

# Panorama Económico

---

*Junio 2021*

Fecha de cierre del informe: 25 de junio

*Nota importante: Los resultados de este informe, tanto en los aspectos económicos como financieros, no corresponden a recomendaciones de compra/venta de activos financieros o reales, sino que son sólo estimaciones analíticas para comprender el comportamiento de las variables macroeconómicas básicas y del mercado accionario. Las posibles pérdidas emanadas de la toma de posiciones en base a esta información son de exclusiva responsabilidad del gestor de portafolio.*

## I. Resumen: Aspectos destacados

---

- Para mayo, estimamos un crecimiento anual del IMACEC de 16,5%, nuevamente por arriba de la proyección del mercado de acuerdo a la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), que tiene una mediana de 15,2%. Lo más relevante para esta estimación es la muy baja base de comparación de mayo 2020. Adicionalmente, la notable adaptación de los sectores a las restricciones, los estímulos a la demanda y la presencia de un día hábil más en el mes.
- Para junio, mes en que se repiten los mismos factores mencionados para mayo, salvo un efecto calendario nulo, proyectamos un crecimiento anual de 14,5%. Con esto, nuestra proyección de crecimiento anual del PIB para el segundo trimestre es 15% y para el primer semestre 7,7%.
- En julio, la base de comparación seguirá siendo muy baja, aunque algo menos que durante el segundo trimestre. Habrá un día hábil menos que en igual mes de 2020, pero por otro lado esperamos que se intensifique el proceso de apertura iniciado durante la segunda quincena de junio. En el agregado, preliminarmente, proyectamos un crecimiento de 12,1% para julio.
- Para 2021 corregimos al alza nuestra proyección desde un rango de 6,5% a 7,5%, a uno entre 7,5% y 8,5%. Los factores que explican esta corrección al alza son los mismos que mencionamos para el aumento que hizo el Banco Central en su IPoM de junio. Sin embargo, aunque la media de nuestra proyección es un punto porcentual más alta que la mediana de la expectativa de la EEE, nuestro techo coincide con el piso de la proyección del Banco Central.
- Proyectamos una inflación de 0,3% para junio, por lo que volvemos a estar alineados con el mercado de acuerdo a las encuestas del Banco Central (EEE y EOF).
- Para los meses de julio y agosto, preliminarmente proyectamos una inflación de 0,3% en cada mes, una décima por arriba del mercado. Nuestra expectativa de mayor inflación tiene que ver tanto con los estímulos fiscales y monetarios, como con la depreciación del peso luego de la fuerte caída del precio del cobre en la última semana.
- Nuestra proyección de inflación anual al cierre del año, la subimos de 3,6% a 4,0%. Este ajuste se explica por el crecimiento en torno a 8% que proyectamos para el año, que determina un cierre de la brecha del producto más rápida de lo anticipado previamente. Sin embargo, nuestra proyección se encuentra casi en el centro de la expectativa del mercado, 3,5% para la EEE, y la del Banco Central, 4,4%.
- Consideramos altamente probable que en la reunión de política monetaria del 14 y 15 de julio se inicie el proceso de retiro parcial del estímulo monetario con un aumento de 25 puntos básicos. Esperamos que se repitan aumentos de igual magnitud en las reuniones de agosto, octubre y diciembre, con la que la TPM cerraría el año en 1,5%.

## II. ACTIVIDAD ECONÓMICA: PIB CRECERÍA ENTRE 8% Y 9% EN 2021

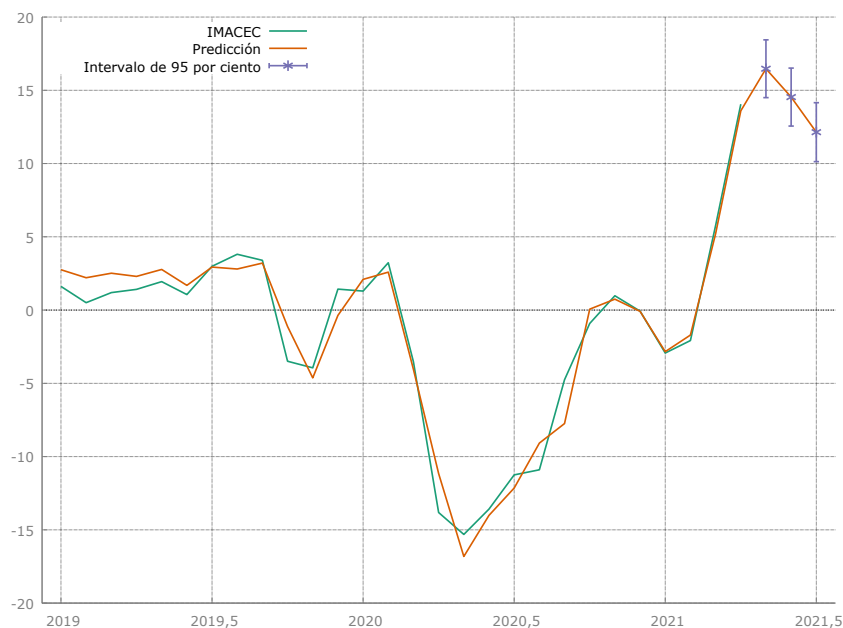
---

- En abril el crecimiento anual del IMACEC fue 14,1%, muy por sobre la expectativa del mercado, que de acuerdo a la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) esperaba un crecimiento de 9,5%. Por nuestra parte, aunque estábamos en la cola superior de las predicciones, igual nos quedamos cortos con nuestro pronóstico de 12,8%.
- A este fuerte crecimiento contribuyeron casi todos los sectores que se destacan en el reporte del Banco Central, en particular el Comercio que en términos anuales aumentó 33,1%, Servicios que lo hizo en 16,3% y la Industria que creció 11,3%. Incluso la Minería, que en cuatro de los cinco meses previos había caído, creció 4,1%. La excepción provino de Resto de bienes (que incluye la Construcción) que se contrajo 1% en términos anuales.
- Esta sorpresa repite la del mes de marzo, reflejando una notable adaptación del aparato productivo a las restricciones a la movilidad y también, probablemente, un bajo cumplimiento de algunas de estas restricciones.
- Este crecimiento, por sobre lo anticipado en los primeros meses del año, es uno de los factores que llevó al aumento de 2 puntos porcentuales en la proyección de crecimiento para 2021 que hizo el Banco Central en su IPoM de junio, pasando de un rango esperado entre 6,5% y 7,5% a uno de 8,5% a 9,5%.
- Pero este ajuste al alza sin precedentes no puede explicarse solo por las sorpresas de crecimiento de los últimos meses. También contribuyeron la ampliación del Ingreso Familiar de Emergencia, que supone un desembolso fiscal adicional de casi 4% del PIB, y el rápido avance del proceso de vacunación, que al cierre de este informe parece estar determinando una fuerte caída de los contagios que podría confirmar la expectativa de acelerar la reducción de restricciones a la actividad en julio.
- En cualquier caso, nuestra estimación y proyección de crecimiento para los meses de mayo, junio y julio refuerza la idea de que en 2021 tendremos un crecimiento mayor a lo previamente previsto. **Ver Gráfico 1.**
- Para mayo, estimamos un crecimiento anual del IMACEC de 16,5%, nuevamente por arriba de la proyección del mercado, que de acuerdo a la EEE tiene una mediana de 15,2%. Lo más relevante para esta estimación es la muy baja base de comparación de mayo 2020. Adicionalmente, son factores relevantes lo que señalamos en relación a la adaptación de los sectores a las restricciones, los estímulos a la demanda y la presencia de un día hábil más en el mes.
- Para junio, mes en que se repiten los mismos factores antes mencionados para mayo, salvo un efecto calendario nulo, proyectamos un crecimiento anual de 14,5%. Con esto, nuestra proyección de crecimiento anual del PIB para el segundo trimestre es 15% y para el primer semestre 7,7%.
- En julio, la base de comparación seguirá siendo muy baja, aunque algo menos que durante el segundo trimestre. Habrá un día hábil menos que en igual mes de 2020, pero por otro lado esperamos que se intensifique el proceso de apertura iniciado durante la segunda quincena de junio. En el agregado, preliminarmente, proyectamos un crecimiento de 12,1% para julio.
- Para 2021 corregimos al alza nuestra proyección, desde un rango de 6,5% a 7,5% a uno entre 7,5% y 8,5%. Los factores que explican esta corrección al alza son los mismos que mencionamos para el aumento que hizo el Banco Central en su IPoM de junio. Sin embargo, aunque la media de nuestra

proyección es un punto porcentual más alta que la mediana de la expectativa de la EEE, nuestro techo coincide con el piso de la proyección del Banco Central.

- Con todo, nuestra proyección supone que en el tercer trimestre volveremos a tener un crecimiento anual de dos dígitos, que se reduce en torno a 6% en el último trimestre del año. También, nuestra proyección asume que no se da otra ola de contagios y que el proceso constitucional y político es exitoso en el sentido que logrará canalizar las demandas sociales de manera pacífica y reducir la incertidumbre que ha marcado el período.
- En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de desempleo se ubicó en 10,2% en el trimestre móvil febrero-abril, una reducción de dos décimas de punto porcentual respecto al trimestre anterior y un aumento de 1,2 puntos porcentuales en doce meses.
- En el último año los ocupados cayeron 1,6%, mientras la fuerza de trabajo lo hizo en 0,2%. En cuanto a la composición sectorial, las mayores caídas de la ocupación se dieron en hogares como empleadores (-17,0%), servicios administrativos y de apoyo (-15,7%) y alojamiento y servicios de comida (-11,7%).
- Aunque el número de desocupados ya es algo menor al millón de personas, la tasa combinada de desocupación y fuerza de trabajo potencial se mantiene elevada, 21,2%.
- A pesar del fuerte crecimiento del IMACEC en los últimos dos meses, y el crecimiento también rápido que pronosticamos para los próximos tres, no proyectamos una baja significativa en la tasa de desempleo, ya que por un lado la dinámica anual de la actividad se explica principalmente por una baja base de comparación, y por otro lado no ha estado acompañada de una expansión de la actividad en el margen.
- Recién cuando comiencen a entrar los datos de julio veremos un aumento en la ocupación, aunque no necesariamente una caída significativa en la tasa de desempleo, porque más gente saldrá a buscar trabajo, esto es, se incrementará también la fuerza de trabajo.

**Gráfico 1 IMACEC observado y proyectado (variación % anual)**

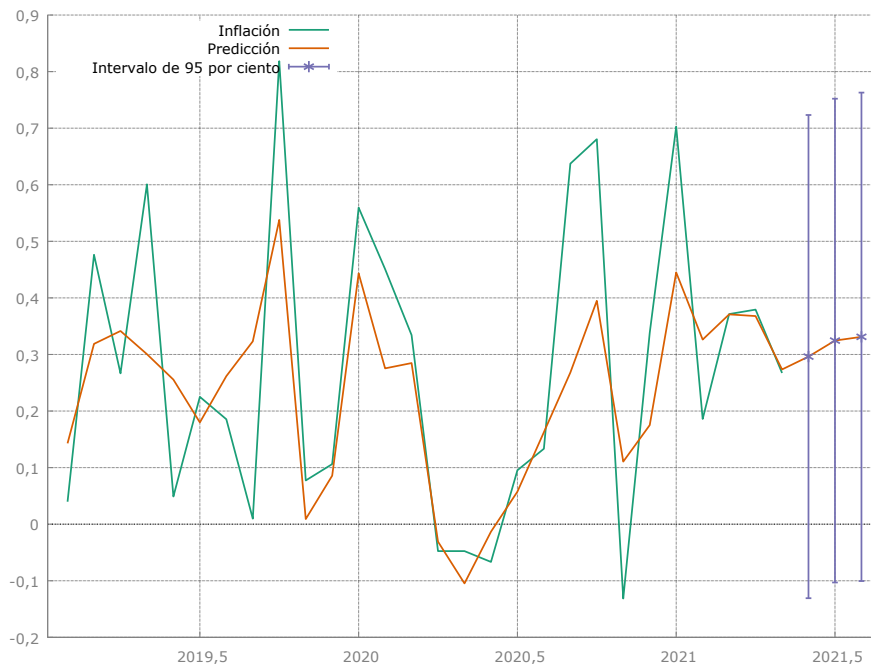


Fuente: BCCH y elaboración propia.

### III. PANORAMA INFLACIONARIO: INFLACIÓN ANUAL CERRARÍA EL AÑO EN 4%

- En mayo la inflación mensual fue 0,3%, en línea con nuestra proyección y la de las encuestas del Banco Central (EEE y OAF). Con este dato, la inflación acumulada en el año alcanzó a 1,9% y en los últimos doce meses a 3,6%.
- Cinco de las doce divisiones contribuyeron positivamente a la inflación mensual, siendo las más relevantes: Transporte, 1,5% e incidencia de 0,188 pp., Equipamiento y mantención del hogar, 0,8% e incidencia de 0,050 pp., y Bienes y servicios diversos, 0,9% e incidencia de 0,045 pp. Cuatro divisiones presentaron bajas en sus precios, destacando la disminución de Alimentos y bebidas no alcohólicas, -0,2% e incidencia de -0,039 pp., Vivienda y servicios básicos, -0,2% e incidencia de -0,023 pp., y Vestuario y calzado, -0,5% e incidencia de -0,017.
- La inflación subyacente, IPC menos alimentos y energía, fue de 0,3%, con lo que la inflación anual de este componente del IPC alcanzó a 3,1%.
- Para el mes de junio proyectamos una inflación de 0,3%, por lo que volvemos a estar alineados con el mercado de acuerdo a las encuestas del Banco Central (EEE y EOF). Ver **Gráfico 2**.
- Para los meses de julio y agosto, preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,3% en cada mes, una décima por arriba del mercado. Nuestra expectativa de mayor inflación para esos meses, tiene que ver tanto con los estímulos fiscales y monetarios, como con la depreciación del peso luego de la fuerte caída del precio del cobre en la última semana.

**Gráfico 2 Inflación observada y proyectada (variación porcentual mensual)**



Fuente: INE y elaboración propia.

- En cuanto a nuestra proyección de inflación anual al cierre del año, la subimos de 3,6% a 4,0%. Este ajuste se explica por el crecimiento en torno a 8% que proyectamos para el año, que determina un cierre de la brecha del producto más rápida de lo anticipado previamente. Sin embargo, nuestra proyección se encuentra casi en el centro de la expectativa del mercado, 3,5% para la EEE, y la del Banco Central, 4,4%.

#### **IV. POLÍTICA MONETARIA: PRIMER AUMENTO DE LA TPM SERÍA EN JULIO Y LLEGARÍA A 1,5% EN DICIEMBRE**

---

- Aunque el Banco Central nunca es explícito respecto a la fecha en que comenzará a mover la tasa de política monetaria, el IPoM de junio no dejó muchas dudas respecto a que se adelanta la fecha para el inicio del retiro gradual del estímulo monetario.
- En el último párrafo de la página 9 del IPoM se señala: “En particular, el mayor crecimiento previsto para el gasto y la actividad harán menos necesario que el impulso monetario apoye la recuperación de la economía con la intensidad actual, por lo que debería comenzar a moderarse gradualmente, antes de lo previsto en el IPoM anterior”. Y en el primer párrafo de la página 10 se agrega: “En todo caso, aún en un contexto de gradual normalización, la política monetaria continuará acompañando la recuperación de la economía. Es así como, partiendo de uno de los niveles más expansivos entre economías comparables, en el escenario central se anticipa que la TPM estará por debajo de su valor neutral durante todo el horizonte de política de dos años”.
- En el IPoM de junio el BC también reduce su estimación de TPM neutral nominal en 50 puntos base, a un rango de 3,25% a 3,75%. De manera que en el párrafo anterior nos dice que por los próximos dos años la TPM debe estar por debajo de 3,5%. Pero ahora la TPM está en 0,5%, y la pregunta es ¿cuándo comenzarán los aumentos para iniciar el retiro gradual del estímulo?
- Pero si en el IPoM de junio se dieron las primeras señales de un cambio de escenario, por la minuta de la reunión de política monetaria del 8 de junio, publicada el 23 de junio, nos enteramos que el Consejo en esa reunión discutió dos alternativas para la TPM, mantenerla en 0,50% o subirla 25 puntos básicos hasta 0,75%.
- Finalmente se decidió mantenerla en 0,50%, principalmente por razones tácticas y para mantener la dinámica tradicional usada ante cambios de estrategia: primero anunciar un cambio de sesgo, cosa que se hizo en el IPoM de junio, y luego proceder con los ajustes, que en este caso serían graduales.
- Actualizado el escenario y ajustado el sesgo, consideramos altamente probable que en la reunión de política monetaria del 14 y 15 de julio se inicie el proceso de retiro parcial del estímulo monetario con un aumento de 25 puntos básicos. Esperamos que se repitan aumentos de igual magnitud en las reuniones de agosto, octubre y diciembre, con la que la TPM cerraría el año en 1,5%.
- Es interesante contrastar las diferentes aproximaciones del BCCH y la Fed, como revisamos más adelante, ante escenarios con varias similitudes. En el caso de Chile, a las primeras señales de presiones inflacionarias y a pesar de que las expectativas de inflación a uno y dos años continúan ancladas en torno a la meta, el BCCH iniciaría pronto el retiro del estímulo. En el caso de la Fed se toman con bastante menos ortodoxia el cambio de escenario.
- Se podría argumentar que el objetivo macroeconómico del BCCH es la meta de inflación, en tanto que el de la Fed es dual: inflación y desempleo. Sin embargo, la tasa de desempleo en Estados Unidos es menos de la mitad de la de Chile.

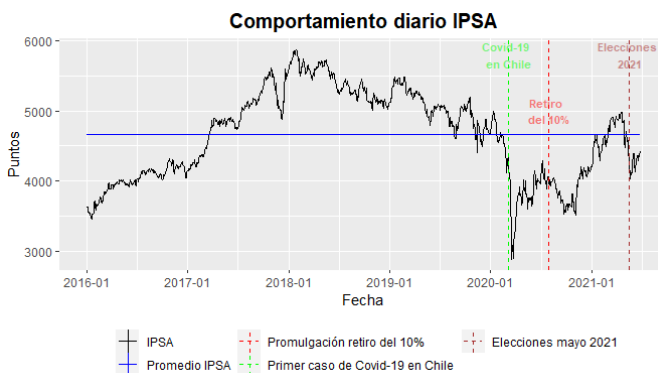
## V. PANORAMA MUNDIAL: FED REITERA QUE REPUNTE INFLACIONARIO SERÍA TRANSITORIO

---

- En mayo, la inflación anual en Estados Unidos alcanzó a 5%, su nivel más alto desde julio de 2008, mes en que llegó a 5,6%, justo antes de la crisis sub prime. El nivel máximo previo fue en noviembre de 1990, también luego de una crisis financiera originada por una burbuja inmobiliaria en Japón.
- No queremos decir con esto que se avecina otra crisis, simplemente destacar que niveles de inflación como los registrados en los últimos meses en Estados Unidos son muy excepcionales, y pueden gatillar una respuesta de la Fed para contenerla.
- La Fed ha insistido que se trata de un fenómeno transitorio, y en este sentido habría que señalar que hace menos de un año la inflación anual era de apenas 0,1% y hace tres meses de 1,7%, por lo que es temprano para hablar de un fenómeno persistente.
- Pero luego de más de una década de políticas monetarias expansivas, con políticas de relajamiento fiscal desde la administración Trump, que se han visto intensificadas por la pandemia y con la misma Fed proyectando un crecimiento de 7% para este año en Estados Unidos, parece haber algunos elementos para dudar de que se trate de un fenómeno transitorio.
- No obstante, el presidente de la Fed, Jerome Powell, al comparecer al Congreso el 22 de junio insistió en que aunque la inflación había superado sus expectativas seguía interpretando el fenómeno como transitorio, y que solo actuarían de haber señales inequívocas de desequilibrio macroeconómico.
- En cuanto al desarrollo de la pandemia, la preocupación más reciente se relaciona con la aparición de la variante Delta del virus, ya que hay indicios de que sería más contagiosa y agresiva. A pesar de esta señal de alerta, y que se ha observado un repunte de contagios en algunos de los países que han iniciado la apertura, sigue la mejora en el hemisferio norte, se avanza con el proceso de vacunación, se registra una disminución constante en los contagios y lo que es más importante el número de fallecidos a causa del virus ha caído fuertemente.
- En la región Latinoamericana, con la excepción de Chile, la situación sigue siendo preocupante, ya que se mantienen muy elevados los contagios y lento el avance del proceso de vacunación.
- En el ámbito político, aunque el presidente de México, Andrés López Obrador, no consiguió la mayoría calificada en el Congreso que se había puesto como objetivo pero sí mantuvo una mayoría que le permite el control de la acción gubernamental, al igual que un relativo éxito a nivel local. Esto permite anticipar cierta estabilidad política en la segunda economía de la región. No es el caso de Perú, donde a casi un mes de la elección todavía no se conoce el nombre del nuevo presidente. Todo parece indicar que será ratificado Pedro Castillo, pero lo estrecho del resultado y lo atomizado del Congreso y del sistema político permiten prever la mantención de la inestabilidad política.

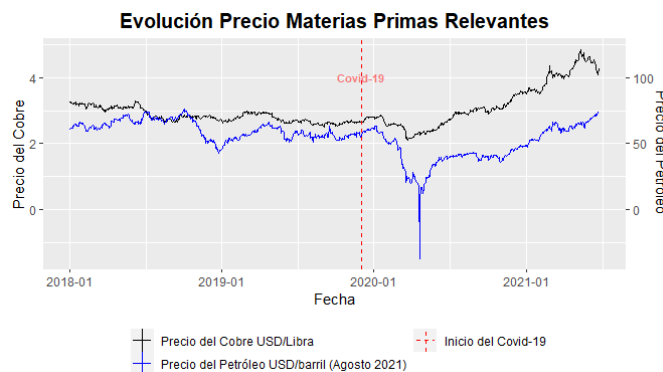
## VI. PANORAMA FINANCIERO NACIONAL E INTERNACIONAL

- **Llegada de la variable Delta a Chile:** Ha provocado preocupaciones sobre la evolución de la pandemia, considerando que las primeras evidencias apuntan a una menor efectividad de las vacunas con dicha variante. Con todo continuar con el avance del plan de vacunación sigue contribuyendo a mejorar la economía.
- **Incertidumbre política:** Se espera que el mercado financiero incorpore el escenario político con más nitidez en la medida que se vayan esclareciendo las propuestas y la adhesión que despiertan en los electores los candidatos presidenciales más competitivos y avance el proceso constituyente.
- **Materias primas y evolución de la oferta:** El precio del petróleo continúa subiendo, a medida que los países comienzan a reabrir sus economías y que la OPEP no decide aumentar su producción de petróleo. Por el lado del cobre se observa una cierta estabilización del precio, pero se espera que vuelva a repuntar debido a una escasez relativa del metal en el corto y mediano plazo. Por otra parte, el mercado de materias primas en general depende de la reapertura de las economías para retomar los niveles de producción prepandemia, y con esto poder solucionar los problemas de stock que se observan en el corto y mediano plazo, principal factor de subida de los precios.
- **Expectativas de inflación:** Tanto para Chile como en el extranjero, se comienza a hablar de posibles problemas de inflación en el mediano y largo plazo. Desde el punto de vista financiero, se debe estar atento a las posibles subidas de tasas lo que en el caso de la FED tendría efectos en el dólar para Chile, y en el caso del Banco Central debería generar efectos de disminución de precios para la renta fija y subida de tasas para el endeudamiento.



**Gráficos 3: Fuente Bolsa de Comercio de Santiago**

Fecha	Puntos	Var. en %	Métrica
2021-06-24	4421	0.0	Last price
2021-05-24	4115	7.4	Month to date
2021-03-23	4803	-8.0	Three months to date
2020-12-30	4177	5.8	Year to date
2020-06-22	3999	10.6	Year to Year



**Gráfico 4: Fuente Cochilco e Investing.com - Frecuencia Diaria (2016-2021).**

### Facultad de Economía y Negocios Universidad Santo Tomás.

#### Contacto

Alejandro Puente.  
 Profesor asociado, Facultad de Economía y Negocios  
[alejandro.puente@santotomas.cl](mailto:alejandro.puente@santotomas.cl)

Sebastián Egaña Santibañez  
 Coordinador de pregrado, Facultad de Economía y Negocios  
[sebastianegana@santotomas.cl](mailto:sebastianegana@santotomas.cl)