

La economía en un momento crucial. Se han elevado los riesgos de una inflación más persistente y de un brusco freno en el crecimiento de no recuperar la sensatez en las definiciones económicas claves.

- 1** Recogiendo los últimos desarrollos y los crecientes desafíos que presenta la economía chilena, hemos actualizado los escenarios de proyección. Perspectivas de una inflación más persistente, una mayor tasa de interés y menos crecimiento económico para los próximos años toman mayor fuerza, dada la coyuntura.
- 2** El fuerte crecimiento de Chile en 2021 se moderará marcadamente en los próximos años, con una alta probabilidad de entrar en recesión en el mediano plazo. El deterioro económico, mayores tasas de interés, y alta incertidumbre, afectará negativamente la inversión y el consumo. Asoma la chance de estanflación, bajo crecimiento y alta inflación.
- 3** La inflación en Chile es el principal riesgo en lo inmediato. Los precios de bienes y servicios siguen subiendo, enmarcados en un escenario global donde los precios de energía y costos de transporte se mantienen elevados. Parte de ello es transitorio, pero ha ido aumentando el riesgo de una inflación más persistente, recogiendo alza de tipo de cambio y alta liquidez de los hogares, entre otros factores.
- 4** En el ámbito externo, los contagios siguen a la baja y las economías continúan recuperándose, pero a un ritmo más contenido. Destaca el retiro de los estímulos monetarios y EE.UU. comenzaría a disminuir su entrega de liquidez en lo inmediato. En China, el caso Evergrande supone una mirada más restrictiva en el acceso al crédito, con consecuentes impactos en su crecimiento.
- 5** En el mercado local, los precios de activos se han ajustado con fuerza ante los riesgos predominantes. Tasas de interés de largo plazo alcanzan máximos del último tiempo y el peso chileno se deprecia marcadamente, recogiendo un deterioro en las cuentas macroeconómicas y posibles nuevos equilibrios de largo plazo. El Banco Central ha ido ajustando con fuerza su conducción monetaria.
- 6** Se reconocen además riesgos elevados en el corto y mediano plazo. Políticas económicas insostenibles y menos responsables conllevarían fuertes ajustes adicionales en inflación y tasas de interés, entre otros impactos. Las elecciones de fin de año y las consecuentes políticas públicas que se implementen son un momento bisagra para la conformación de expectativas.



La economía en momentos complejos

Los riesgos mencionados en informes previos se han ido materializando y prevalece un escenario económico y político tensionado, a la luz de políticas públicas que poseen poco fundamento técnico. Los impactos han sido potentes en lo reciente: la inflación ha ido subiendo con fuerza, las tasas de interés alcanzan máximos del último tiempo, el peso chileno es una de las monedas más depreciadas a nivel global, entre otros efectos.

Si bien se recoge un fuerte crecimiento económico en 2021, las perspectivas apuntan a un importante freno en la actividad de cara a los próximos años. La alta incertidumbre y el súbito incremento en las tasas de interés, tendrán impacto sobre la demanda interna y se prevé una importante desaceleración en el corto plazo. El escenario base establece un crecimiento de apenas 1,4% en 2021 y asoma la posibilidad de estanflación –bajo crecimiento y alta inflación– e incluso recesión de cara a trimestres que están por venir.

El Banco Central de Chile ha materializado agresivas alzas en tasa de política monetaria y se ubicaría en niveles contractivos para la economía de cara al 2022, como respuesta a las crecientes presiones inflacionarias. La inflación, en tanto, continuaría en niveles elevados incluso durante la primera parte del próximo año, para luego ir cediendo gradualmente y cerrar 2022 en 4,5%. Un escenario de riesgo podría conllevar niveles más cercanos al 7%. Por el lado fiscal, en tanto, también se anticipa un freno en el ritmo de gasto público, como una manera de graduar las cuentas públicas.

En respuesta, el mercado financiero se ha ido ajustando con fuerza y recoge los riesgos futuros sobre la economía. El peso chileno se ha depreciado marcadamente, obligando al Banco Central a suspender el proceso de compra de dólares, comprendido en su programa de acumulación de reservas. En el escenario base, el tipo de cambio se ubicaría en torno a 850 \$/USD de cara al mediano plazo. Un escenario de riesgo, en el cual existen cambios radicales a los fundamentos económicos en Chile, podría llevar a un tipo de cambio holgadamente sobre 900 \$/USD.

Por ahora no introducimos cambios al escenario externo de cara a la proyección, ya que todas las miradas se centran en la evolución de los desarrollos locales, en la cual sigue prevaleciendo una alta incertidumbre.

Tabla proyecciones Chile
(porcentaje)

		2020	2021	2022	2023
Crecimiento PIB	%	-5,8	10,8	1,4	0,0
Consumo Hogares	%	-7,5	17,0	1,0	0,3
Inversión Capital Fijo	%	-11,5	12,8	-2,0	-0,1
Exportaciones	%	-1,0	0,0	3,5	3,8
Importaciones	%	-12,7	28,0	1,2	0,5
Inflación	%	3,0	5,9	4,2	3,0
Tasa Política Monetaria (dic)	%	0,50	3,50	4,50	4,00
Tipo de Cambio (dic)	CLP/US\$	711	820	850	850
Tasa de desempleo (dic)	%	10,3	8,5	9,5	9,5
Balance Fiscal	% PIB	-7,2	-8,3	-3,7	-4,0
Balance Cuenta Corriente	% PIB	2,3	-2,0	-2,5	-3,0
Precio Cobre (dic)	US\$/Lb	3,51	4,20	4,00	4,00
Precio WTI (dic)	US\$/b	49,0	80,0	75,0	75,0

Tabla proyecciones PIB mundo
(proyecciones)

Crecimiento PIB	2020	2021	2022	2023
EE.UU.	-3,5	5,8	3,6	2,4
Zona Euro	-6,6	5,2	4,6	2,2
Japón	-4,7	2,7	3,5	1,2
China	2,3	8,3	5,7	5,5
India	-8,0	8,9	7,7	7,6
América Latina	-7,0	5,9	2,7	2,6
América Latina 6 (2)	-6,7	6,5	2,5	2,5
Chile	-5,8	10,8	1,4	0,0
Argentina	-9,9	7,4	2,1	2,2
Brasil	-4,1	5,2	1,4	2,2
Colombia	-6,8	6,4	3,6	3,7
México	-8,2	6,4	3,8	2,2
Perú	-11,0	9,3	3,6	4,0
Mundo (PPP)	-3,3	6,0	4,5	3,5

Fuente: Bci Estudios. Cierre Estadístico: 23 de septiembre 2021

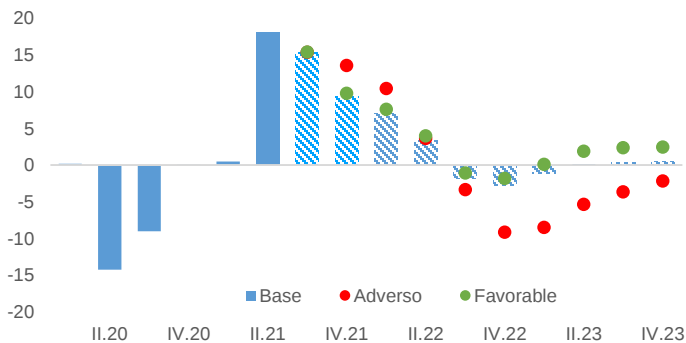
El crecimiento económico, con una alta probabilidad, entraría recesión en el mediano plazo. En tanto, las presiones inflacionarias serían mucho más persistentes.

Desde el reporte anterior, la actividad ha mostrado un repunte que nos lleva a mejorar la proyección para este año, la cual cerraría en torno a 11%, impulsado principalmente por el consumo de hogares. Sin embargo, para 2022 y 2023 la situación se ha vuelto más compleja.

En nuestro escenario base se contempla que la situación política-económica cambia de manera importante luego de las elecciones presidenciales. A su vez, la elevada base de comparación, la alta incertidumbre política, deterioro institucional y altas tasas de interés llevarían a un estancamiento en la inversión y consumo privado. De esta forma, la actividad económica crecería en torno a 1,4% durante el 2022. Hacia 2023, las perspectivas no mejoran y vemos un consumo muy debilitado, una inversión que no logra recuperarse ante políticas públicas que no impulsarían el crecimiento económico, junto con tasas de interés más altas en la economía, ante el mayor nivel de deuda pública y tasa de política monetaria.

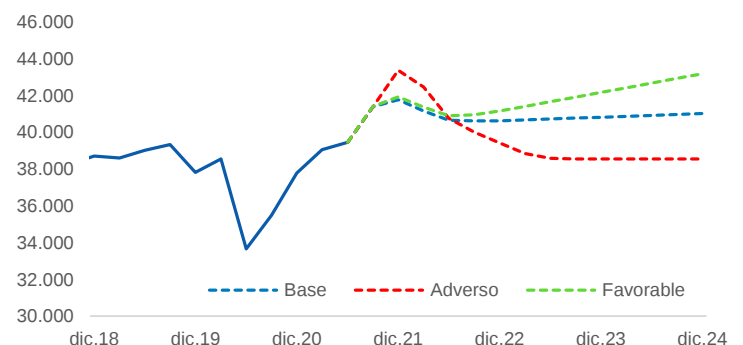
Destaca la alta probabilidad de entrar en una recesión, contracción de la actividad económica, entre el tercer trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2023, debido principalmente a la poca certeza en temas económicos claves. Entrado en 2023, el crecimiento sería más bien lento, sujeto a las políticas económicas aplicadas.

Chile. Proyecciones PIB
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central y Bci Estudios

Chile. Proyecciones PIB, referencia 2013
(Miles de millones de pesos, desestacionalizado)

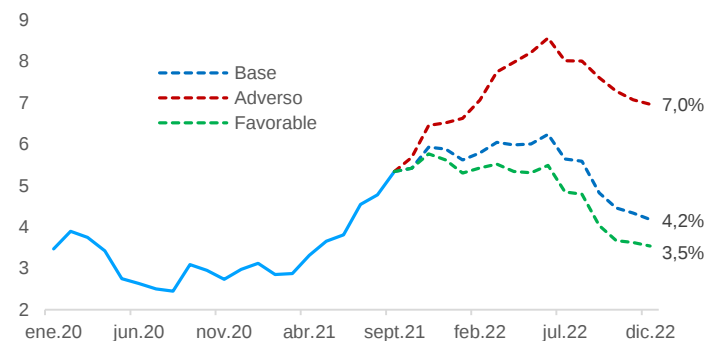


Fuente: Banco Central y Bci Estudios

La inflación ha seguido subiendo y se advierten alzas en todas las categorías. Destaca el incremento en precios de servicios que se ha recuperado con fuerza debido a importante repunte económico, al tiempo que la mayor depreciación del peso, debido a factores locales, seguirá impulsando los precios de bienes. En tanto, la gasolina continuará inyectando inflación, dado el incremento en los precios internacionales.

El escenario base de Bci Estudios contempla una inflación en torno a 6% de cara a los próximos trimestres, para luego ceder gradualmente a partir de la segunda mitad de 2022. Los riesgos de una inflación más alta siguen presentes y, en ese caso, el escenario alternativo apunta a una inflación que se ubica sobre 7% el próximo año. Asoma el riesgo de un período de estanflación prolongada, es decir, alta inflación y bajo crecimiento, sujeto a los desarrollos políticos y las políticas públicas que se vayan materializando.

Chile. Evolución y proyección de la inflación
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: INE y Bci Estudios

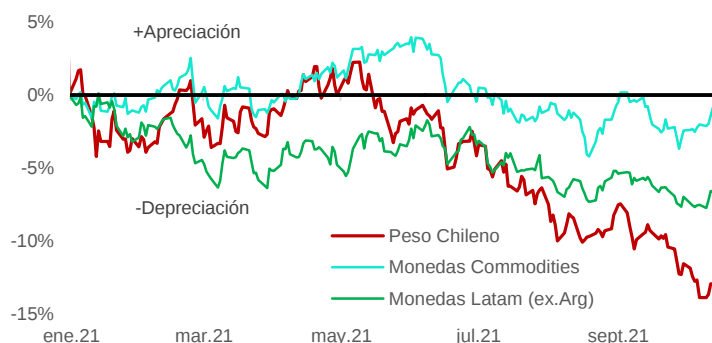
El peso chileno en el centro de la tormenta. No descartamos anuncios adicionales desde el Banco Central para quitarle presión a la moneda

El peso chileno es la tercera moneda más depreciada en 2021. Solo es superada por la lira turca y el peso argentino. Detrás de ello se recogen factores locales que han ido afectando la valoración de nuestra moneda y que suponen un cambio estructural sobre los fundamentos económicos de Chile. En el plano externo, el dólar también se ha ido revalorizando, al tiempo que el cobre ha ido subiendo con fuerza, pero con impactos acotados sobre el tipo de cambio.

Una mayor aversión al riesgo sobre activos locales se ha evidenciado marcadamente en los últimos meses, tanto en el mercado de renta fija, mercado cambiario y bolsa, que se ha desalineado respecto a otros mercados comparables.

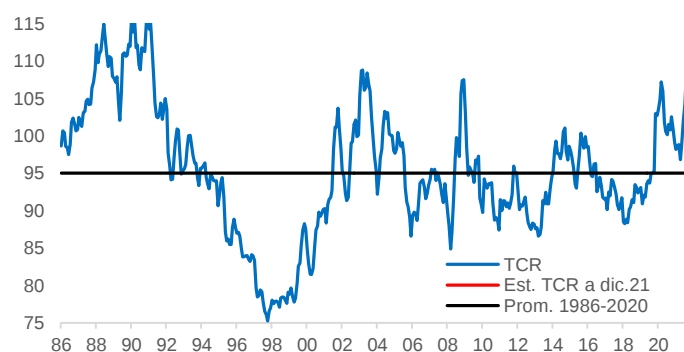
¿Por qué sube el tipo de cambio? Por ahora, los indicadores económicos y financieros en Chile siguen siendo favorables: Un alto precio de cobre, mejor confianza económica y fuerte crecimiento, pero las expectativas se han ido deteriorando con fuerza. La posibilidad de ver políticas económicas no sostenibles, que conlleven un rápido empeoramiento de las cuentas fiscales, junto un marcado déficit de cuenta corriente, entre otros impactos, motivan que el mercado cambiario incorpore un mayor castigo para el peso chileno.

Rendimiento de monedas frente al dólar en 2021
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg y Bci Estudios

Chile. Tipo de cambio real
(1986:100)



Fuente: Banco Central de Chile y Bci Estudios

El tipo de cambio real, por ejemplo, que ajusta el tipo de cambio por los precios externos e internos ha alcanzado nuevos máximos de las últimas décadas y se ubica en niveles similares a intervención cambiaria por parte del Banco Central en otras ocasiones. En este ámbito, la autoridad monetaria decidió suspender el programa de compra de dólares para acumular reservas y alcanzó a comprar ceca de USD7.500 millones de los USD12.000 previstos originalmente. No descartamos anuncios adicionales para sostener el valor de la moneda.

El escenario base de Bci Estudios contempla un tipo de cambio que se ubica en torno a 850 \$/USD de cara al 2022, sujeto a las señales sobre las políticas económicas futuras. En caso de materializarse cambios radicales a los fundamentos económico de Chile, el tipo de cambio podría ubicarse holgadamente sobre 900 \$/USD.

Volatilidad \$/USD
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg y Bci Estudios

El Banco Central llevará la tasa de política monetaria por sobre su nivel neutral, contractiva para la economía, para contener el incremento de las presiones inflacionarias, y anclar nuevamente las expectativas inflacionarias.

El escenario económico se ha vuelto complejo y desafiante. La volatilidad en los mercados financieros y la alta inflación ha llevado al Banco Central a realizar agresivas alzas en su tasa de política monetaria, como una manera de equilibrar los mercados y ajustar expectativas inflacionarias en plazos largos.

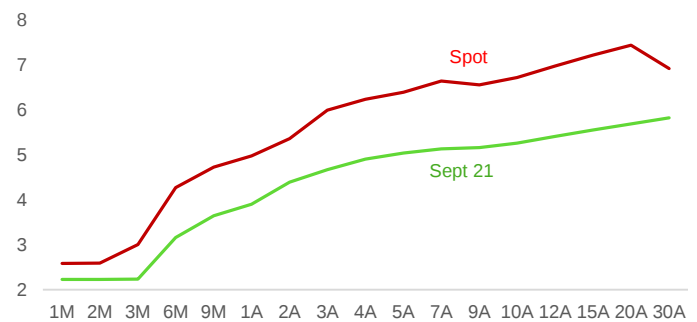
La tasa de política monetaria se elevó desde 0,5% a 2,75% en solo tres meses y se anticipan nuevas alzas. El escenario base de Bci Estudios contempla una TPM que termine en su nivel neutral (3,50%) en 2021 y se ubique en 4,50% en la primera parte de 2022, para luego ir ajustando la tasa hacia un nivel en torno a la tasa neutral a partir de 2023. Esta trayectoria estará sujeta a la evolución de la inflación y las señales frente a las políticas económicas que se vayan anunciando. Cambios económicos radicales y con impacto inflacionario supondrían incrementos más significativos en tasa de interés por parte del Banco Central.

En respuesta, las tasas de interés en Chile han subido con fuerza, alcanzando máximos del último tiempo, y capturando el mayor riesgo presente en nuestra economía. Los precios de activos recogen que el Banco Central continuará subiendo marcadamente la tasa de interés, lo que afecta principalmente las tasas de corto plazo, mientras que para plazos larga también suben, evidenciando además la menor liquidez predominante.

En el corto plazo, la discusión en el Senado frente al 4to retiro de fondos de pensiones será determinante para la evolución de los mercados financieros en Chile. El escenario base de Bci Estudios no contempla un cuarto retiro, pero un eventual retiro sin medidas de contención conllevaría fuertes impactos en los mercados, considerando que al Banco Central le costará mitigar posibles efectos, dada la falta de liquidez en el mercado de renta fija local. Se podrían materializar fuertes incrementos en tasas de interés en todos los plazos.

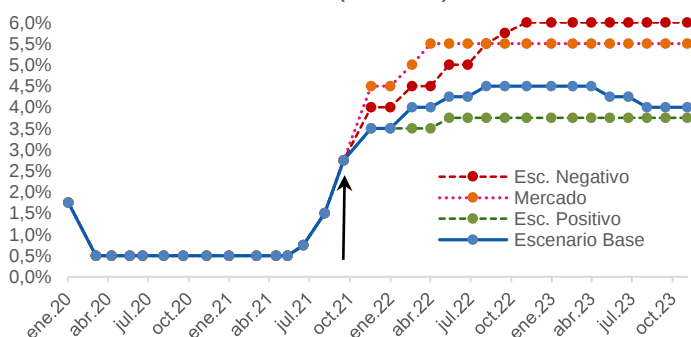
Mirando hacia el 2022, será determinante la proliferación de políticas económicas sostenibles y con foco en la responsabilidad fiscal. En caso contrario, el castigo sobre los activos chilenos seguirá subiendo.

Chile. Curva de rendimiento soberano (porcentaje)



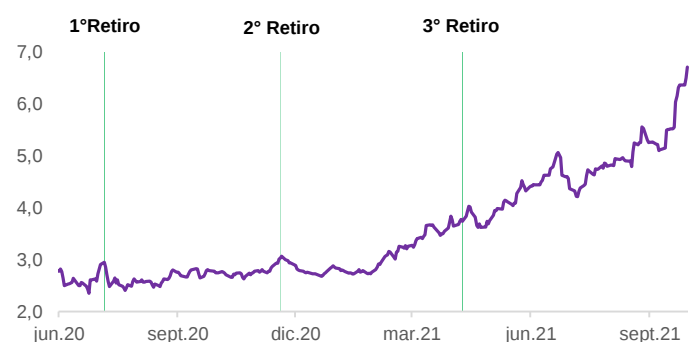
Fuentes: Bloomberg y Bci Estudios

Proyección de inflación (variación)



Fuentes: ICAP y Bci Estudios

Chile. Tasa soberana a 10 años y retiros de fondos de pensiones (\$, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Bci Estudios

Fuerte ajuste en escenario principal, con riesgos que se encuentran equilibrados

Escenario Principal

Probabilidad: 60%

Escenario Local: Se imponen ajustes abruptos en la política económica del país, con alzas de impuestos, cambio radical en sistema de pensiones y seguros de salud, entre otros. Banco Central mantiene autonomía.

		2020	2021	2022	2023
Crecimiento PIB		-5,8%	10,8%	1,4%	0,0%
Inflación	dic	3,0%	5,9%	4,2%	3,0%
Tasa Política Monetaria	dic	0,50%	3,50%	4,50%	4,00%
Desempleo	dic	10,3%	8,5%	9,5%	9,5%
Tipo de Cambio (CLP/US\$)	dic	711	820	850	850
Precio del Cobre (US\$/lb)	dic	3,51	4,20	4,00	4,00
Precio Petróleo WTI (US\$/b)	dic	49	80	75	75

Escenario Adverso

Probabilidad: 15%

Escenario local: Régimen político más radicalizado, fiscalmente menos responsable en Chile. Se materializa cuarto retiro de fondos de pensiones. Se incorporan nuevos objetivos al Banco Central y pierde autonomía.

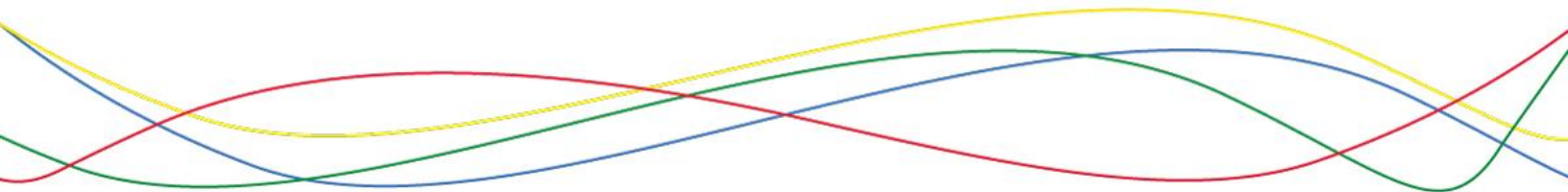
		2020	2021	2022	2023
Crecimiento PIB		-5,8%	12,0%	0,0%	-5,0%
Inflación	dic	3,0%	6,5%	7,0%	5,0%
Tasa Política Monetaria	dic	0,50%	4,00%	6,00%	6,00%
Desempleo	dic	10,3%	8,5%	10,0%	12,0%
Tipo de Cambio (CLP/US\$)	dic	711	900	980	980
Precio del Cobre (US\$/lb)	dic	3,51	4,20	4,00	4,00
Precio Petróleo WTI (US\$/b)	dic	49	80	75	75

Escenario Favorable

Probabilidad: 25%

Escenario Local: Confianza mejora lentamente y el proceso constitucional avanza a través del diálogo, reduciendo la incertidumbre política. Próximo gobierno comprometido con el crecimiento y un marco de políticas responsable, reconociendo ajustes que se hagan cargo de las demandas sociales.

		2020	2021	2022	2023
Crecimiento PIB		-5,8%	11,0%	2,1%	1,7%
Inflación	dic	3,0%	5,6%	3,5%	3,0%
Tasa Política Monetaria	dic	0,50%	3,50%	3,75%	3,75%
Desempleo	dic	10,3%	8,5%	9,0%	8,5%
Tipo de Cambio (CLP/US\$)	dic	711	770	750	750
Precio del Cobre (US\$/lb)	dic	3,51	4,20	4,00	4,00
Precio Petróleo WTI (US\$/b)	dic	49	80	75	75



Glosario

Apreciación: Aumento en el valor de la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas

Bonos de Gobierno: Instrumentos de deuda emitidos por entidades de Estado

Commodities: Bienes físicos sin valor agregado y necesarios para la elaboración de productos más complejos. Se asocia con materias primas

Déficit Fiscal: Condición financiera en que gastos realizados por el Estado son mayores que los ingresos percibidos

Demanda Interna: Componente del Producto Interno Bruto por gasto. Incluye Consumo Privado, Consumo de Gobierno, Formación Bruta de Capital Fijo y Variación de Existencias

Depreciación: Disminución en el valor de la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas

Deuda Soberana/Deuda Pública: Conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a otro acreedor

Flexibilización Cuantitativa (QE): Herramienta de política monetaria no convencional que busca aumentar la oferta monetaria a través de la compra de activos financieros.

Gasto Público: Consumo de Gobierno, relacionado con los recursos que desembolsa el Estado. Componente del Producto Interno Bruto por gasto

Inflación: Aumento sostenido en el nivel de precios de bienes y servicios

Meta inflacionaria: Esquema monetario asociado con la búsqueda de un nivel objetivo para la inflación dentro de un horizonte

Normalización Monetaria: Proceso en el cual la política monetaria se acerca hacia niveles neutrales

PIB: Producto Interno Bruto

PIB Potencial: Producto Interno Bruto de corto plazo. Puede ser afectado por *shocks* transitorios

PIB Tendencial: Producto Interno Bruto de mediano plazo. No afectado por *shocks* transitorios

Política Monetaria Contractiva: Política efectuada por la autoridad monetaria destinada a reducir el tamaño de la oferta monetaria

Política Monetaria Expansiva: Política efectuada por la autoridad monetaria destinada a incrementar el tamaño de la oferta monetaria

Tasa de Desempleo: Nivel de desocupación entre la población económicamente activa

Tipo de Cambio Real: Razón entre la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas incorporando la inflación local y externa

TPM: Tasa de Política Monetaria

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Bci Estudios.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de la División de Banco de Crédito e Inversiones denominada, Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de las inversiones o expectativas responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías. No obstante, esto no garantiza que las proyecciones previstas se cumplan. Todas las opiniones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con el Banco, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los activos o instrumentos financieros mencionados en este informe y podría invertir o vender en esos mismos activos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.