

Panorama Económico

Noviembre 2021

Fecha de cierre del informe: 28 de noviembre

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

I. Resumen: Aspectos destacados

- Para el mes de octubre, proyectamos un crecimiento anual del IMACEC de 11,8%. Volvemos a estar por debajo de la expectativa del mercado, que de acuerdo a la mediana de la EEE pronostica un crecimiento de 12,5%.
- Para noviembre y diciembre, preliminarmente proyectamos crecimientos anuales del IMACEC de 9,8% y 11,2%, respectivamente. De confirmarse este pronóstico, el crecimiento del último trimestre del año sería 10,9% y de 2021 11,7%.
- Para el mes de noviembre proyectamos una inflación de 0,8%, por arriba de la proyección de la Encuesta de Expectativas Económicas (0,5%) y por debajo del pronóstico de la Encuesta de Operadores Financieros (1%).
- Para los meses de diciembre y enero 2022, preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,7% y 0,6%, con lo que la inflación anual cerraría el año en 7,3%. En enero de 2022 la inflación en 12 meses alcanzaría a 7,2%.
- Con relación a la política monetaria, estimamos que lo que parece demandar la actual situación de desequilibrio macroeconómico es un aumento que lleve la tasa a un nivel superior a la tasa neutral, entre 4% y 4,25% (125 pb a 150 pb de aumento).

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA: CRECIMIENTO EVIDENCIA RECALENTAMIENTO DE LA ECONOMÍA

- Aunque el crecimiento anual del IMACEC de septiembre se ajustó a la baja a 14,8%, respecto del 15,6% preliminarmente reportado, permaneció por arriba de las expectativas del mercado de acuerdo a la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), 13,3%, y las nuestras de 11,7%.
- El factor principal detrás de esta sorpresa sigue siendo el mismo, el fuerte impulso de demanda que resulta de los retiros de los fondos de pensiones y los apoyos fiscales para enfrentar la pandemia. Esta hipótesis la respalda el crecimiento anual del Comercio y los Servicios de 19% y 19,5%, respectivamente.
- El factor adaptación de las actividades económicas a las restricciones se refleja principalmente en el crecimiento de la industria (10,4%) y Resto de bienes (20,3%). Pero habría que enfatizar que el crecimiento del IMACEC termina siendo mucho mayor al que cabría esperar por los factores adaptación y base de comparación, y a pesar de la caída de la Minería (-6,7%).
- Esperamos que estos factores sigan operando durante el último trimestre, aunque la base de comparación es mucho menos favorable que en el tercer trimestre y el efecto de los retiros de los fondos de pensiones debe ir disminuyendo gradualmente. También, que al menos este año no habrá un cuarto retiro.
- Para el mes de octubre, proyectamos un crecimiento anual del IMACEC de 11,8%. Ver **Gráfico 1**. Volvemos a estar por debajo de la expectativa del mercado, que de acuerdo a la mediana de la EEE pronostica un crecimiento de 12,5%.
- Para noviembre y diciembre, preliminarmente proyectamos crecimientos anuales del IMACEC de 9,8% y 11,2%, respectivamente. De confirmarse este pronóstico, el crecimiento del último trimestre del año sería 10,9% y de 2021 11,7%
- La estimación del mercado para el año 2021 de acuerdo a la última EEE es 11,2%, y estimamos que la predicción del Banco Central en su IPoM de diciembre estará en torno al techo de su proyección de septiembre, entre 10,5% y 11,5%.
- Lo que nos parece más relevante respecto a estos resultados y pronósticos es que reflejan un claro recalentamiento de la economía chilena producto de los estímulos a la demanda agregada. Con estimaciones de crecimiento potencial y tendencial en torno a 2,5% y 2,8% respectivamente, el crecimiento de dos dígitos para este año va mucho más allá del esperado efecto base luego de la caída de 5,8% en 2020.
- Por último respecto a crecimiento económico, preliminarmente entregamos nuestra primera proyección para 2022, que estimamos en 0,6%. En nuestro informe de diciembre entregaremos detalles de la composición por el lado de la demanda y por trimestres de este pronóstico.
- Con relación al mercado de trabajo, de acuerdo al INE en el trimestre móvil julio-septiembre la tasa de desocupación se ubicó en 8,4%%, disminuyendo una décima de punto porcentual respecto al trimestre móvil previo y 3,9 pp en 12 meses. Esto último resultó de aumentos anuales de la fuerza de trabajo y los ocupados de 8,4% y 13,3%, respectivamente.
- Observando lo que ocurre en el margen, vemos que cada vez es menor la caída en la tasa de desempleo, lo que hemos venido anticipando, ya que son pocas las actividades para las que se mantienen restricciones relevantes por la pandemia. En términos absolutos, la creación de empleos respecto al mes anterior fue de 86.460, pero aún el total de empleos es aproximadamente 600 mil inferior al mes en que comenzó la pandemia en Chile, marzo de 2020.

- Por otro lado, el Centro de Encuestas y Estudios Longitudinales UC publicó su encuesta sobre el mercado de trabajo, reportando la creación de 699 mil empleos para octubre, luego de reportar una destrucción de 411 mil puestos de trabajo en septiembre. Como se puede ver, esta cifra muestra nuevamente una gran diferencia con lo reportado por el INE.
- Parte de esta diferencia es metodológica, ya que la encuesta del INE es un promedio móvil trimestral, donde cada mes aporta con un tercio a la variación de las cifras. Pero más allá de las diferencias metodológicas, de los factores mencionados por David Bravo, el Director del Centro, para explicar este dato: la incorporación de las mujeres por el comienzo de las clases presenciales, el IFE laboral y el crecimiento económico, solo el IFE laboral es un factor realmente nuevo y significativo.
- En cuanto a algunos detalles de la encuesta, cabe destacar que la categoría de trabajadores que más aumenta es el de los independientes, que aporta 328 mil empleos, mientras los asalariados contribuyen con 319 mil y los trabajadores en casa particular con 52 mil.
- En cuanto a nuestra expectativa para el futuro desenvolvimiento del mercado de trabajo, seguimos anticipando una lenta recuperación del empleo en los próximos meses.

Gráfico 1 IMACEC observado y proyectado (variación % anual)

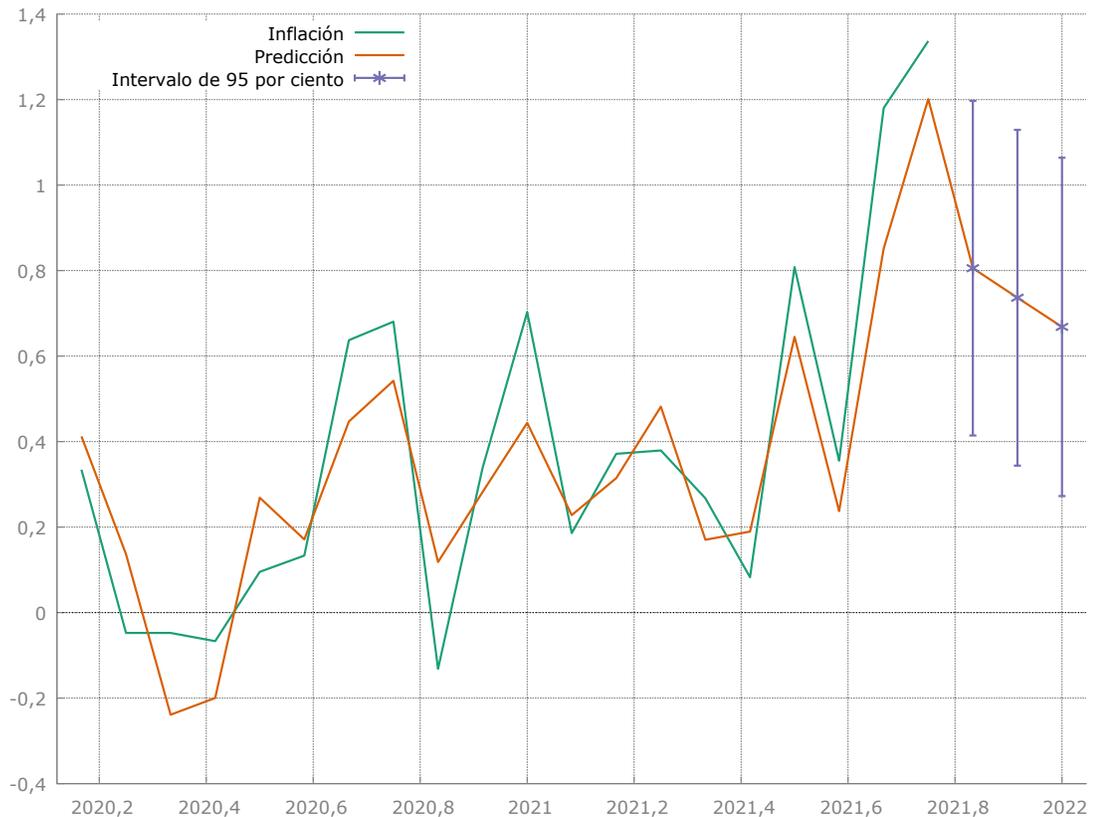


Fuente: BCCH y elaboración propia.

III. PANORAMA INFLACIONARIO: SORPRESIVO DATO PARA OCTUBRE

- El dato de inflación mensual para octubre, 1,3%, volvió a sorprendernos y en una magnitud similar a la sorpresa de septiembre, ya que la EEE y nosotros estimábamos una inflación de 0,7%, y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) un aumento de 0,8%.
- Con este dato, la inflación en los últimos doce meses se ubicó en 6,0%, y la acumulada en el año alcanzó a 5,8%, ya prácticamente duplicando la meta del Banco Central.
- Ocho de las doce divisiones registraron variaciones positivas en el mes. Los mayores aumentos se dieron en: Transporte, 3,9% e incidencia de 0,529 pp., Recreación y cultura, 7,8% e incidencia de 0,504 pp. y Restaurantes y hoteles, 2,2% e incidencia de 0,44 pp. Las bajas más relevantes se dieron en Vestuario y calzado, -3,3% e incidencia de -0,103 pp., y Bienes y servicios diversos, -0,4% e incidencia de -0,019.
- Pero más importante es lo que pasó con dos productos, que explicaron más de la mitad de la inflación del mes. Paquete turístico aumentó 55,8% y tuvo una incidencia de 0,512 pp. y Servicio de transporte aéreo lo hizo en 45,4% con incidencia de 0,337 pp.
- Estos fuertes aumentos se explican por la ausencia de gran parte de estas transacciones durante la pandemia. Estos precios son imputados mientras no están disponibles y se registra su variación respecto a los que había antes de desaparecer cuando vuelven a observarse. Debido a esto, es muy improbable que se repita este fenómeno y debiésemos considerarlo transitorio. Tampoco tiene sentido que se reviertan estos aumentos en noviembre.
- En cuanto a la inflación subyacente, IPC sin volátiles, tuvo una variación mensual de apenas 0,3%, y acumula una variación en 12 meses de 4,5%. Esto reforzaría el criterio de que el registro de octubre se explicó por el fenómeno puntual de los dos productos destacados.
- Sin embargo, otros factores siguen presentes, como la elevada liquidez, y otros aparecen, como la fuerte depreciación del peso de las últimas semanas debido a la incertidumbre política. En este sentido, para el mes de noviembre proyectamos una inflación de 0,8%, por arriba de la proyección de la EEE (0,5%) y por debajo del pronóstico de la EOF (1%). Ver **Gráfico 2**.
- Para los meses de diciembre y enero 2022, preliminarmente proyectamos inflaciones de 0,7% y 0,6%, con lo que la inflación anual cerraría el año en 7,3%. En enero de 2022, la inflación en 12 meses alcanzaría a 7,2%.
- Ha habido una abundante discusión en Chile y otros países acerca del carácter transitorio de este brote inflacionario. Sobre esto habría que decir que la inflación, como muchos fenómenos económicos, es multifactorial y que indudablemente hay un componente externo en este evento. No obstante, hay que insistir, hay un importante componente idiosincrático, que tiene que ver con los estímulos a la demanda y el desequilibrio macroeconómico que enfrenta la economía chilena, como lo muestra en crecimiento del PIB muy por sobre el potencial de la economía chilena.

Gráfico 2 Inflación observada y proyectada (variación porcentual mensual)



Fuente: INE y elaboración propia.

IV. POLÍTICA MONETARIA: TPM AUMENTARÍA EN AL MENOS 100 P.B. EN DICIEMBRE

- Los datos de crecimiento del IMACEC y de la inflación en los últimos meses ratificarían la percepción del importante desequilibrio macroeconómico que estaría enfrentando la economía chilena. Es lo que debe haber estado en la mente de los consejeros del Banco Central cuando dieron la sorpresa de aumentar la TPM en 125 puntos básicos en la última reunión de política monetaria.
- De la minuta de esta reunión nos hemos enterado que las opciones que se evaluaron fueron un aumento de 150 pb y un aumento de 125 pb, el que finalmente se aprobó.
- La pregunta más relevante que se plantea para la próxima reunión del 14 de diciembre es cuánto subirá la TPM, ya que volvemos a descartar una pausa.
- Estimamos que este aumento debe ser al menos de 100 pb, lo que dejaría la TPM en 3,75%, el techo del rango que el propio Banco Central ha estimado para la tasa neutral.
- Por otro lado, debemos recordar que la tasa de interés neutral es la que debiera fijar el Banco Central cuando la economía está en equilibrio. Pero la economía no solo está en desequilibrio, sino que comienzan a desanclarse las expectativas de inflación, ya que la EEE proyecta una inflación anual de 3,5% en el horizonte de la política y la EOF una de 3,8%.

- En ese sentido, lo que parece demandar la actual situación es un aumento que lleve la tasa a un nivel algo contractivo, entre 4% y 4,25% (125 pb a 150 pb de aumento).
- En el ámbito institucional, el presidente Piñera propuso a Luis Felipe Céspedes, quien fuera Ministro de Economía durante el segundo gobierno de Michelle Bachelet, para reemplazar a partir de febrero a Joaquín Vial como Consejero del Banco Central. Luego de ratificar a Mario Marcel en la presidencia, interpretamos esta señal en el mismo sentido de establecer un Consejo favorable a la autonomía del Banco Central y con mayor respaldo político para su labor.

V. PANORAMA MUNDIAL: VARIANTE ÓMICRON ENCIENDE LAS ALARMAS

- Hace un par de meses que la sección internacional del Panorama la habíamos centrado mayormente en temas económicos, dejando atrás un largo periodo en que el centro de nuestros análisis había sido la pandemia del Covid-19. Lamentablemente, el aumento de los contagios en Europa y una nueva mutación del coronavirus, denominada ómicron, nos recuerdan que la pandemia no ha sido derrotada.
- Efectivamente, en Alemania el promedio de contagios de los últimos 7 días, al 27 de noviembre, alcanzó a 58.053 casos; en Reino Unido a 43.482 casos; y en Francia 29.297, por solo mencionar los países más grandes del oeste y centro de Europa. Pero es un rebrote que se repite en diferentes regiones de Europa, particularmente en el este.
- Pero lo que ha encendido las alarmas es la mutación ómicron, surgida en Sudáfrica. Aunque aún no se tiene información sobre las características de esta nueva variante, los temores de que pueda ser más contagiante, resistente a las vacunas y más letal hicieron desplomarse las bolsas mundiales el viernes 26 de noviembre.
- Una de las lecciones que reitera la aparición de esta variante es que el combate a una pandemia no puede circunscribirse a los países de más altos ingresos. Por más medidas que se están tomando para restringir los vuelos desde Sudáfrica, la mutación ya ha sido detectada en varios países europeos.
- Parece poco probable que en muchos países se vuelva a establecer el tipo de restricciones que se han aplicado en las primeras olas. El avance en el proceso de vacunación y la menor letalidad del virus que este implica, así como las “heridas” económicas que han dejado las restricciones ha reducido el respaldo social a restricciones al interior de los países.
- Sin embargo, es probable que se incrementen nuevamente las restricciones al desplazamiento entre países. También es probable que se repitan los efectos adversos en la cadena logística internacional, que en parte explica el repunte de la inflación en varios países.
- Precisamente, el dato de inflación anual para el mes de octubre alcanzó a 6,2%, el registro más alto en los últimos 30 años. Esto ha llevado al presidente Joe Biden a declarar que la reducción de la inflación va a ser una de sus principales prioridades.
- El problema es que el dato de octubre mostró un aumento más generalizado de precios que en meses anteriores. Así, la inflación mensual subyacente fue 0,6%, y la anual alcanzó a 4,6%. Por otro lado, el Congreso acaba de aprobar un paquete de gasto en infraestructura de 1,2 billones de dólares (trillones en la terminología de EE.UU.), y se discute otro programa de fortalecimiento de programas sociales y para combatir el cambio climático de 1,75 billones de dólares.
- Así, la tarea de combatir la inflación la tendrá que liderar el Banco Central de Estados Unidos, la FED, que este mes comienza a reducir el programa de compra de bonos, por lo que más temprano

que tarde comenzará el aumento a la tasa de referencia, con impredecibles efectos no solo en la economía norteamericana sino también en la mundial.

- En la Zona del Euro la inflación anual llegó a 4,1% en octubre, siete décimas por arriba de lo que alcanzó en septiembre, y en España alcanzó a 5,5%, el registro más alto desde septiembre de 1992. Es menos probable ver un alza pronto a la tasa de Banco Central Europeo, porque aunque Alemania cerraría el año con la inflación anual más alta desde 1993, el 3% que se proyecta es bastante inferior al de otros países y regiones.
- Uno de los efectos que más preocupan de estos rebrotes inflacionarios es que solo podemos esperar condiciones financieras internacionales bastante menos auspiciosas que las que hemos tenido en la última década.

Facultad de Economía y Negocios Universidad Santo Tomás.

Contacto

Alejandro Puente.

Profesor asociado, Facultad de Economía y Negocios

alejandro.puente@santotomas.cl