigante asiático, toda vez que su IPC crece en torno al 1% a/a. Durante el mes, la principal novedad fue la caída de los indicadores de PMI a terreno de pesimismo, sobre todo el componente de servicios que, en la medida de Caixin pasó de 54,9 a 46,7 en agosto, el nivel más bajo desde abril de 2020. También se conocieron datos de comercio exterior, donde la moderación de las cifras resultó mayor a la anticipada (exportaciones: 15,7% a/a vs. 17,2% esperado; importaciones: 23,1% a/a vs. 27,0% esperado). Con todo, los mercados no tienen incorporado un escenario de *hard landing* y las cifras apuntan a efectos puntuales y transitorios por las medidas adoptadas para acotar los focos de Covid-19 detectados en algunas ciudades.

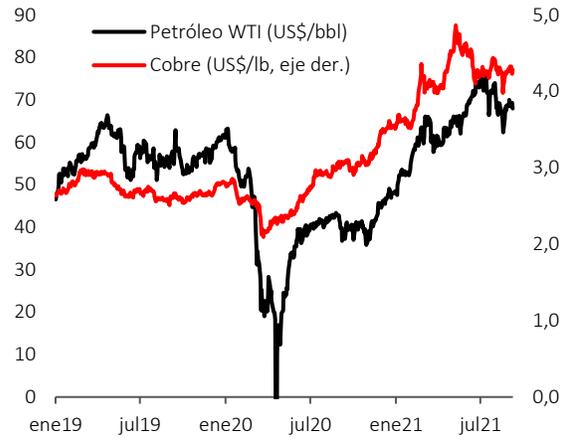
Precio del petróleo se recupera parcialmente mientras que el cobre se mantiene estable

Tras experimentar significativos retrocesos hace unas semanas por los temores de desaceleración de la demanda por menor consumo de China, una serie de factores se han conjugado para que el precio del crudo (WTI) recupere niveles de US\$ 70 el barril. Por un lado, el paso del huracán Ida obligó a paralizar la extracción del 95% de la producción del Golfo, equivalente a 1,7 millones de barriles diarios, mientras que los inventarios siguieron cayendo, en particular los de EEUU. Estos últimos están en la parte baja del rango de los últimos cinco años, dando cuenta de una oferta muy restringida. Por su parte, pese a los datos negativos de actividad en China, la demanda global se ha mantenido muy dinámica. Finalmente, en su última reunión de coordinación mensual, la OPEP ampliada mantuvo su decisión de incrementar gradualmente la producción hasta diciembre, a la vez que aumentó su

proyección de demanda de petróleo para 2022 en 0,9 millones de barriles diarios. De este modo, se prevé que los inventarios de la OECD seguirían bajos hasta, por lo menos, mayo del próximo año.

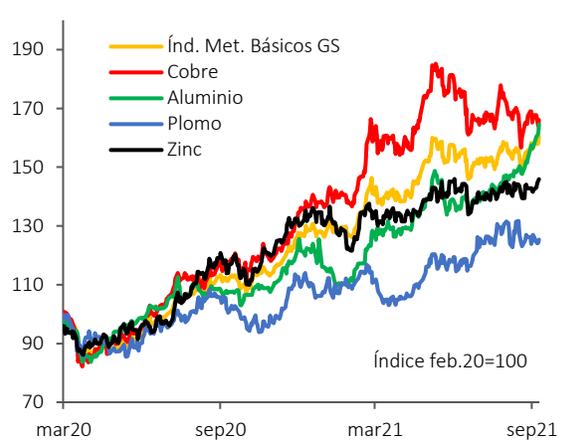
A diferencia del petróleo, el valor del cobre se ha mantenido más estable, en niveles en torno a US\$ 4,20 la libra. En sus perspectivas de precio es clave la significativa desaceleración del crecimiento de China para los próximos trimestres, así como el uso que haría de sus reservas para mantener estabilizado el precio como se anunció hace un par de meses. En tanto, en Chile, el mayor productor mundial, hasta ahora se han podido resolver exitosamente las últimas negociaciones colectivas de la gran minería destacando Escondida y Andina, evitando presiones alcistas por el lado de la oferta.

Precios del petróleo tienden a recuperarse y cobre se mantiene estable (US\$ barril y libra)



Fuente: Bloomberg y Santander

Precios del cobre y aluminio presentan los mayores aumentos desde que comenzó la pandemia



Fuente: Bloomberg y Santander

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	10,0/11,0	1,0/2,0
Demanda interna (var. real % a/a)	-0,5	2,5	1,8	2,9	4,5	1,0	-9,1	17,5	0,6
Consumo total (var. real % a/a)	2,9	2,6	3,5	3,6	3,7	0,8	-6,9	16,0	-1,0
Consumo privado (var. real % a/a)	2,7	2,1	2,7	3,4	3,8	1,0	-7,5	17,5	-0,5
Consumo público (var. real % a/a)	3,8	4,8	7,2	4,6	3,3	-0,2	-3,9	11,5	-2,5
Formación capital fijo (var. real % a/a)	-4,8	-0,3	-1,3	-3,1	5,1	4,4	-11,5	14,5	3,5
Exportaciones (var. real % a/a)	0,3	-1,7	0,5	-1,5	5,3	-2,6	-1,0	1,5	3,0
Importaciones (var. real % a/a)	-6,5	-1,1	0,9	4,6	8,1	-2,4	-12,7	25,5	0,5
PIB (US\$ miles de millones)	260,6	244,3	250,6	277,1	298,9	282,7	255	315	315
PIB per cápita (US\$ miles)	14,6	13,6	13,8	15,0	15,9	14,8	13,0	16,0	15,6
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	17,0	14,0
Exportaciones (US\$ miles de millones)	75,1	62,0	60,7	68,8	75,2	69,9	71,7	91,0	88,0
Importaciones (US\$ miles de millones)	68,6	58,6	55,9	61,4	70,6	65,7	54,9	74,0	74,0
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	-5,2	-5,7	-5,0	-6,4	-9,2	-10,5	3,4	-7,0	-6,4
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,0	-2,4	-2,0	-2,3	-3,1	-3,7	1,3	-2,3	-2,1
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	5,3	3,7
Inflación del IPC (var. a/a, % promedio)	4,7	4,3	3,8	2,2	2,4	2,3	3,0	4,1	4,7
Inflación del IPCSAE (var. a/a, % a diciembre)	4,3	4,7	2,8	1,9	2,3	2,5	2,6	4,0	3,5
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	752	785
Tasa de política monetaria (% , cierre año)	3,00	3,50	3,50	2,50	2,75	1,75	0,5	2,5	3,5
Tasa de política monetaria (% , promedio año)	3,75	3,06	3,5	2,7	2,52	2,48	0,8	1,1	3,3

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	-8,5	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.