



PANORAMA ECONÓMICO MENSUAL

SEPTIEMBRE DE 2019

Puntos destacados

- **Conflicto comercial y señales de desaceleración global mantienen incertidumbre en los mercados.** Durante agosto la disputa comercial entre EE.UU. y China volvió a escalar con el anuncio de nuevas tarifas por ambas partes. Al cierre de este informe hubo señales de acercamiento. Sin embargo, creemos que las tensiones continuarán por un buen tiempo toda vez que el motivo estratégico subyacente del conflicto seguirá presente.
- **Informe de Política Monetaria (IPoM) sincera perspectivas económicas.** El Banco Central reconoció un importante deterioro del escenario económico y aplicó un sustantivo recorte a las proyecciones de crecimiento para este año, hasta un rango de 2,25% - 2,75%. Estimamos que dada la dinámica de la actividad y las condiciones que enfrenta la economía, es probable que el año cierre en la parte baja de dicho rango. Para el 2020, el IPoM señala que el impulso externo sería menor, pero la política monetaria apuntalaría la actividad. Con esto, el crecimiento se aceleraría hasta un rango de 2,75% - 3,75%. Si bien este escenario es plausible, los riesgos están sesgados hacia abajo.
- **Precios de los activos se mueven al vaivén del escenario externo.** Durante el mes predominó una tendencia a la baja en los precios financieros a nivel local. La bolsa tendió a caer y el tipo de cambio se depreció con fuerza. No obstante, durante la última semana estos movimientos se revirtieron parcialmente debido al optimismo por la posible reanudación de negociaciones entre China y EE.UU.
- **Persiste el bajo dinamismo de la inflación.** El IPC de agosto se ubicó en línea con las expectativas, dando cuenta de una inflación que sigue contenida. El único indicio de mayor presión sobre los precios fue el aumento de la fracción de precios que suben respecto del mes anterior, que se ubicó por sobre los valores de años previos para agosto.
- **Después del recorte de la Tasa de Política Monetaria en septiembre, podrían venir bajas adicionales.** Dada las perspectivas para la actividad y la inflación, estimamos que es altamente probable que el instituto emisor vuelva a reducir la TPM en 25 puntos base, probablemente a fines de año. Además, si se materializa el escenario de menor crecimiento de los socios comerciales, podría ser necesario ampliar aún más el estímulo con recortes adicionales en 2020.
- **Parámetros estructurales otorgan espacio acotado para el presupuesto 2020.** Mientras el crecimiento tendencial pasó de 2,9% a 3%, el precio de referencia del cobre fue revisado a la baja hasta US\$ 2,86 la libra. Dados estos parámetros y el sistema tributario vigente, estimamos que los ingresos estructurales crecerían en torno a 3,5% en 2020. Por lo mismo, para cumplir con la regla fiscal y reducir el déficit estructural en 0,2% del PIB, el gasto debiese crecer entre 2,5% y 3%.

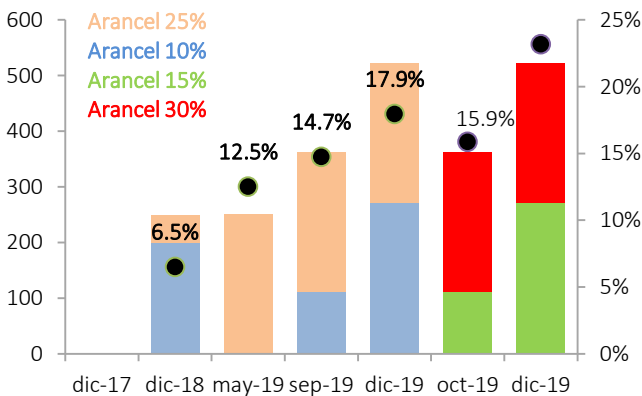
A pesar de recuperación en el margen, se mantiene incertidumbre en mercados globales

Durante agosto, la disputa comercial entre Estados Unidos y China volvió a escalar. Se anunciaron nuevas tarifas por parte de ambas partes, y desde el 1 de septiembre el arancel promedio que aplica EE.UU. al gigante asiático subió hasta niveles cercanos a 22%. Al cierre de este informe el ministro de comercio de China señaló que a principios de octubre se reanudarán las negociaciones, lo que fue recogido positivamente por los precios de mercado. **Pese al optimismo de los últimos días, la incertidumbre respecto del desarrollo del conflicto comercial es elevada y las tensiones seguirán presentes por un buen tiempo, con avances y retroceso en las negociaciones.**

Las presiones del presidente Trump sobre la Reserva Federal (Fed) han seguido escalando en la antesala de la próxima reunión del Comité Federal de Operaciones Monetarias (FOMC) a mediados de septiembre. En su discurso en Jackson Hole, el mandamás de la Fed, sin entregar una orientación clara respecto de la política monetaria, señaló que la economía se mantiene dinámica, pero que existen riesgos significativos debido al conflicto comercial.

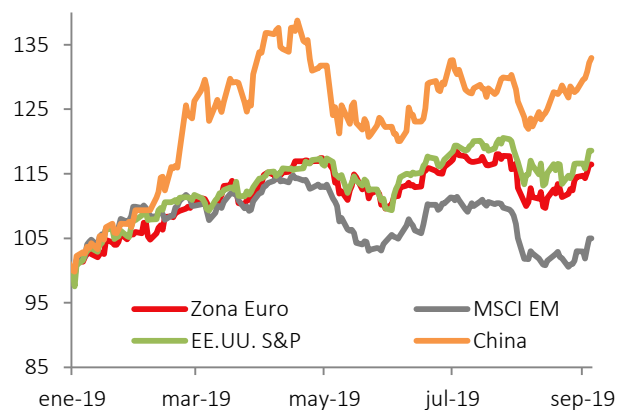
Los PMI de agosto siguen apuntando a una desaceleración del sector manufacturero en EE.UU. (ISM 49,1; Markit 50,3), en tanto que la creación de empleo fue algo menor a lo que se esperaba (130 mil versus 160 mil). La inflación, por su parte, se mantiene persistentemente por debajo de la meta del 2%. En este contexto, las expectativas implícitas en los futuros de la *fed fund rate* volvieron a disminuir y apuntan a dos recortes adicionales este año (en septiembre y diciembre) y tres más el próximo.

Gráfico 1: Aranceles impuestos por EE.UU. a bienes chinos por sección 301 (millones US\$, %)



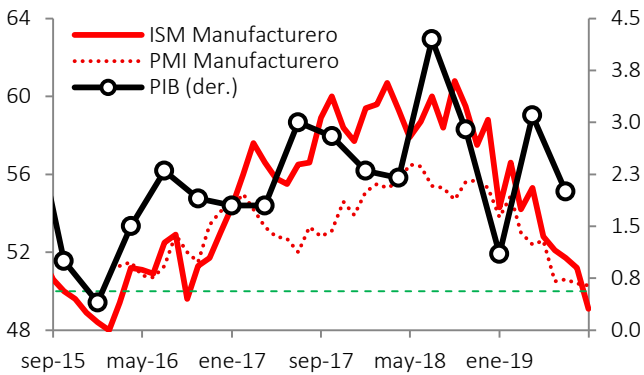
(*) Arancel promedio eje derecho
Fuente: Peterson Institute International Economics y Santander

Gráfico 2: Bolsas internacionales (Índice 100 = ene.19)



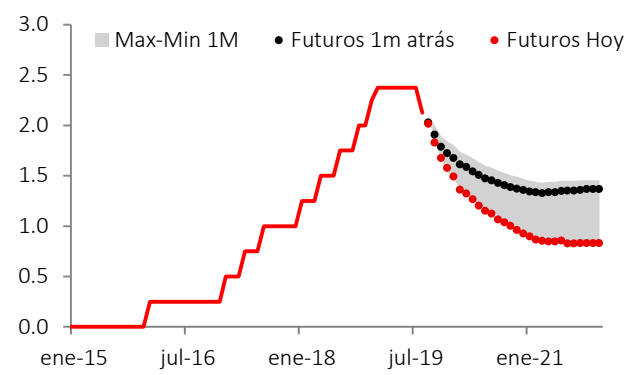
Fuente: Bloomberg y Santander

Gráfico 3: EE.UU. PMI manufacturero (Índice, neutral = 50)



Fuente: Bloomberg y Santander

Gráfico 4: Tasa Fondos Federales

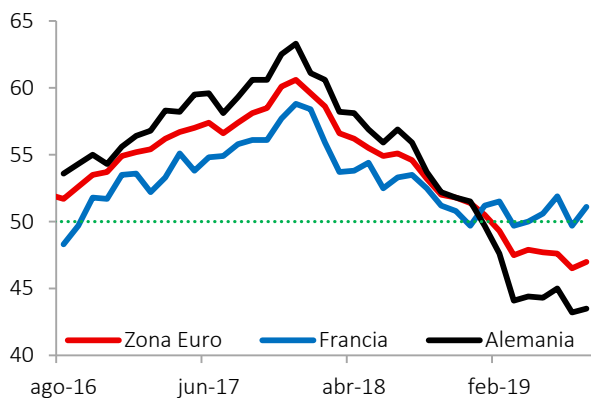


Fuente: Bloomberg y Santander

La actividad en Europa sigue deprimida a pesar de un repunte marginal en agosto, impulsado por un rebote en Alemania. El sector manufacturero de este país ha resentido fuertemente el conflicto comercial y sus exportaciones acumulan tres meses consecutivos de caídas, en un contexto donde las expectativas empresariales se mantienen deprimidas. Con ello, existen altas posibilidades de que la economía más importante de Europa pueda entrar en una recesión técnica, luego de que el segundo trimestre la actividad cayera 0,1%.

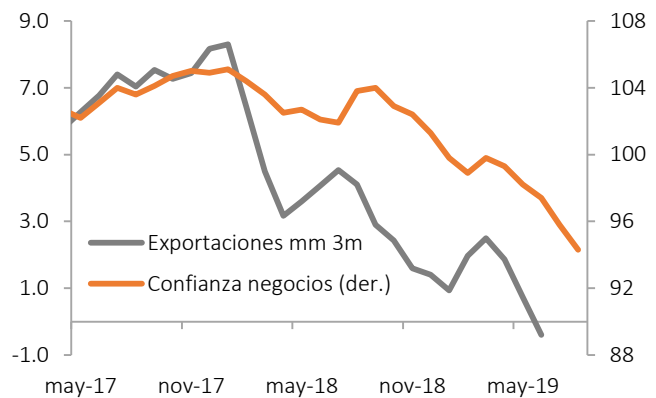
En su reunión de septiembre, el BCE anunciaría un nuevo programa de estímulo monetario. Sin embargo, antes de materializar un nuevo recorte de tasas, se podrían requerir medidas especiales para mitigar algunos efectos adversos de las tasas de interés negativas. En particular, se especula la posible implementación de un sistema escalonado (*tiering*) para las tasas de depósito de los bancos, que permitiese que solo una parte de sus excesos de reserva queden a tasas negativas. Más allá de esto, dado el escaso espacio de acción de la política monetaria, es probable que en lo que viene la política fiscal pase a tener un mayor protagonismo para estimular la economía europea.

Gráfico 5: Europa PMI manufacturero (Índice, neutral = 50)



Fuente: Bloomberg y Santander

Gráfico 6: Alemania exportaciones y expectativas empresariales (var. anual %, Índice)

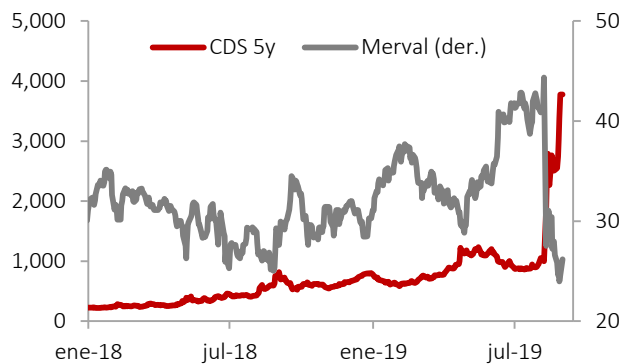


Fuente: Bloomberg y Santander

En el ámbito político, se mantienen las tensiones por la salida de Reino Unido de la Unión Europea. El primer ministro, Boris Johnson, decidió suspender la actividad parlamentaria por un mes —hasta el 12 de octubre— para facilitar una salida el 31 de octubre. Sin embargo, en una rápida maniobra, el parlamento voto una enmienda que impide una salida sin acuerdo y rechazó la posibilidad de adelantar elecciones. Esto inyectó optimismo a los mercados financieros y la libra revirtió la tendencia a la baja observada en el mes. En Italia, fracasó la estrategia del líder de la Liga del Norte, Mateo Salvini, que buscaba hacerse del gobierno rompiendo el pacto de su partido con el movimiento Cinco Estrellas. Este último logró un pacto con el partido Demócrata, con lo que su líder, Giuseppe Conte, se mantuvo como Primer Ministro.

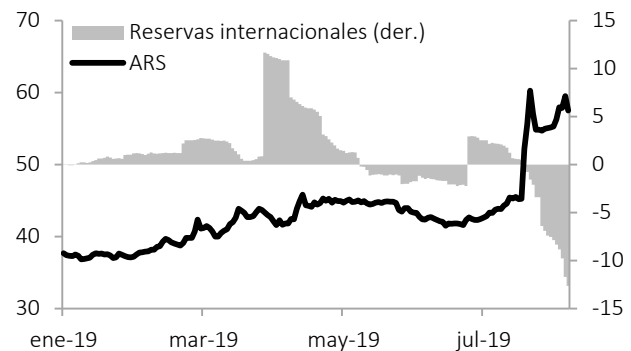
En Latinoamérica, la derrota del oficialismo en las elecciones primarias de Argentina generó un desplome en los mercados financieros de ese país. La bolsa acumuló una caída de casi 38% desde principios de agosto, la prima por riesgo —medida por el CDS a 5 años— aumentó por sobre los 3.000 pb y el tipo de cambio se depreció más de 35%, superando \$60 por dólar. El Banco Central de Argentina (BCRA) ha buscado contener la depreciación de la moneda, interviniendo de forma importante en el mercado cambiario (inyectó cerca de 16.000 millones de dólares en reservas durante agosto). El gobierno, por su parte, anunció una reestructuración de la deuda e impuso restricciones cambiarias. A fines de septiembre el ministro de hacienda se reunirá con representantes del FMI para definir las condiciones del préstamo.

Gráfico 7: CDS 5 años y bolsa Argentina (pb, Índice)



Fuente: Bloomberg y Santander

Gráfico 8: Peso argentino y reservas internacionales acumulado 2019 (\$/US\$, miles de millones de US\$)

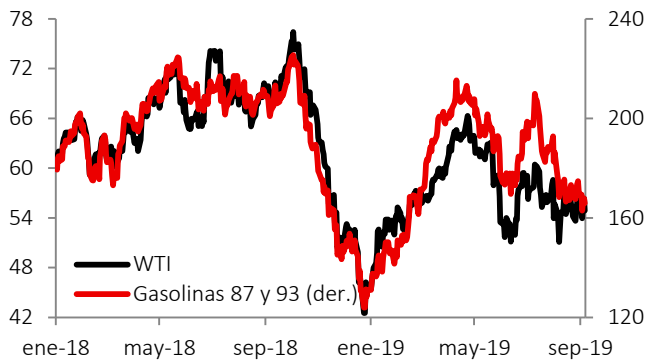


Fuente: Bloomberg y Santander

Precios de las materias primas siguen bajos

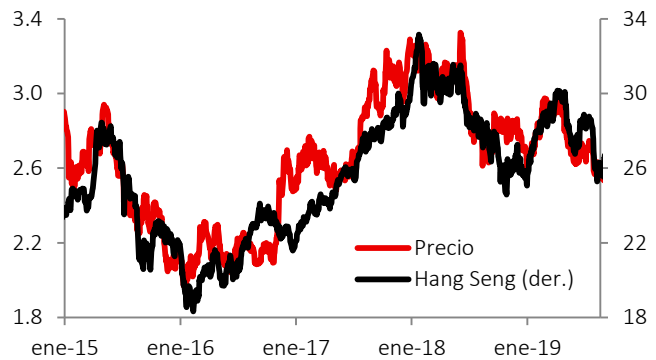
Los precios del petróleo y del cobre tendieron a retroceder en el mes ante perspectivas de crecimiento global más débiles, pero se recuperaron hacia el cierre de este informe. En el caso del crudo, incidió en el alza del precio reciente el hecho de que las tensiones entre EE.UU. e Irán se distendieran levemente y que Arabia Saudita reafirmara su compromiso con los recortes de producción. En tanto, el cobre tuvo un retroceso significativo de casi cUS\$ 10 en agosto y en algún momento llegó a cotizarse por debajo de los US\$ 2,50 por libra. Sin embargo, luego del anuncio de una nueva ronda de negociaciones entre Washington y Beijing, repuntó hasta US\$ 2,60. **Hacia delante, prevemos que el precio del metal podría volver a ser castigado por las tensiones comerciales, por lo que proyectamos que al cierre del año esté algo por debajo de su nivel actual.**

Gráfico 9: Precio petróleo WTI y bencinas Costa Golfo EEUU (cUS\$/galón y US\$/bbl)



Fuente: Bloomberg y Santander

Gráfico 10. Precio cobre e Índice Hang Seng (US\$/lb)



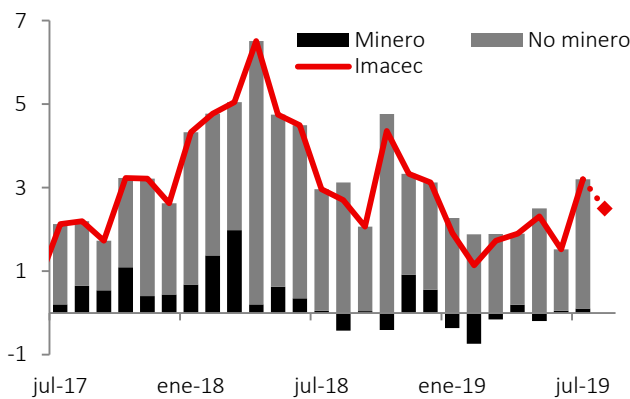
Fuente: Bloomberg y Santander

Banco Central sincera perspectivas de crecimiento para Chile

En su Informe de Política Monetaria del tercer trimestre, el Banco Central reconoció un importante deterioro del escenario económico, con un menor impulso externo derivado de las tensiones comerciales y geopolíticas, y un lento crecimiento a nivel local. En concordancia, aplicó un sustantivo recorte a las proyecciones de expansión para este año, desde el rango de 2,75% - 3,5% presentado en junio a solo 2,25% - 2,75%. Además, mantuvo un sesgo a la baja.

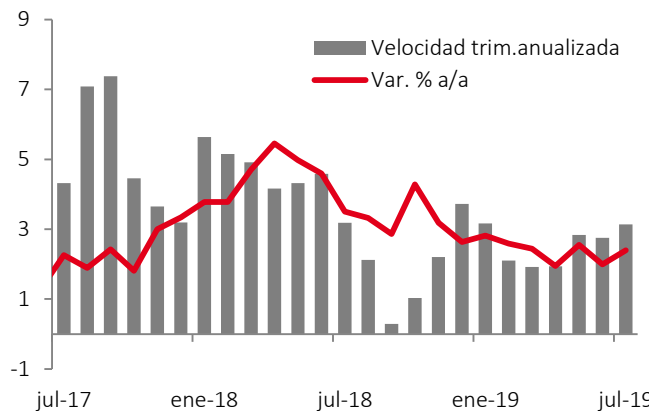
Con ello, el instituto emisor se alineó con las expectativas que había internalizado el mercado ya hace algún tiempo (EEE: 2,6%; Santander 2,4%). Por el lado de la demanda, destacaron las revisiones a la baja tanto del consumo como de la inversión. En el caso del primero, el cambio es coherente con las cifras más bajas mostradas en los últimos meses y con un mercado laboral que permanece lastrado. La corrección de la inversión es llamativa, por cuanto los antecedentes del segundo trimestre apuntaban más bien a un dinamismo algo mayor y el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital agregó nuevos proyectos para el año. Con todo, el 4% estimado no dista mucho de nuestras propias proyecciones y las del consenso de mercado para esta variable.

Gráfico 11: Imacec total y componentes (var. anual, %)



Fuente: BCCh y Santander

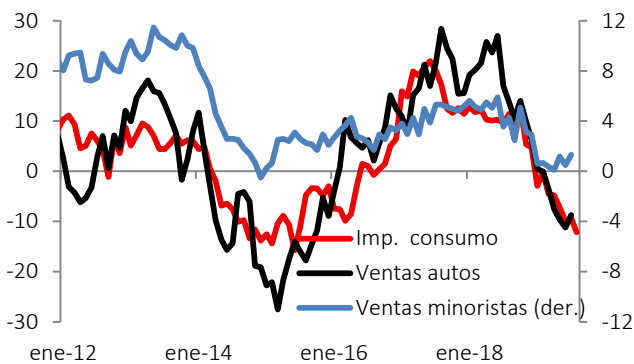
Gráfico 12: Imacec no minero desestacionalizado (%)



Fuente: BCCh y Santander

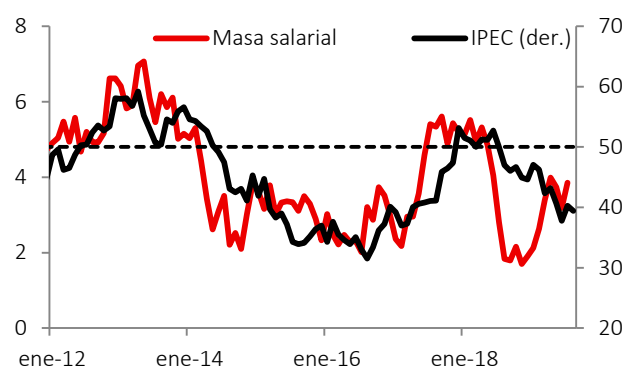
El Imacec de julio (3,2% a/a), estuvo algo por debajo de las expectativas (Bloomberg: 3,3%; Santander: 3,6%), y los datos preliminares de agosto, —generación eléctrica 0,7% a/a, exportaciones -4,5% e importaciones -11,4%— que apuntan a una expansión en torno a 2,5%, confirman que la economía mantiene un ritmo acotado de expansión. **En los próximos meses, el sector externo seguirá lastrando a la economía. Por su parte, el mayor impulso monetario y las medidas fiscales anunciadas por el Gobierno recientemente incidirían de manera relevante en la actividad recién hacia comienzos del próximo año. Por lo mismo, es altamente probable que el crecimiento del presente ejercicio cierre en la parte baja del rango dado por el IPoM. En las próximas semanas actualizaremos nuestra proyección, que actualmente se ubica en 2,4%.**

Gráfico 13: Indicadores de consumo (var. anual, % - trim. móvil)



Fuente: ANAC, BCCh y Santander

Gráfico 14: Masa salarial y confianza de los consumidores (var. real anual %; neutral = 50)

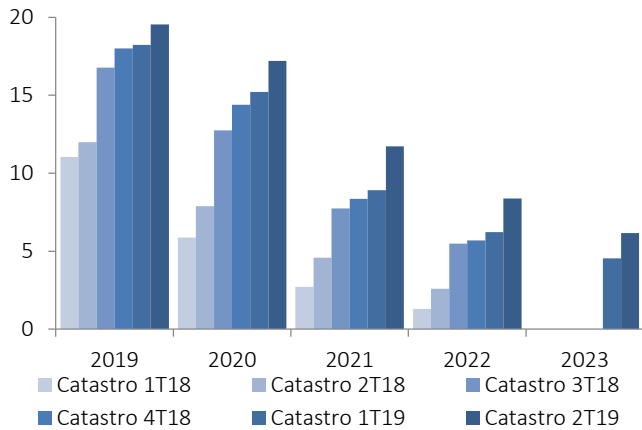


Fuente: GfK, INE y Santander

A pesar de bases de comparación menos exigentes, hacia delante el consumo exhibirá un ritmo de expansión similar al del primer semestre. Los datos en el margen siguen mostrando un dinamismo acotado: las ventas de automóviles nuevos y las importaciones de bienes de consumo continúan contrayéndose respecto del año previo, las ventas minoristas exhiben un crecimiento bajo, y la confianza de los consumidores ha vuelto a descender. Un dato positivo es el rebote de la masa salarial, impulsada por una moderada aceleración de los salarios reales. Con estos antecedentes **proyectamos que el consumo se expandirá en torno a 2,6% en el año.** Por su parte, los datos del catastro de la Corporación de Bienes de Capital del segundo trimestre se revisaron nuevamente al alza, lo que confirma las perspectivas favorables para la inversión en grandes proyectos. Esto se contrapone al bajo dinamismo que ha exhibido la inversión en maquinaria y equipos, luego de la fuerte expansión registrada el año pasado. Considerando ambos elementos, **estimamos que la formación de capital fijo crecerá algo por sobre 4% en el año.**

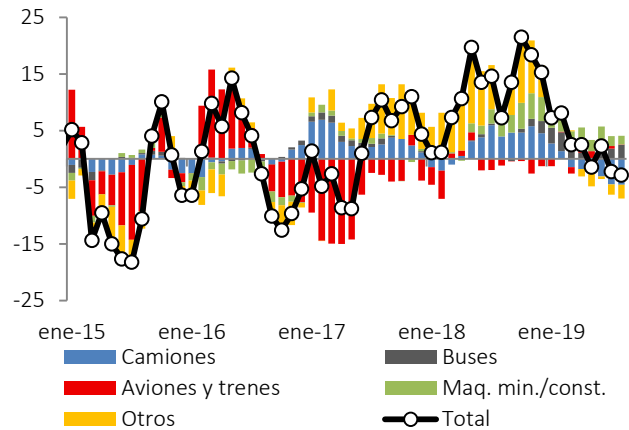
Para 2020, el menor impulso externo llevó a que el Banco Central revisara a la baja su proyección de crecimiento, desde un rango de 3% a 4% hasta un rango de 2,75% a 3,75%. Esto, con un importante ajuste en la expansión de los socios comerciales hasta 2,9%, por debajo del crecimiento de 3,1% esperado para este año. Sobre este punto, vale preguntarse si la economía nacional será capaz de elevar su crecimiento el próximo año en un contexto internacional menos propicio, con socios comerciales creciendo menos y términos de intercambio más bajos. La apuesta del Banco Central es que el mayor impulso monetario principalmente y, también las medidas pro inversión del gobierno, podrían apuntalar el crecimiento. **Estimamos que en el escenario más probable, la economía crecerá en la parte baja del rango del IPoM, en torno a 3%.**

Gráfico 15: Inversión a materializar por año (miles de millones US\$)



Fuente: Corporación de Bienes de Capital y Santander

Gráfico 16: Importaciones de bienes de capital (var. anual, % - trim. móvil)



Fuente: BCCh y Santander

Mercado laboral muestra cierta mejora

Los datos del mercado laboral y salarios a julio muestran una mejora en relación con los meses anteriores. El empleo total aumentó 1,5% a/a (vs. 1% a previo), el asalariado 1,3% a/a (vs. 0,3% previo) y el trabajo por cuenta propia 2,3% a/a (vs. 2,6% previo). Por su parte, la tasa de desempleo subió a 7,2%, solo 0,1 pp respecto al mes previo. Los salarios también aumentaron su ritmo de expansión (nominales: 5% a/a; reales (2,3% a/a).

La recuperación del empleo asalariado debe tomarse con cautela. El componente privado promedia un crecimiento anual nulo en lo que va de 2019, y es el empleo asalariado público el que impulsa el dinamismo. Por su parte, los datos administrativos del sistema de pensiones muestran una moderación en crecimiento del empleo formal, hasta 2,5% a/a a mayo.

Gráfico 17: Tasa de desempleo y empleo (% y var. anual, %)

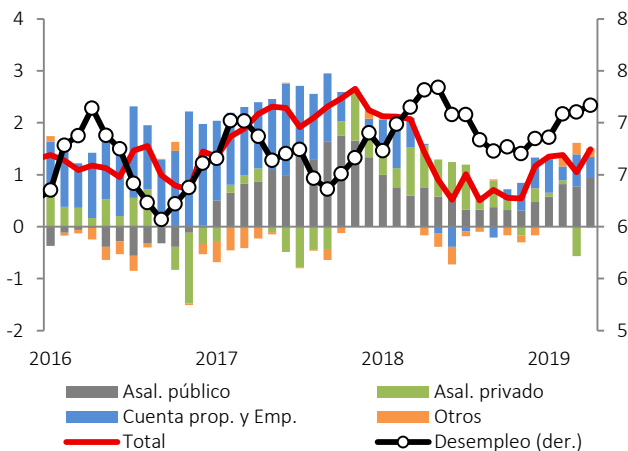
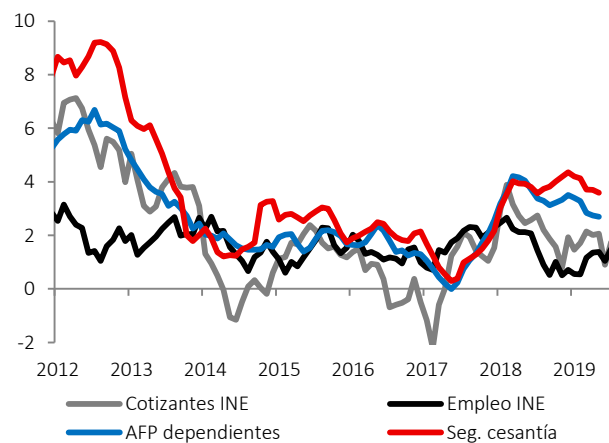


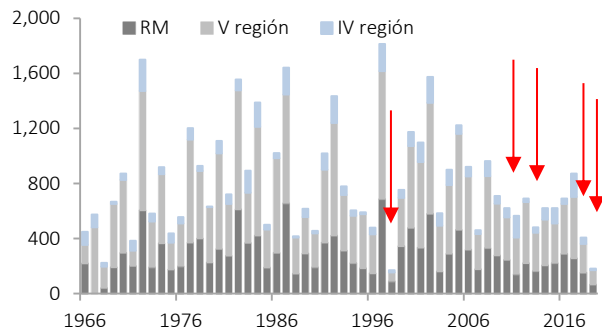
Gráfico 18: Empleo asalariado (var. anual, %)



Recuadro N° 1: Impacto de la sequía

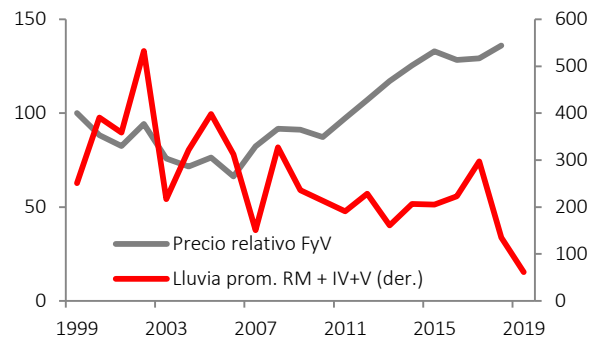
La última década se ha destacado por escasas precipitaciones, fenómeno que se ha traducido en una mega sequía en la zona central. Para este año se espera que el nivel de agua caída alcance uno de los mínimos históricos, incluso superior a la gran sequía de 1968. Al analizar lo sucedido en los últimos 10 años, la escasez de precipitaciones ya se ha dejado sentir en los precios de frutas y verduras, cuyos valores se han incrementado casi un 7%, el doble que en la década anterior.

Gráfico 19: Precipitaciones históricas (mm)



Fuente: Dirección Meteorológica de Chile y Santander

Gráfico 20: Precios y precipitaciones (Índice, mm)

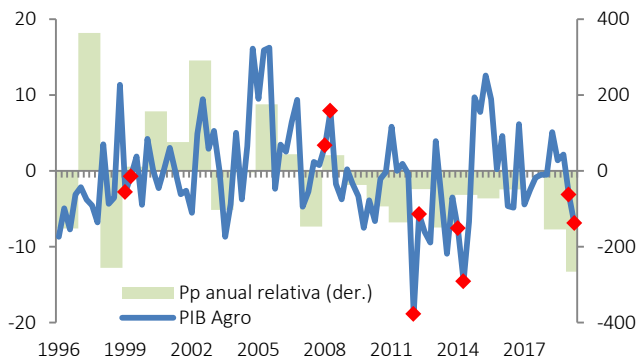


Fuente: INE y Santander

A nivel mensual, si se analiza lo sucedido en los últimos “años secos” (2011, 2013 y 2018) se observa que desde septiembre a marzo los precios de verduras suben en promedio 6% (1,8% en años menos secos) y las frutas alrededor de 15% (5,2% en años menos secos). Por lo tanto, si los precios de frutas y verduras se comportan de acuerdo a sus patrones recientes en años de mayor sequía, durante los próximos seis meses habría un aumento promedio algo menor que 10%, lo que implica una mayor inflación de alrededor de 0,2%.

Los años secos afectan el PIB por su impacto en la actividad agrícola y la generación hídrica de electricidad, aunque en este caso el cambio de la matriz ha reducido su dependencia a la hidrología. En el agro, si consideramos los episodios de sequía intensa de la última década (1998, 2007, 2011, 2013 y 2018) se observa que en los años posteriores el sector ha sufrido un retroceso en torno a 6% respecto de un año normal. **Considerando que el agro representa un 3% del PIB, este efecto podría significar hasta 0,2 pp de menor crecimiento del PIB total en un año.**

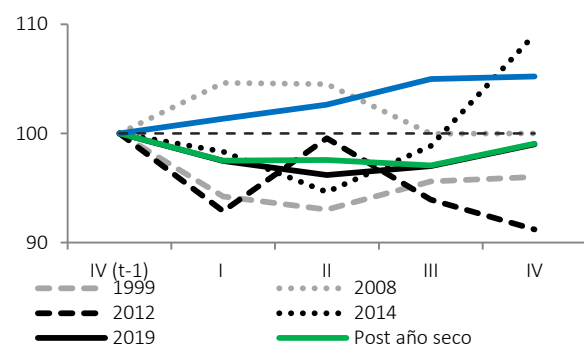
Gráfico 21: PIB agro menos PIB total (var. a/a) y precipitaciones zona central (mm)



Puntos rojos: primer y segundo trimestre tras un año seco. Precipitaciones relativas a promedio 1980-2018

Fuente: Santander en base a Banco Central y Dirección Meteorológica de Chile

Gráfico 22: PIB agropecuario en años post-sequía (Índice, 4T del año previo = 100)



Líneas grises/negras: año de sequía.

Fuente: Santander en base a Banco Central y Dirección Meteorológica de Chile

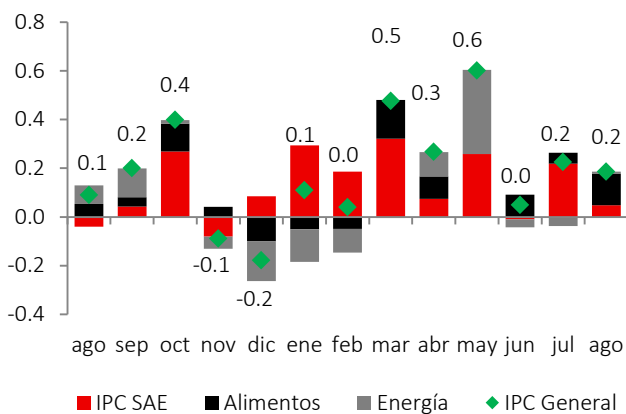
Persiste el bajo dinamismo de la inflación

El IPC de agosto (0,2% m/m; 2,3% a/a) se ubicó en línea con lo que se esperaba (Bloomberg: 0,2%; EEE: 0,2%; EOF: 0,2%; Forwards: 0,16%; Santander: 0,1%), dando cuenta de una inflación que sigue contenida. El IPC sin alimentos y energía (IPC SAE) tuvo una variación mensual de solo 0,1% y su variación anual subió hasta 2,4% a/a, aún bastante por debajo de la meta de 3%. En el mes se observaron aumentos importantes en carne de vacuno y frutas de estación, que podrían estar afectadas por la sequía. En tanto, la depreciación reciente del peso se vio reflejada en un alza importante de pasaje aéreo y del producto "paquete turístico" que nuevamente subió. Sin embargo, el coeficiente de traspaso del tipo de cambio sigue bajo.

El único indicio que pudiese indicar algo de mayor presión sobre los precios es el índice de difusión inflacionaria (59,1%), que estuvo por sobre los valores de años previos para agosto. Por otra parte, la inflación de servicios si bien subió en relación al mes previo (3,7% a/a vs. 3,5% a/a en julio), mantuvo un dinamismo acotado en este periodo, incidida por los servicios de telecomunicaciones.

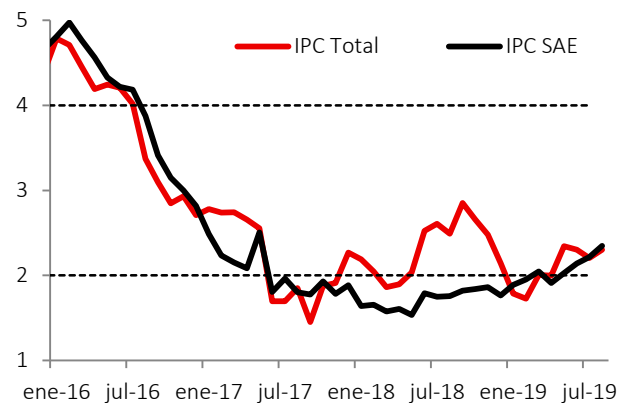
Para septiembre estimamos que el IPC sería acotado, en torno a 0,1% m/m. En los últimos años se ha roto la estacionalidad que caracterizaba el mes, con alzas fuertes en los precios de alimentos y del transporte. Así, por ejemplo, ya en agosto vimos el incremento esperado para las carnes, en tanto, que de las verduras han tendido a ser más homogéneo. Por otra parte, si bien la sequía podría empujar al alza algunos precios, esto ocurriría de manera más clara hacia fines de año. **A mediano plazo, las holguras de capacidad todavía abiertas seguirán restando presión a los precios, por lo que estimamos que la inflación se ubicará, en promedio, por debajo de la meta durante un buen tiempo.**

Gráfico 23. IPC (var. mensual, %)



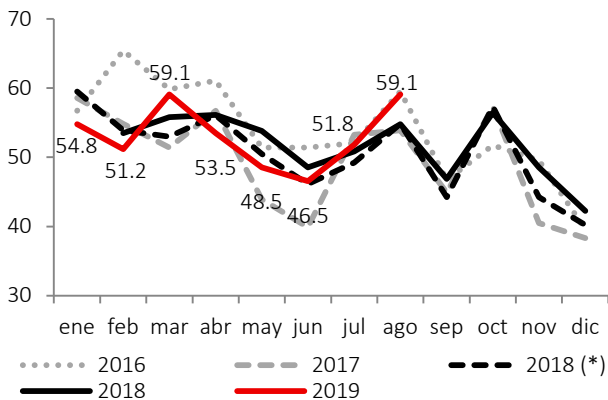
Fuente: INE y Santander

Gráfico 24. IPC total y subyacente (var. a/a, %)



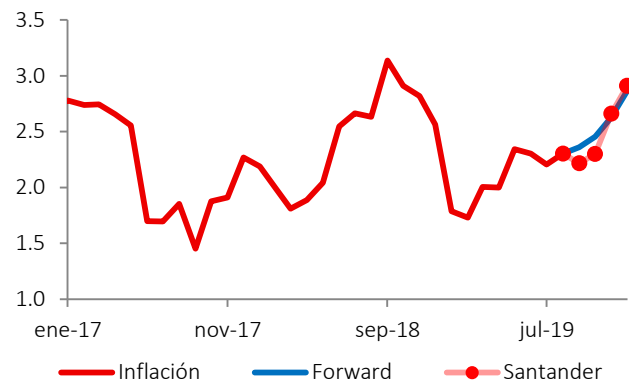
Fuente: INE y Santander

Gráfico 25. Índice de difusión (% de productos que aumenta de precio en el mes)



Fuente: INE y Santander

Gráfico 26. IPC esperado (var. anual, %)

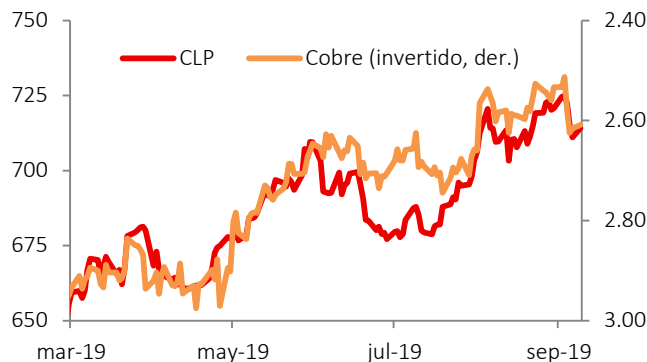


Fuente: INE y Santander

Activos locales se recuperan en el margen

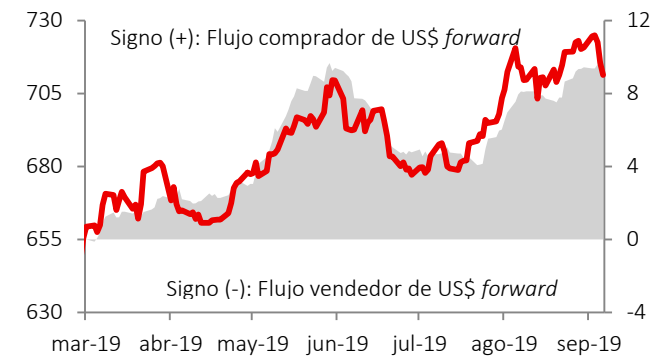
La tendencia a la baja predominó la mayor parte del mes en los precios financieros locales. No obstante, esto se revirtió parcialmente durante la última semana, en medio de un mayor optimismo global por el anuncio de que las negociaciones entre China y EE.UU. se retomarían en octubre. Durante el mes, el tipo de cambio llegó a depreciarse hasta \$725 por dólar, en línea con la caída del cobre. Sin embargo, en la última semana el peso se apreció de forma importante y al cierre de este informe se ubicaba en torno a \$715. Los inversionistas extranjeros continuaron realizando apuestas en contra la moneda local, con alrededor de US\$ 3.800 millones de flujo de compra de dólares *forward*. Esto, tendió a acentuar la depreciación de la paridad observada hasta fines de agosto.

Gráfico 27: Tipo de cambio y precio del cobre (mar-19 = 100)



Fuente: Bloomberg y Santander

Gráfico 28: Tipo de cambio y flujos *forward* no residentes (mar-19 = 100, miles de millones de US\$)



Fuente: BCCh y Santander

Hacia delante, estimamos que el peso cerrará el año en el rango de \$715 - \$720. No obstante, la alta incertidumbre respecto de la disputa comercial amplía de forma importante el intervalo de confianza de esta estimación. Si se mantiene el optimismo de la última semana, es probable que el peso cierre en niveles incluso menores a \$710, mientras que una nueva escalada de tensiones dejaría a la moneda en niveles por sobre \$730.

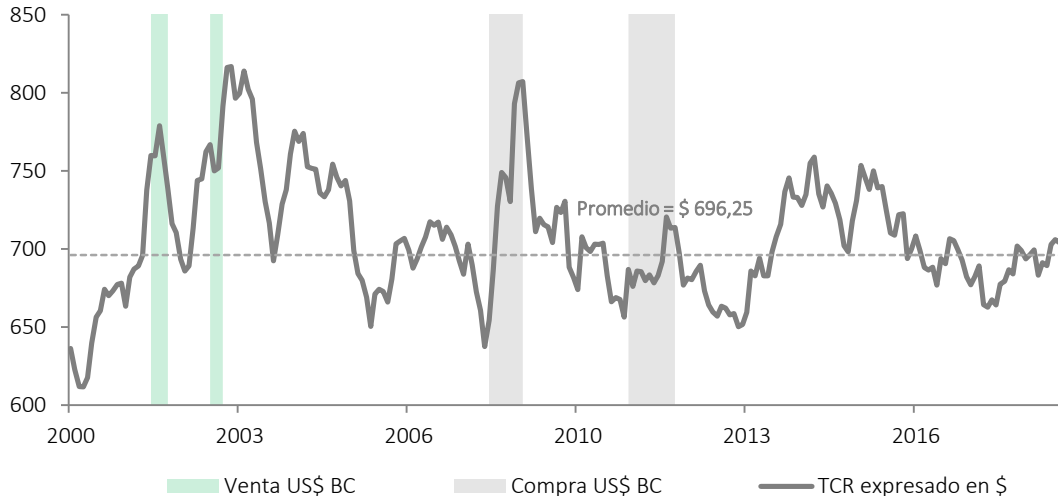
Recuadro N° 2: ¿Intervendrá el Banco Central en el tipo de cambio?

La importante depreciación que ha exhibido el tipo de cambio durante este año ha hecho que algunos agentes planteen que el instituto emisor podría realizar una intervención cambiaria. Desde que se estableció la flotación cambiaria en 1999, el Banco Central ha intervenido solo en cuatro ocasiones. En 2001 y 2002 se realizaron ventas de dólares para contener movimientos al alza del tipo de cambio, mientras que en 2008 y 2011 se compraron dólares en el mercado *spot* para evitar una apreciación excesiva y acumular reservas.

Las intervenciones de venta de dólares se realizaron en niveles donde el tipo de cambio real se había desviado sustantivamente de su promedio histórico y se encontraba en niveles muy superiores a los actuales. Si expresamos el tipo de cambio real en pesos de septiembre de este año, las intervenciones de 2001 y 2002 se realizaron cuando el tipo de cambio real superaba los \$760. Además, ambas intervenciones se dieron en un marco donde la inflación estaba sobre la meta o justo en ella. Recientemente, en 2014 y 2015, el TCR, expresado en moneda de hoy, superó los \$750 y el Banco Central no intervino

Por lo mismo, **estimamos que mientras la inflación se mantenga baja y el tipo de cambio real no se desvíe sustantivamente de su promedio histórico, no se justifica una intervención por parte del instituto emisor.** Más aún, el bajo traspaso de la depreciación a la inflación que ha predominado en el último tiempo da una holgura adicional a la zona de no intervención por parte del ente emisor.

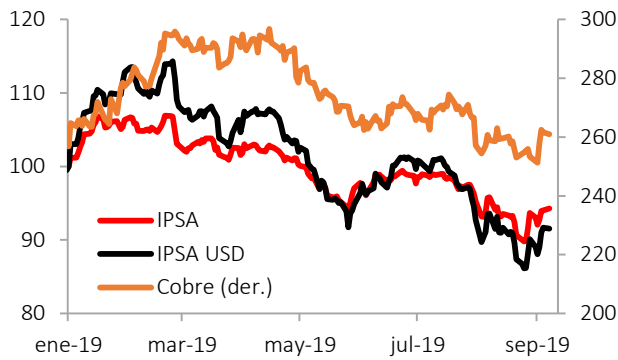
Gráfico 29: Tipo de cambio real expresado en pesos (\$/US\$)



Línea punteada indica promedio desde 1999. Fuente: BCCh y Santander

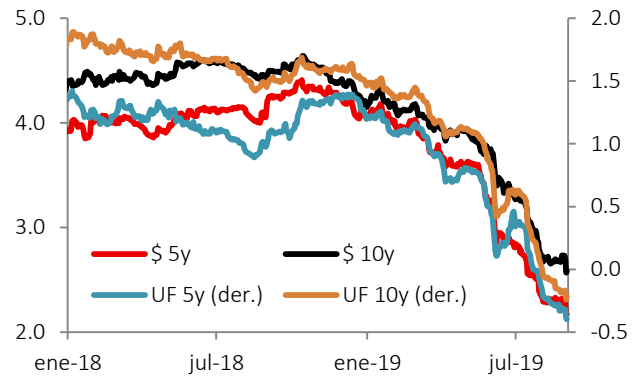
A pesar de la recuperación reciente, el mercado bursátil cerró con caídas respecto del mes previo (-3% en moneda local; -4,2% medido en dólares). Por su parte, las tasas largas de los bonos de gobierno continuaron disminuyendo, aunque en menor medida que su par estadounidense, reflejando perspectivas monetarias más laxas y una compresión sustantiva en los premios por plazo.

Gráfico 30: IPSA (Índice ene.2019 = 100)



Fuente: Riskamerica y Santander

Gráfico 31: Evolución tasas de bonos (%)



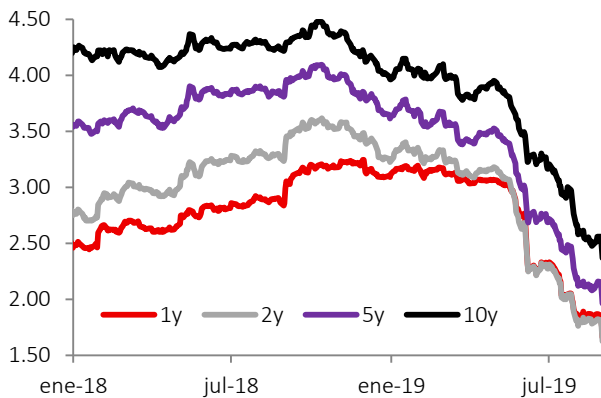
Fuente: BCCh y Santander

Después del recorte de la TPM en septiembre, podrían venir bajas adicionales

Tal como se esperaba, en su reunión de septiembre el Banco Central recortó la TPM de manera agresiva (50 pb), con lo que ésta acumuló una reducción de 100 puntos base desde junio, ubicándose en su nivel más bajo desde mediados de 2010. Detrás del mayor impulso está el reconocimiento de que la actividad ha crecido menos de lo que se esperaba, que el impulso externo de la economía a futuro será menor y que los riesgos son significativos. Esto hará que las holguras de capacidad se mantengan abiertas, con lo que la inflación seguirá bajo la meta por un buen tiempo.

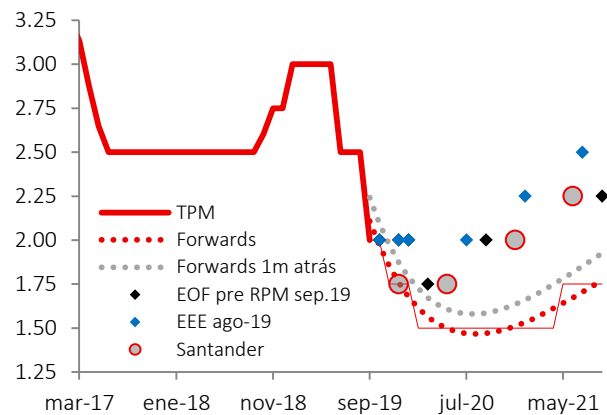
Sin duda, con este mayor impulso el Banco Central contribuirá a la demanda interna. Anteponiéndose a esto, las tasas de mercado ya habían retrocedido hasta mínimos históricos. Eso ha significado un abaratamiento sustantivo del crédito, lo que ya ha comenzado a dinamizar sectores como el inmobiliario. La pregunta es si el impulso monetario actual es suficiente para hacer retornar la inflación hacia el 3% de manera sostenida en un plazo de dos años. Después de la RPM, y una vez conocido el IPoM, las tasas *swap* volvieron a disminuir y se ubicaron en torno a 1,6% a dos años plazo, sugiriendo rebajas adicionales por 50 pb en los próximos trimestres.

Gráfico 32: Tasas swap nominales (%)



Fuente: Bloomberg y Santander

Gráfico 33: Expectativas de TPM (%)



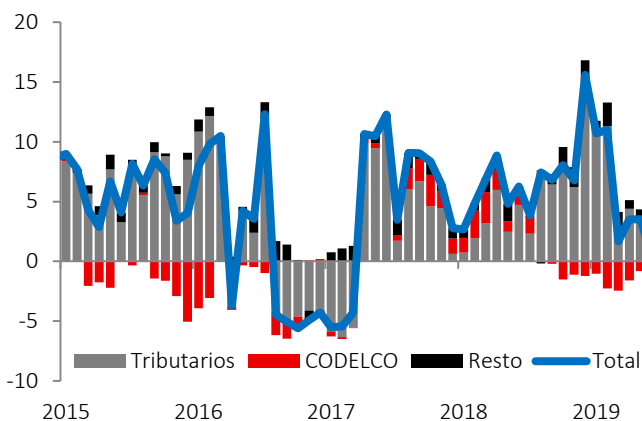
Fuente: BCCh, Bloomberg y Santander

Dada las perspectivas para la actividad y la inflación, **estimamos que es altamente probable que el instituto emisor vuelva a reducir la TPM en 25 puntos base, probablemente a fines de año. Si se materializa el escenario de menor crecimiento de los socios comerciales, podría ser necesario ampliar aún más el estímulo con recortes adicionales en 2020.** En todo caso, dado que el mercado ya ha internalizado bajas adicionales en la TPM, el impulso adicional que pueda entregar el Banco Central bajando la TPM es limitado. Más bien, el riesgo es que de no validar las rebajas adicionales, se pudiese producir una reversión en las tasas de mercado. Esto, sin embargo, es poco probable.

Espacio fiscal para el presupuesto 2020 es acotado

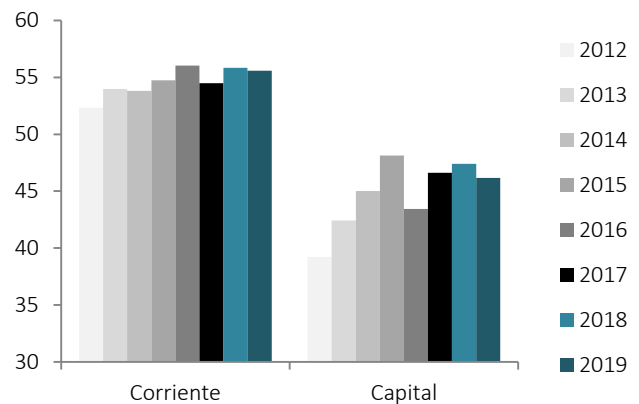
Tras un positivo 2018, los ingresos fiscales se desaceleraron durante 2019. Los aportes de Codelco se han reducido respecto al año previo, mientras que los ingresos tributarios han seguido una marcada tendencia a la baja. En su último Informe de Finanzas Públicas (IFP), el Ministerio de Hacienda reconoció esta situación y recortó su previsión hasta 1,6% anual. Sin embargo, varios supuestos clave detrás de esta cifra –como el crecimiento 2019 y el precio del cobre– han quedado desactualizados por los desarrollos más recientes. En base a nuestra proyección para el PIB (2,4%), estimamos que los ingresos cerrarán el año con un crecimiento de 0,5%.

Gráfico 34: Ingresos de gobierno (var. % anual del trim. móvil)



Fuente: Dipres y Santander

Gráfico 35: Ejecución fiscal a julio de cada año (% de avance)



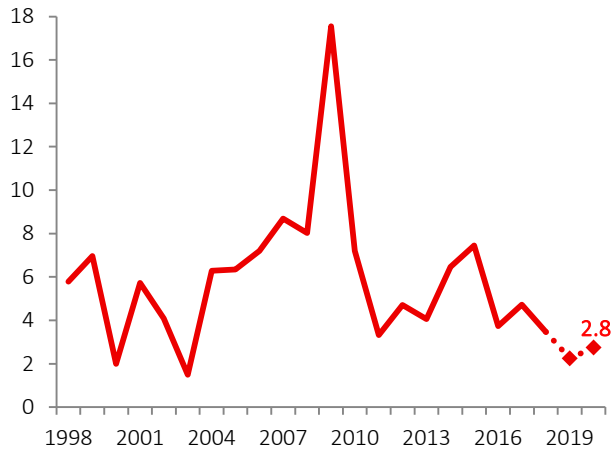
Fuente: Dipres y Santander

Por su parte, el gasto también avanza a un ritmo moderado. Aunque en el trimestre terminado en julio el ritmo de ejecución se aceleró, el porcentaje de avance se mantiene por debajo de los años previos, principalmente por el componente de capital. Si suponemos una aceleración de la ejecución en lo que resta del año, la expansión anual del gasto sería cercana a 2%. Con estos antecedentes, estimamos que el déficit público cerraría el año algo por sobre 2% de PIB, similar a la última proyección del Ministerio de Hacienda.

En el mes, el Gobierno también dio a conocer los parámetros estructurales para el presupuesto 2020. Mientras el crecimiento tendencial pasó desde 2,9% hasta 3%, el precio del cobre de largo plazo fue revisado a la baja desde US\$ 2,98 hasta US\$ 2,86 por libra. Dada esta actualización y el sistema tributario vigente, estimamos que los ingresos estructurales crecerían en torno a 3,5% en 2020. Así, para cumplir con el objetivo fiscal y reducir el déficit estructural en 0,2% del PIB, el presupuesto que presentará el Ejecutivo a fines de mes tendría que

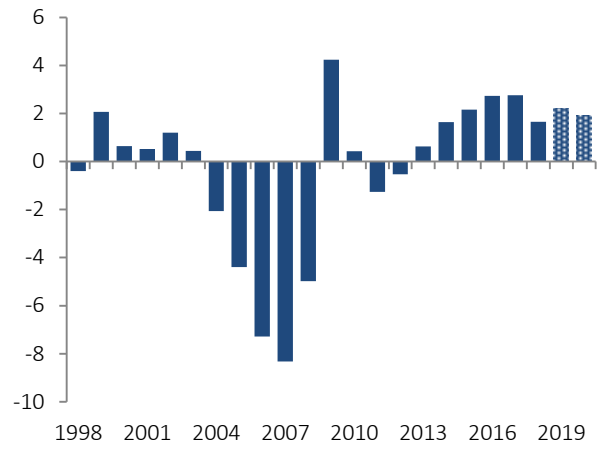
contemplar una expansión de entre 2,5% y 3%, con lo que el espacio fiscal en el próximo ejercicio continuará siendo acotado.

Gráfico 36: Evolución gasto fiscal (var. % anual)



Fuente: Dipres y Santander

Gráfico 37: Déficit público (% del PIB)



Fuente: Dipres y Santander

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS

Cuentas Nacionales	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 P	2020 P
PIB (var. real % a/a)	4,0	1,8	2,3	1,7	1,3	4,0	2,4	3,2
Demanda interna (var. real % a/a)	3,6	-0,5	2,5	1,8	2,9	4,7	2,5	3,4
Consumo total (var. real % a/a)	4,3	2,9	2,6	3,4	3,2	3,7	2,6	3,2
Consumo privado (var. real % a/a)	4,6	2,7	2,1	2,6	3,0	4,0	2,5	3,4
Consumo público (var. real % a/a)	2,8	3,8	4,8	7,2	4,4	2,2	2,9	2,5
Formación bruta capital fijo (var. real % a/a)	3,3	-4,8	-0,3	-1,3	-2,7	4,7	4,3	4,8
Gasto público (var. real % a/a)	4,6	6,3	8,4	3,8	4,7	3,4	2,1	2,5-3,0
Producción manufacturera (var. real % a/a)	2,0	-0,7	0,3	-2,4	1,6	3,3	1,9	1,7
Exportaciones (var. real % a/a)	3,3	0,3	-1,7	0,5	-1,1	5,0	-1,2	2,2
Importaciones (var. real % a/a)	2,0	-6,5	-1,1	0,9	4,7	7,6	-0,5	2,8
PIB (US\$ miles de millones)	278,5	260,6	244,3	250,6	277,9	298,8	290,9	297,6
PIB per cápita (US\$ miles)	15,8	14,6	13,6	13,8	15,1	15,9	15,6	15,8
Población (millones)	17,6	17,8	18,0	18,2	18,4	18,6	18,7	18,8

Balanza de Pagos	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 P	2020 P
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	2,0	6,5	3,4	4,9	7,4	4,7	-0,7	-1,3
Exportaciones (US\$ miles de millones)	76,8	75,1	62,0	60,7	68,9	75,5	82,0	83,1
Importaciones (US\$ miles de millones)	74,8	68,6	58,6	55,9	61,5	70,8	82,7	84,3
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	-11,2	-4,3	-5,6	-4,0	-6,0	-9,2	-9,6	-9,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,1	-1,7	-2,3	-1,6	-2,1	-3,1	-3,3	-3,1
Índice de Términos de intercambio (var. % a/a)	-2,7	-2,4	-2,9	3,1	9,0	-1,8	0,9	1,5
Precio del cobre (promedio anual, US\$/lb)	3,32	3,11	2,50	2,21	2,80	2,96	2,69	2,63
Precio del petróleo WTI (prom. anual, US\$/bbl)	97,9	93,1	48,7	43,2	51,0	64,8	56,7	58,3

Fuente: BCCh, INE y Santander.

Nota: Año de referencia para las CC.NN. = 2013

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS

Tipo de Cambio y Mercado Monetario	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 P	2020 P
Inflación del IPC (var. a/a, % a diciembre)	3,0	4,6	4,4	2,7	2,3	2,6	2,9	2,8
Inflación del IPC (var. a/a, % promedio)	1,8	4,7	4,3	3,8	2,2	2,4	2,5	3,0
Inflación del IPCSAE (var. a/a, % a diciembre)	2,1	4,3	4,7	2,8	1,9	2,3	2,6	2,5
Tipo de cambio CLP/US\$ (cierre año)	524	607	707	667	615	696	715	715
Tipo de cambio CLP/US\$ (promedio año)	495	570	654	677	649	640	693	715
Tasa de política monetaria (% , cierre año)	4,5	3	3,5	3,5	2,5	2,75	1,75	1,75
Tasa de política monetaria (% , promedio año)	4,92	3,75	3,06	3,5	2,7	2,52	2,51	1,75
BCU-10 (% , cierre año)	2,2	1,5	1,6	1,5	1,8	1,5	0,1	0,3
BCP-10 (% , cierre año)	5,2	4,3	4,7	4,4	4,5	4,2	2,5	3,2

Mercado Laboral	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 P	2020 P
Índice de remuneraciones (var. real % a/a)	3,9	1,8	1,8	1,4	2,4	1,9	2,3	2,4
Tasa de desempleo (promedio anual)	6,0	6,4	6,2	6,5	6,7	7,0	6,8	6,9
Tasa de creación de empleo (var. prom. % a/a)	2,1	1,6	1,4	1,3	1,8	1,6	1,4	1,7
Masa salarial promedio (var. real % a/a)	6,0	3,4	3,2	2,8	4,2	3,5	3,7	4,1

Indicadores Política Fiscal	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 P	2020 P
Balance del Gobierno Central (% PIB)	-0,6	-1,6	-2,2	-2,7	-2,8	-1,7	-2,1	-1,9
Deuda bruta Gob. Central (US\$ miles de mill.)	33,5	36,6	39,0	53,3	69,0	70,2	79,2	84,7

Fuente: BCCh, INE y Santander.



Estudios

DIVISIÓN FINANCIERA



CLAUDIO SOTO / Economista Jefe

claudio.soto.gamboa@santander.cl



GABRIEL CESTAU / Economista

gabriel.cestau@santander.cl



SINDY OLEA / Economista

sindy.olea@santander.cl



MIGUEL SANTANA / Economista

miguelpatricio.santana@santander.cl



FABIÁN SEPÚLVEDA / Economista

fabian.sepulveda@santander.cl

CONTACTO



(56 2) 2320 1021

Accede a nuestros informes en:



<http://saladecomunicacion.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.