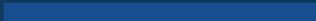


---

## CAPÍTULO 2



# ESCENARIO MACROECONÓMICO

---

## ESCENARIO EXTERNO

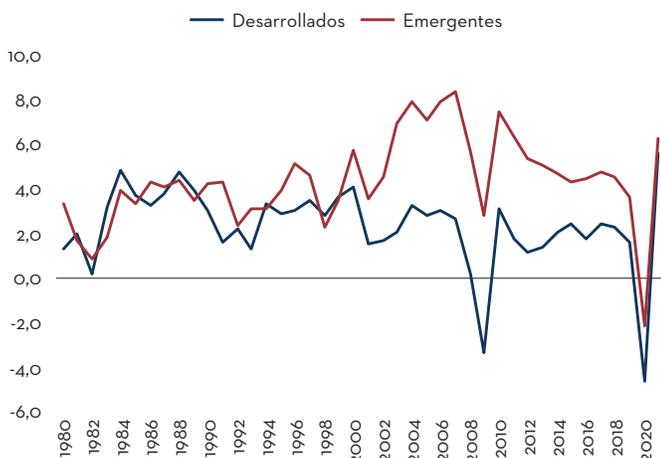
### Economía Mundial 2020

El año 2020 estuvo marcado por las graves e importantes consecuencias sanitarias, sociales y económicas provocadas por la pandemia del Covid-19, lo que derivó en el mayor retroceso de la economía global desde la II Guerra Mundial. Las medidas para controlar la propagación del virus y la adaptación inicial de gobiernos, empresas y personas frente al Covid-19 generaron caídas muy profundas en la actividad económica (Figura 2.1). Sin embargo, tras extensos períodos de cuarentenas en todo el mundo, los espacios de movilidad volvieron de la mano de mejoras en los sistemas de testeo, trazabilidad y aislamiento, junto con robustos programas de apoyo e impulso fiscal y monetario.

Con todo, a fines del año 2020 comenzaron a consolidarse las bases para una importante recuperación de la actividad económica tras la pandemia, situación considerablemente más optimista que la prevista en el Estado de la Hacienda Pública de dicho año. Esta recuperación ha sido heterogénea, variando según el nivel de ingreso de los países, debido al acceso preferente de las economías más ricas al crédito y recursos para financiar planes de estímulo (Figura 2.2), como también entre los distintos sectores de la economía, observándose por supuesto mayor rezago en aquellas actividades que operan bajo una elevada interacción social.

FIGURA 2.1

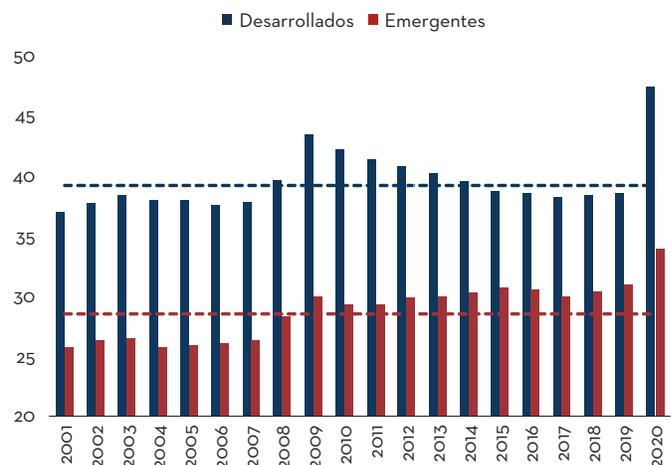
Producto Interno Bruto (var. % a/a)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Estimaciones 2021 corresponden a WEO de julio 2021.

FIGURA 2.2

Gasto del Gobierno General (% PIB y promedio 2001-19)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

La recuperación a fines del año 2020 y las excelentes expectativas económicas para el año 2021 estuvieron marcadas por el éxito de los procesos de investigación, desarrollo y producción de vacunas. A medida que éstas demostraron una efectividad importante controlando la propagación del virus, el optimismo de los agentes económicos mejoró sustantivamente. Sin embargo, éstas se han ajustado a medida que se interiorizan las dificultades logísticas de una vacunación masiva a nivel mundial, y la aparición de nuevas variantes del Covid-19 que han mostrado mayor resiliencia a la protección de las vacunas. A pesar de los nuevos riesgos, la mejor preparación de los sistemas de salud y manejo de la enfermedad hacían prever efectos menos nocivos sobre el ritmo de recuperación en los trimestres venideros.

Así, las mejoras en el monitoreo de contagios, la mayor probabilidad de uso masivo de vacunas para hacer frente a la pandemia y la política monetaria global ampliamente expansiva, impulsaron fuertemente el apetito por riesgo en los mercados financieros globales desde mediados de año. A esto se sumó, además, la incipiente recuperación del comercio global de bienes. Ambos factores provocaron importantes alzas en los principales índices bursátiles y precios de materias primas, lo que, junto a menores primas por riesgo y la apreciación relativa de las divisas frente al dólar norteamericano, propició condiciones financieras favorables para economías emergentes, que se habían visto fuertemente afectadas a inicios de año.

En cuanto a los principales socios comerciales del país, los impactos de la pandemia fueron variados. Por una parte, Estados Unidos exhibió una caída de 3,5% en el año 2020, ubicándose como una de las economías desarrolladas con impacto económico más acotado producto de la pandemia. Resalta la pronta e histórica recuperación mostrada durante la segunda mitad del año, con una reactivación importante de su mercado laboral. Sin embargo, la recuperación económica de Estados Unidos se vio atenuada al cierre del año debido a una nueva ola de contagios que comenzó en noviembre, y por el intenso debate legislativo sobre la transitoriedad del impulso fiscal que se pretendía entregar. Por otro lado, la Eurozona registró una caída importante en su actividad económica, que alcanzó un histórico 6,8%, provocada principalmente por las restricciones a la movilidad, el deterioro en el sector servicios y la depresión del turismo. Adicionalmente, al igual que en Estados Unidos, los países del bloque sufrieron un fuerte rebrote del virus durante finales de año.

En contraste con las experiencias de la Eurozona y Estados Unidos, China logró retomar niveles de actividad previos a la pandemia en forma especialmente rápida, producto de un fuerte dinamismo de la demanda interna, en particular la inversión, una pronta reactivación de la industria manufacturera, importantes impulsos fiscales y su éxito en controlar la propagación del Covid-19. Así, el gigante asiático fue de las pocas economías que creció en el año 2020, con una cifra de 2,3%.

A su vez, los resultados de América Latina durante el año 2020 no fueron alentadores, exhibiendo una caída en su actividad económica de 7,5%. La crisis se generó en un contexto de holguras fiscales y eco-

nómicas especialmente acotadas, lo que limitó los planes de apoyo e impulso en varios de los países de la región. Junto con lo anterior, la pandemia tuvo graves repercusiones en sistemas de salud altamente tensionados y con controles débiles de la propagación del virus. Cabe mencionar que las experiencias fueron variadas entre los países de la región, destacando un impacto de la crisis considerablemente más acotado en Chile, que el registrado en Argentina, México, Colombia y Perú.

Otro aspecto que mostró un comportamiento heterogéneo a lo largo del mundo fue la inflación, diferenciándose principalmente entre los países desarrollados y los emergentes. En los primeros, las lecturas de inflación subyacente reflejaban una baja incidencia de precios de servicios producto de las medidas sanitarias vigentes y acotadas presiones por el lado de precios de energía. En contraste, los países en vías de desarrollo registraron una tendencia al alza en inflación, debido a una importante depreciación cambiaria que se había traspasado rápidamente a precios de consumidores, lo que afectó a su vez los planes de estímulos y la recuperación.

En medio de amplias holguras de capacidad productiva a nivel mundial, y cifras de inflación efectiva y esperada contenidas, la liquidez global se mantuvo en niveles elevados. El impulso monetario fue histórico, generado por la combinación de una reducción en las tasas de referencia a niveles técnicos mínimos y la creación o expansión de programas de medidas no convencionales, en particular en el caso de economías avanzadas. Esto permitió prevenir una crisis financiera, junto con propiciar condiciones crediticias favorables para una recuperación en medio de la crisis. Este conjunto de medidas permitió que, a cierre del año 2020, los premios por riesgo siguieran retrocediendo, los índices bursátiles alcanzaran niveles cercanos a los observados previo al inicio de la crisis y las tasas de interés de bonos soberanos se mantuvieran en torno a mínimos históricos, aventurando condiciones financieras y económicas favorables para el año 2021.

## **Economía Mundial 2021**

Tras un cierre mejor al previsto del año 2020, este año la economía mundial ha evidenciado un notorio repunte en los niveles de actividad (Figura 2.3) de la mano de los planes de estímulo aplicados desde el año previo y extendidos durante el actual, y grandes avances en el proceso de vacunación. La reactivación y el éxito en la vacunación ha estado presente principalmente en economías desarrolladas, donde se redujeron las restricciones y los indicadores de movilidad alcanzaron niveles comparables a los observados previo a la crisis. Así, un conjunto de países ya ha logrado recuperar niveles de actividad económica comparables a lo observado en el periodo pre-pandemia.

FIGURA 2.3

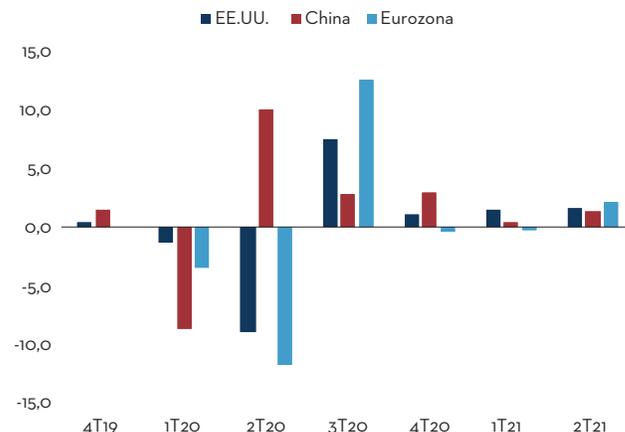
Producción Industrial OCDE (base 100 = 2015)



Fuente: OCDE

FIGURA 2.4

PIB principales economías (var. %, t/t)



Fuente: Bloomberg

La recuperación de la actividad económica y sus fundamentos han impulsado a su vez las perspectivas para la economía global durante el año 2021. Sin embargo, la recuperación continúa siendo marcadamente desigual, ya que gran mayoría de los países emergentes siguen mostrando importantes niveles de rezago, explicado por menores tasas de vacunación, espacios más acotados para políticas expansivas y elevados niveles de incertidumbre político-económica.

En este contexto, el escenario para los principales socios comerciales del país se ha mostrado favorable a lo largo de todo el año 2021. Destaca, en particular, el mayor dinamismo que ha mostrado Estados Unidos, de la mano de altos niveles de movilidad y del impulso otorgado a la demanda interna por parte de la política fiscal y monetaria. Durante el segundo trimestre, la economía norteamericana creció 1,6% respecto del trimestre anterior (Figura 2.4), explicado por el consumo privado y los servicios. Sin embargo, los últimos meses exhiben señales de desaceleración, principalmente debido al aumento en contagios atribuible a la variante Delta. Con todo, la fuerte adaptación de los sectores económicos al nuevo entorno permite presupuestar un impacto de los contagios más acotado que lo observado durante el año anterior.

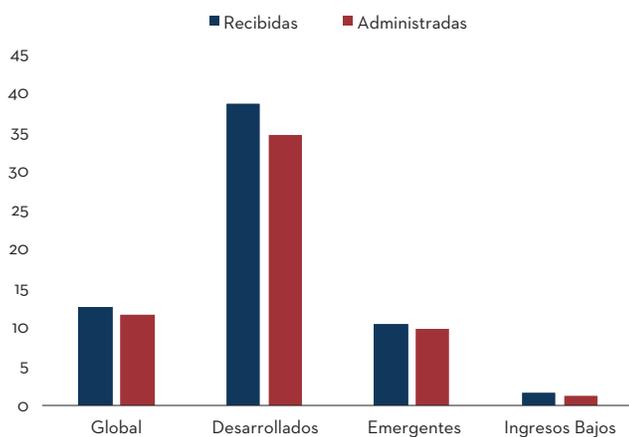
Por su parte, tras un débil cierre del año 2020 e inicio en el año 2021, la Eurozona mostró un fuerte repunte en el segundo trimestre tras el levantamiento de medidas restrictivas aplicadas en el bloque durante buena parte del año en curso, registrando un crecimiento superior al 2% respecto del trimestre anterior. Sin embargo, al igual que en el caso norteamericano, algunos países han debido volver a adoptar restricciones frente al avance de la variante Delta.

A su vez, tras liderar el repunte económico global en el año 2020 y a inicios de año, China comienza a mostrar señales de desaceleración en el margen. En particular, destaca que el índice PMI manufacturero en agosto se ubicó por primera vez en un año en terreno pesimista, mientras que las últimas cifras sectoriales también han estado por debajo de lo esperado. Lo anterior debido a rebrotes en diversas regiones del país, lo que ha llevado a las autoridades a imponer mayores restricciones sanitarias.

Uno de los principales riesgos para una recuperación robusta corresponde a la aparición de nuevas variantes que reduzcan la efectividad de las vacunas. A esto se suma el rezago en los procesos de inoculación en países de escasos recursos (Figura 2.5), lo que además propicia la generación de nuevas variantes. Ejemplo de esto ha sido el caso de la variable Delta (Figura 2.6), que ha ocasionado nuevos confinamientos y provocado fuertes ajustes en las expectativas de crecimiento en aquellas economías donde su incidencia y niveles de contagio ha sido mayor, como es el caso de India. Afortunadamente, por el momento, la mayoría de las vacunas han mostrado importantes grados de efectividad sobre dichas variantes, lo que, en conjunto con la adaptación de los sectores a condiciones sanitarias cambiantes a nivel global, limitaría escenarios de riesgo a la baja en la fase de recuperación por la que atraviesan la mayoría de los países.

FIGURA 2.5

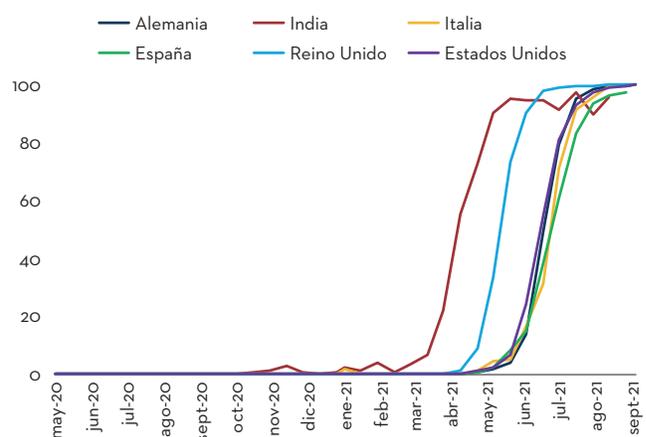
Disponibilidad vacuna contra Covid-19 (% población)



Fuente: FMI, julio de 2021

FIGURA 2.6

Variante Delta (% total test Covid-19 secuenciados)



Fuente: Our World in Data

A pesar de que la actividad económica global se apronta rápidamente a cerrar la brecha de capacidad productiva provocada por la pandemia, las holguras presentes en el mercado laboral siguen siendo amplias. En este sentido, la reciente recuperación de los rubros ligados a los servicios ha impulsado, en el margen, un repunte en la creación del empleo mundial. A pesar de esto, se prevé que la aceleración en

los procesos de automatización y otras formas de distribución del factor trabajo, que producto de la pandemia se vieron impulsados en sectores altamente intensivos en mano de obra, podría ocasionar que la reasignación de trabajadores y puestos de trabajo tome bastante más tiempo en volver a los niveles observados previo al inicio de la crisis sanitaria. Este aspecto corresponde a uno de los principales desafíos a enfrentar una vez superada la pandemia.

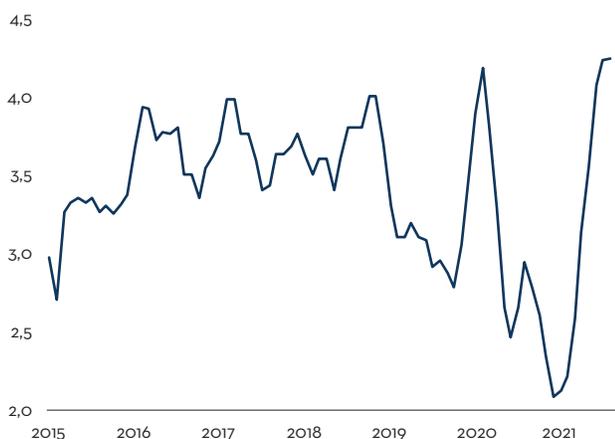
El aporte de los estímulos fiscales y monetarios en la recuperación global sigue siendo fundamental. Sin embargo, se observa una reducción en la intensidad de los programas de apoyo estatales, principalmente en los países con menores holguras en sus finanzas públicas. Por su parte, los Bancos Centrales de países desarrollados ya anunciaron ajustes a sus planes altamente expansivos, de la mano con la recuperación de la actividad y mayores presiones inflacionarias.

### Inflación y política monetaria

En medio de una evidente reapertura del comercio global, mayores niveles de movilidad local y menores restricciones sanitarias, la inflación ha sostenido una notoria tendencia al alza en lo que va de año (Figura 2.7). Las presiones inflacionarias se generan por una recuperación de la demanda, de la mano de la mayor apertura global y altos niveles de liquidez, considerablemente superior a la de la oferta, afectada por la estrechez de las cadenas de suministros de bienes (Figura 2.8) y en los sectores de energía y alimentos. En efecto, según registra *Bloomberg*, la inflación global habría llegado a niveles superiores al 4% anual durante el tercer trimestre del año. Así, en Estados Unidos el alza anual en los precios más que dobla la meta de la Reserva Federal (FED), mientras en Europa la variación supera el 3% por primera vez en una década.

**FIGURA 2.7**

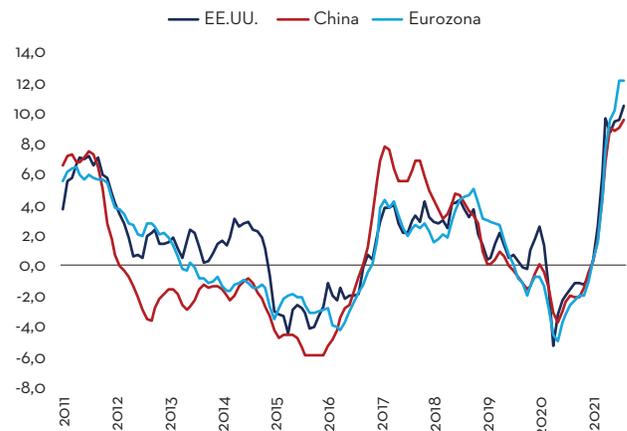
Inflación Global (var. %, a/a)



Fuente: Bloomberg

**FIGURA 2.8**

Índice de Precios al Productor (var. %, a/a)



Fuente: Bloomberg

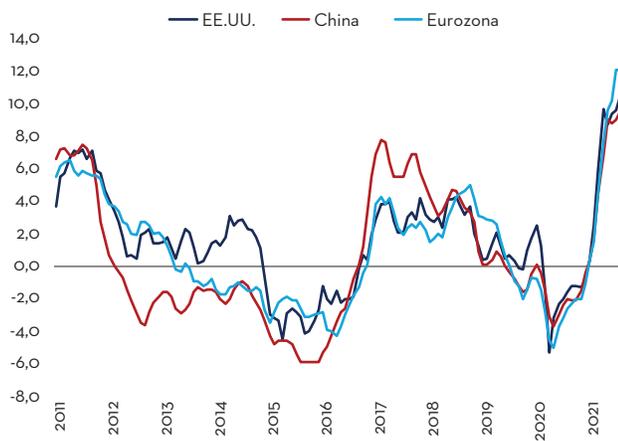
Producto de una robusta recuperación económica y mayores registros inflacionarios, los principales bancos centrales del planeta han comenzado, en lo reciente, a discutir o materializar sus primeros pasos de normalización monetaria. Sin embargo, dicho proceso será gradual, toda vez que las entidades monetarias concuerdan -por ahora- en la transitoriedad del actual proceso inflacionario. En este contexto, la FED de Estados Unidos ha señalado la posibilidad de reducir su programa de compra de activos a cierre de año (Figura 2.9), aunque mantendría, muy probablemente, la tasa de referencia en su nivel actual a la espera de señales más robustas por parte del mercado laboral. El Banco Central Europeo (BCE), por su lado, ha seguido de cerca los pasos de la FED y ha confirmado el retiro del estímulo monetario no convencional en los meses venideros, mientras el cambio de su meta inflacionaria muestra una mayor tolerancia por mayores registros inflacionarios transitorios. A diferencia de estos casos, el Banco de Inglaterra (BoE) no ha anunciado ajustes en su política acomodaticia, mientras el Banco Central de China (PBoC) ha optado por recortar los requerimientos de reserva a los bancos para hacer frente a las incipientes señales de desaceleración de su economía ya señaladas.

Por su parte, los Bancos Centrales de América Latina han optado por la ruta de retirar el impulso monetario convencional más aceleradamente (Figura 2.10), a diferencia de sus pares desarrollados, con tal de contener expectativas inflacionarias de mediano plazo, las que han reaccionado con más fuerza que sus pares globales. Lo anterior, obedece tanto a la mayor variación de precios observada en lo que va del año, como al historial inflacionario y volatilidad cambiaria que ha caracterizado frecuentemente a la región. Este actuar de política monetaria se ha observado en Brasil, México y Perú, casos que de todas formas reflejan también el fuerte dinamismo que ha mostrado la demanda interna en 2021 en dichas economías.

Considerando un retiro gradual del estímulo monetario y mayores niveles de actividad, tanto global como doméstica, los mercados financieros han seguido una senda de relativa calma y tendencia alcista generalizada tras la fuerte volatilidad e histórica caída registrada a en el primer semestre del año 2020. Las principales plazas bursátiles en países desarrollados han alcanzado continuamente niveles máximos, mientras las primas por riesgo siguen contenidas y las tasas de interés, principalmente en el mundo desarrollado, se han mantenido relativamente estables. En este contexto, las principales divisas han tendido a apreciarse respecto del dólar, mientras que el mayor apetito por riesgo también ha beneficiado significativamente la cotización de materias primas.

FIGURA 2.9

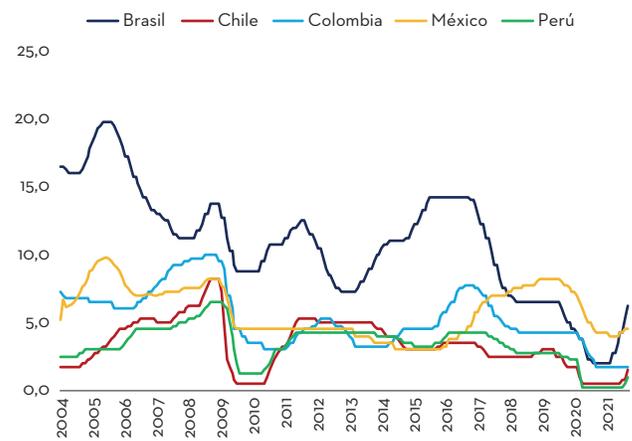
Balance Activos Bancos Centrales (base 100 = ene.07)



Fuente: Bloomberg

FIGURA 2.10

Tasa de Política Monetaria (%)



Fuente: Bank for International Settlements

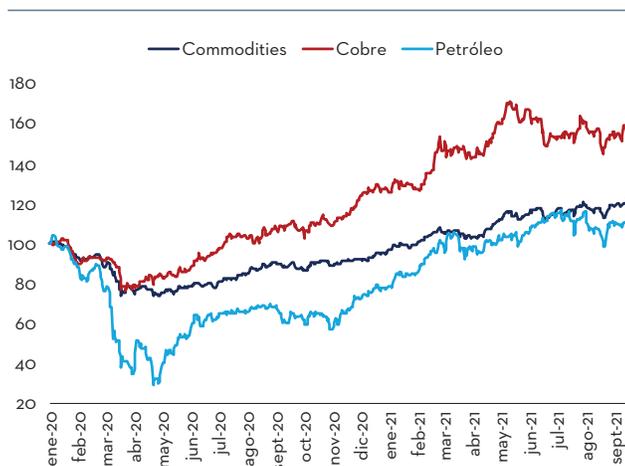
## Precios de materias primas

Al cierre del año 2020, los precios de las materias primas se vieron fuertemente impulsados por el mayor apetito por riesgo, enmarcadas en la incipiente recuperación económica y el optimismo por el inicio de procesos de vacunación masivos. A esto se sumaba, además, que la reactivación estaba siendo liderada por China, acompañado por el repunte de la industria, lo que benefició considerablemente la cotización de metales, como el cobre.

A lo largo de este año, la cotización de materias primas se ha visto beneficiada continuamente por avances en los procesos de vacunación, mayores niveles de movilidad, la recuperación de la industria y el comercio global, como también por inventarios en niveles acotados. Este fue el caso del cobre, cuya cotización promedio se ha ubicado durante parte importante del año 2021 por sobre los US\$4,0 por libra, fortalecido por expectativas de un déficit previsto en la producción de mineral para el corto plazo (Figura 2.11). Por su parte, el petróleo también se ha visto beneficiado de un entorno global favorable, en que la demanda por el crudo ha aumentado ante la reapertura de parte importante de las economías en el planeta, mientras la oferta gradualmente se normaliza frente a los elevados precios observados. En este contexto, el impulso externo para Chile se ha sostenido a lo largo del año, mientras los términos de intercambio han evolucionado favorablemente, convirtiéndose en una fuente importante de crecimiento para el país.

FIGURA 2.11

Precio de materias primas (base 100 = ene.20)



Fuente: Bloomberg

FIGURA 2.12

Crecimiento Global (var. %, a/a)

País/Región	2021		2022	
	Julio '21	Abril '21	Julio '21	Abril '21
Mundo	6,0	6,0	4,9	4,4
Economías Avanzadas	5,6	5,1	4,4	3,6
Estados Unidos	7,0	6,4	4,9	3,5
Eurozona	4,6	4,4	4,3	3,8
Economías emergentes	6,3	6,7	5,2	5,0
China	8,1	8,4	5,7	5,6
Latinoamérica y el Caribe	5,8	4,6	3,2	3,1

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Finalmente, el Fondo Monetario Internacional (FMI), en línea con las principales entidades multilaterales, ha ajustado sostenidamente al alza las proyecciones de crecimiento para este año, previendo una expansión del PIB global en torno al 6% para el año 2021 y cierta desaceleración, aunque a una tasa muy por sobre el promedio histórico del mundo, de cara al año 2022 (en torno a 5%, Figura 2.12). En este sentido, se prevé la divergencia entre economías desarrolladas y emergentes se sostendrá este año debido a los distintos avances en los procesos de vacunación de los países y la contención de la pandemia en los últimos meses. Así, se destacan tasas de crecimiento superior al 7% y 8% para Estados Unidos y China este año, en que los paquetes de apoyo fiscal, control del virus y recuperación de la movilidad seguirán jugando un rol clave.

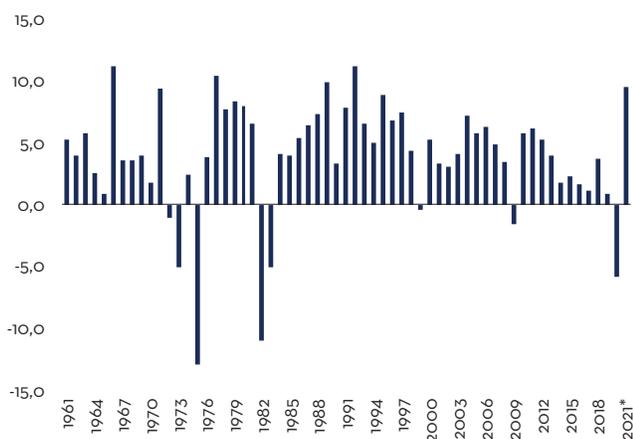
## ESCENARIO INTERNO

### Economía Chilena 2020

En el año 2020, la economía chilena registró su mayor retroceso desde la crisis de la deuda en los años 80, tras marcar una contracción de 5,8% en el PIB (Figura 2.13). A pesar del impacto que provocó la crisis sanitaria, tanto a nivel de ingresos como de puestos de trabajo, la recesión en Chile fue de una envergadura considerablemente menor en relación a los registros observados en otras importantes economías de la región como Argentina, Colombia, México o Perú. Lo anterior se explicó, en parte importante, por el mayor control de la pandemia ante mejoras en el sistema de testeo, trazabilidad y aislamiento local (Figura 2.14), como también debido al estímulo fiscal entregado por el Gobierno tanto a hogares como empresas que se vieron afectados por la crisis.

FIGURA 2.13

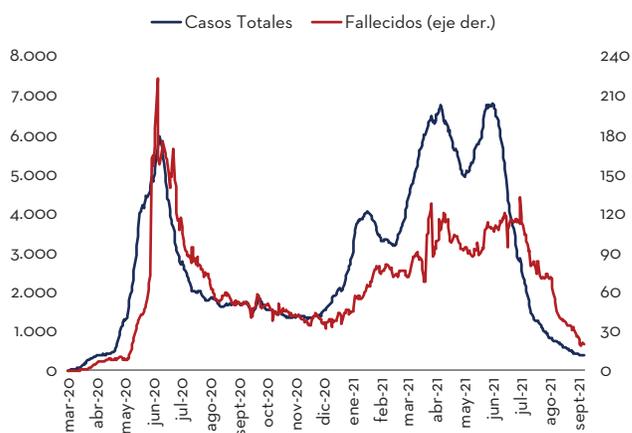
Producto Interno Bruto (var. % a/a)



Fuente: Banco Central de Chile. Proyección 2021 en base a IFP tercer trimestre 2021

FIGURA 2.14

Casos y fallecimientos por Covid-19 (personas, promedio móvil 7 días)



Fuente: Ministerio de Ciencia

En este sentido, los aportes estatales provistos mediante el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), bonos y préstamos a la clase media, bono Covid, bono Navidad, entre otros, jugaron un rol fundamental para apoyar la caída en los ingresos de las familias chilenas, alcanzando montos cercanos a los US\$5.000 millones en transferencias fiscales directas a cierre de año. Por su parte, las empresas se vieron beneficiadas también por importantes medidas de apoyo que permitieron la postergación en el pago de tributos (IVA, PPM y contribuciones) y, particularmente, el acceso a liquidez a partir del programa de garantías de crédito FOGAPE, lo que impulsó el carácter contracíclico que mostraron las colocaciones comerciales en el país durante 2020 a pesar de la fuerte recesión experimentada por la actividad. Adicionalmente, los subsidios al empleo enfocados en la demanda laboral, así como los planes de protección al empleo y a parte del ingreso laboral de los trabajadores, mitigó el impacto que tuvo la pandemia. A lo anterior se suma el mayor gasto en salud, necesario para combatir los efectos Covid-19 y para hacer frente a la crisis sanitaria en todas sus dimensiones. Así, en 2020, el gasto público del Gobierno Central representó el 27,3% del PIB, su mayor registro en más de tres décadas.

Tras un extenso periodo de cuarentenas, que perduró hasta el tercer trimestre del año 2020, los acotados niveles de movilidad afectaron considerablemente el dinamismo de la demanda interna. En particular, este componente del PIB se contrajo más de 9% anual, compuesto por un fuerte retroceso de la inversión, incluyendo una importante desacumulación de existencias por parte de las empresas, y un bajo dinamismo del consumo privado. Este último componente, si bien registró una profunda caída durante los períodos de cuarentenas, evidenció al cierre del año 2020 un repunte en su componente durable, debido al soporte entregado por las transferencias fiscales y los mayores niveles de liquidez propiciados por los retiros anticipados de los fondos previsionales. El menor dinamismo doméstico fue parcialmente

compensado por una contribución positiva de las exportaciones netas, principalmente debido a la fuerte caída en las importaciones de bienes y servicios ante la parcial paralización del comercio global y el acotado dinamismo interno antes descrito.

En este sentido, y tal como fue la tónica en la mayoría de los países durante el primer año de pandemia, aquellos rubros más ligados a la interacción social o en que las medidas sanitarias impedían su normal funcionamiento, fueron los que se vieron más afectados a inicios de la crisis. Este fue el caso de algunos sectores de servicios, como aquellos personales, empresariales e inmobiliarios, y también los rubros gastronómicos, hoteleros, de transporte y construcción, que en su conjunto explicaron parte importante de la contracción que experimentó la economía en 2020. A pesar de lo anterior, el cierre de año para la economía chilena fue mejor de lo previsto en el Estado de la Hacienda Pública en 2020 y, gradualmente, un conjunto amplio de sectores comenzó a mostrar importantes niveles de adaptación al desafiante entorno sanitario.

A las evidentes holguras en la capacidad productiva que mostraba la economía, se sumaba el desafío de recuperar parte importante del empleo perdido producto de la pandemia. A inicios del tercer trimestre de 2020, el país había observado la destrucción de cerca de dos millones de puestos de trabajo, de los cuales se había alcanzado a recuperar algo menos de la mitad al cierre de año, tras el fin del extenso periodo de cuarentena que se adoptó en el país y los menores niveles de contagio que se observaron. Esta destrucción de puestos de trabajo, que afectó relativamente más a los sectores altamente expuestos a la interacción social, pudo haber sido considerablemente mayor de no haber mediado los programas de protección al empleo impulsados por el Gobierno, que beneficiaron a cerca de 800 mil trabajadores durante el año 2020.

Por su parte, tras alcanzar niveles récord de volatilidad y ubicarse sobre los \$850 por dólar una vez iniciada la crisis sanitaria, el tipo de cambio mantuvo una tendencia apreciativa a lo largo de 2020, cerrando en niveles cercanos a los \$710 por dólar. Esto se explicó en gran medida por la continua recuperación en el apetito por activos riesgosos ante el histórico soporte entregado por la política monetaria global, lo que impulsó la recuperación de materias primas y activos de países emergentes en general. En efecto, tras perder cerca de la mitad de su valor una vez iniciada la crisis, la bolsa local cerró el año 2020 con una pérdida cercana al 10% respecto de los niveles de fines del año 2019.

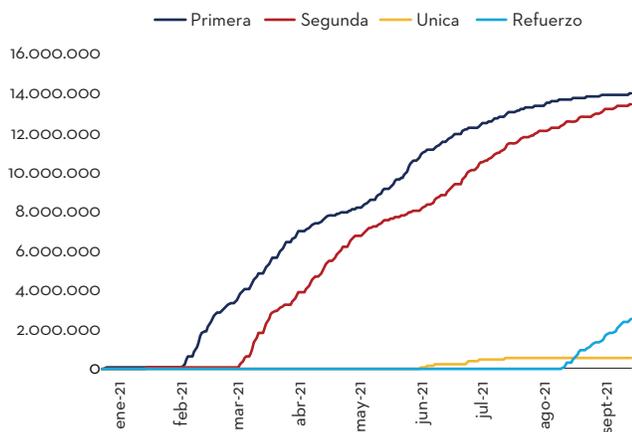
En este contexto, y debido al retroceso de la actividad y empleo, la inflación cedió rápidamente a mediados de 2020, recuperando terreno a cierre de año tras el fin del periodo de cuarentena del país, los mayores niveles de liquidez disponible, cierto traspaso cambiario a precios finales y la mejora gradual que mostraba por entonces el mercado laboral. A esto se sumó una importante recuperación en los precios de alimentos y energía, tras los menores niveles de restricciones sanitarias que se registraban en el mundo. Así, la inflación se ubicó en 3,0% anual en diciembre, mientras la medida subyacente (IPC sin alimentos ni energía) llegó al 3,3%.

## Economía Chilena 2021

Tras la recesión que golpeó a la economía chilena en 2020, este año el país ha marcado el inicio de su fase de recuperación, de la mano de un acelerado proceso de vacunación de la población (Figura 2.15) y su consecuente impacto sobre el relajamiento de las estrictas medidas sanitarias que estuvieron vigentes a inicios de 2020. A esto se suman, además, los mayores niveles de adaptación de diversos sectores económicos al nuevo contexto, como también los importantes niveles de liquidez disponibles para los hogares producto de las significativas transferencias realizadas por el Fisco este año. En efecto, se destaca que, a la fecha, el país ha logrado inocular con el esquema completo de vacunación a más del 90% de la población objetivo, a lo que se añade, en lo reciente, una dosis de refuerzo para la población, y la posibilidad de vacunación de niños desde los 6 años de edad, lo que ubica a Chile dentro de los países con mayor avance en su proceso de vacunación a escala global.

FIGURA 2.15

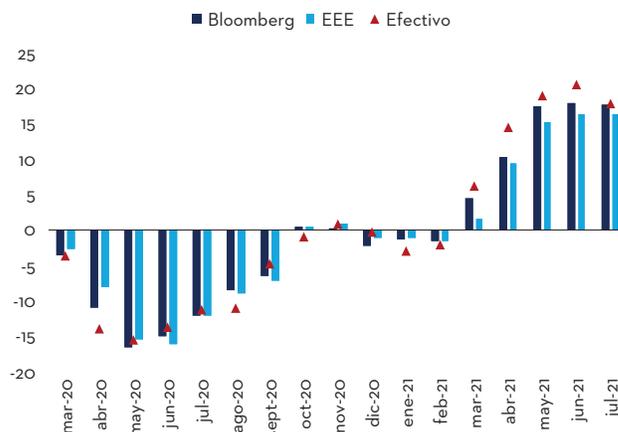
Vacunación y dosis (personas)



Fuente: Ministerio de Ciencia y Ministerio de Salud.

FIGURA 2.16

Expectativas IMACEC (var. %, a/a)



Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg. EEE corresponde a la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central

En términos de actividad, la tónica a lo largo del año 2021 ha sido que, tras un lento inicio de año marcado por importantes restricciones a la movilidad, el IMACEC de los últimos meses consecutivamente ha superado las expectativas privadas (Figura 2.16) y se apronta a registrar su quinto mes consecutivo con una tasa de crecimiento a doble dígito, debido a la notoria adaptación que distintos sectores económicos han tenido al entorno desafiante planteado por la pandemia. En efecto, durante el segundo trimestre de este año, el PIB creció más de 18% anual, cifra que fue bastante más allá de una débil base de comparación (el PIB se contrajo 14% anual durante el segundo trimestre del año 2020), marcando no solo el inicio de la fase de recuperación del país, sino también el mayor avance para un trimestre desde que se cuenta con

cifras oficiales de cuentas nacionales. Esta recuperación, cuyas primeras señales se observaron al cierre del año 2020, ha sido liderada por el repunte del consumo privado, en particular de bienes durables, la inversión a través de su componente de maquinarias y equipos, y una mayor acumulación de inventarios. Sin embargo, en lo reciente, los mayores niveles de movilidad (Figura 2.17) han permitido también una mayor contribución de los servicios y de la industria manufacturera. Así, el país se convirtió en una de las primeras economías globales en recuperar su nivel de actividad pre-pandemia, dinámica sobre la que fue fundamental el histórico impulso fiscal entregado desde el año 2020, llevando a que, al mes de julio de 2021, la economía haya superado en 4% lo observado en el verano del año 2020, al ser medida a través del IMACEC desestacionalizado (Figura 2.18).

La velocidad de la recuperación del país difícilmente habría sido observada de no mediar el histórico impulso fiscal entregado por el Gobierno este año. En el año 2021, se continuó con la extensión de la red de protección social y apoyo al sector productivo mediante el programa de garantías de crédito FOGAPE reactiva y bonos de apoyo a Pymes. Adicionalmente se fortaleció el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), siendo este el principal vehículo que, sumado a otras iniciativas, se estima transferirá a cierre del presente ejercicio en torno a US\$34.000 millones a los hogares chilenos más afectados por la crisis sanitaria. El sustento económico a los hogares de estas medidas destaca al país a escala global, entregando cobertura a más del 96% de las familias que se encuentran en el Registro Social de Hogares (RSH), lo que se traduce en más de 16 millones de personas beneficiadas este año.

La notable reactivación económica, si bien acelerada, también ha operado con importantes grados de heterogeneidad entre sectores (Figura 2.19), lo que, en conjunto con la significativa caída en los ingresos de

FIGURA 2.17

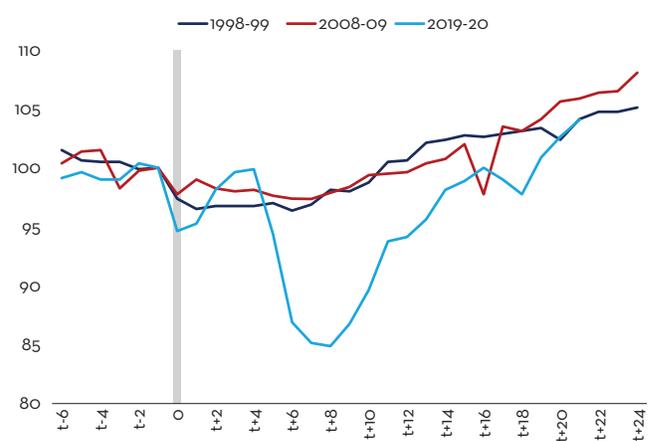
Índice de Movilidad (base 100 = feb.20)



Fuente: Apple

FIGURA 2.18

Crecimiento y crisis (Imacec desestacionalizado, base 100 = inicio shock)



Fuente: Banco Central de Chile. Periodos consideran crisis asiática, crisis subprime y octubre de 2019, respectivamente

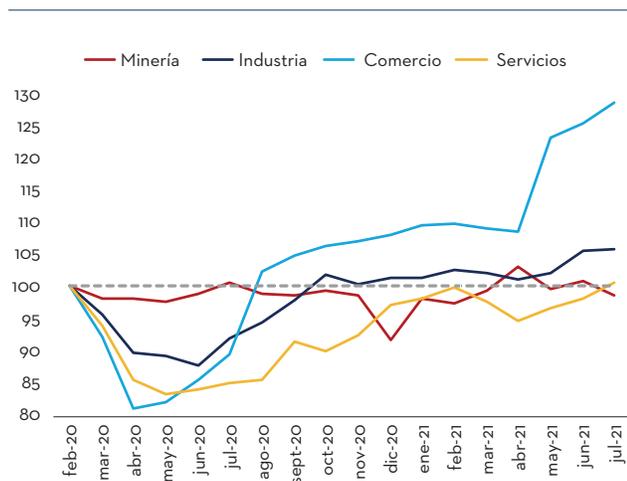
los hogares, justifica en parte importante el continuo apoyo de la política fiscal a lo largo del año, con tal de propiciar una recuperación sostenible para el país. En este sentido, destacan las cifras históricas que ha registrado el comercio, rubro que ha impulsado fuertemente el repunte de los niveles de actividad en el país, mientras que en los últimos meses la mayor interacción social que ha permitido la vacunación, se ha traducido en un mayor dinamismo de los servicios, los que en julio, y tras 16 meses, recuperaron su nivel de actividad pre-pandemia.

Así, tras un mejor cierre del año 2020 y un lento inicio de año, las cifras comenzaron a mostrar un notable repunte a contar del segundo trimestre del año 2021, lo que, en conjunto con el mayor impulso fiscal entregado por el Gobierno (Figura 2.20), se ha traducido en una fuerte recuperación de los indicadores de confianza tanto de consumidores como empresarios, en cuyo último caso destacan niveles máximos no observados en la última década. Así, la recuperación de los últimos meses ha seguido siendo liderada por el consumo privado, incluyendo el repunte de los servicios antes descrito y, también, por la inversión. En esta recuperación de la formación bruta de capital fijo, la inversión pública ha jugado un rol fundamental a pesar de las importantes restricciones sanitarias que estuvieron vigentes a inicios de año. En particular, destaca que el gasto de capital acumula un crecimiento real superior al 10% a julio de 2021.

El entorno positivo en el que se encuentra la actividad local se ha visto fortalecido, además, por un favorable impulso externo, en el que destaca el sostenido repunte de los principales socios comerciales del país, como también la positiva evolución de los términos de intercambio debido principalmente a la elevada cotización que ha mantenido el cobre. Lo anterior, ha más que compensado el fuerte incremento en el precio de los combustibles internacionales como respuesta a la reapertura gradual de las economías.

FIGURA 2.19

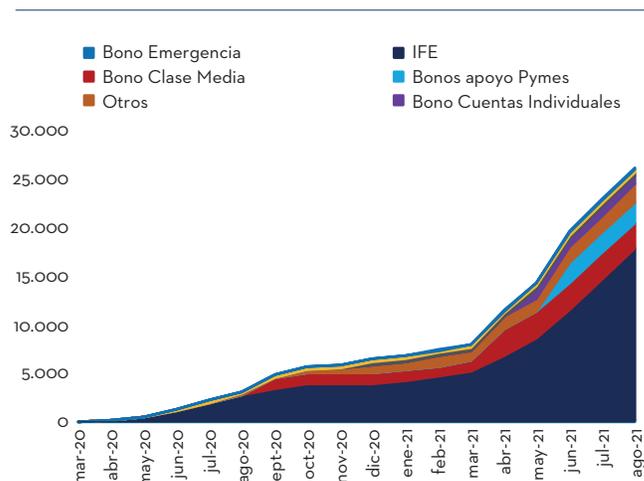
Sectorios económicos (serie desestacionalizada, base 100 = feb.20)



Fuente: Banco Central de Chile

FIGURA 2.20

Medidas de Apoyo Fiscal (US\$ millones)



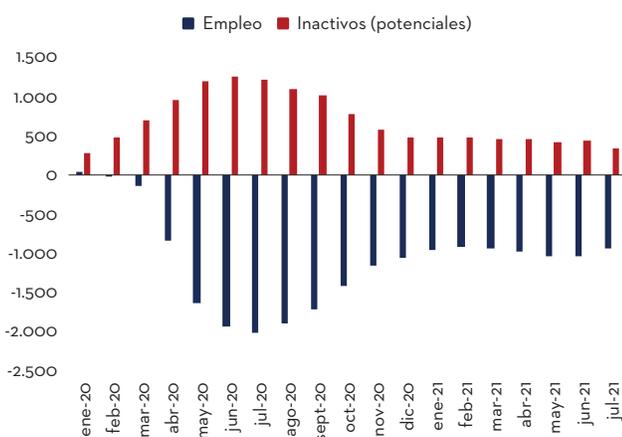
Fuente: Ministerio de Hacienda

La fase de recuperación del país se ha traducido en un importante cierre de las holguras en la capacidad productiva, lo que mantiene su desacople respecto del habitual rezago que muestra el mercado laboral respecto del crecimiento económico. En efecto, a julio del presente año aún restan por recuperar en torno a 900 mil puestos de trabajo perdidos producto de la pandemia (Figura 2.21). Sin embargo, en los últimos meses, el mercado del trabajo ha entregado importantes señales producto de la reapertura gradual de la economía, lo que ha beneficiado de forma importante a los rubros ligados a los servicios. Junto a la incipiente mejora en la creación de empleo, destaca la gradual recuperación de la fuerza de trabajo y el crecimiento de los salarios reales en torno al 2% anual. Así, la tasa de desempleo se ubica bajo el 9% y diversas encuestas complementarias a las realizadas por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) confirman que el repunte del empleo ha sido significativo en los últimos meses. De todas formas, al igual que en materia de actividad, destaca la heterogeneidad en la reactivación del empleo, con rubros tales como la construcción o transporte que recuperan cerca del 90% de los puestos perdidos, en contraste con sectores como alojamiento y agricultura, con tasas de recuperación inferiores al 40%.

De la mano de avances en el Plan Paso a Paso (Figura 2.22), mayores niveles de movilidad de las personas y un favorable entorno económico, las empresas han aumentado considerablemente la cantidad de vacantes disponibles a la fecha, lo que lentamente ha sido correspondido por el aumento de la fuerza laboral. Esto se ha visto impulsado en lo reciente por los aportes de los programas de subsidios al empleo (Contrata, Regresa y Protege), como también por el recientemente anunciado IFE laboral, que buscará la recuperación del empleo formal e incentivar el retorno a la fuerza laboral de mujeres y personas más vulnerables.

FIGURA 2.21

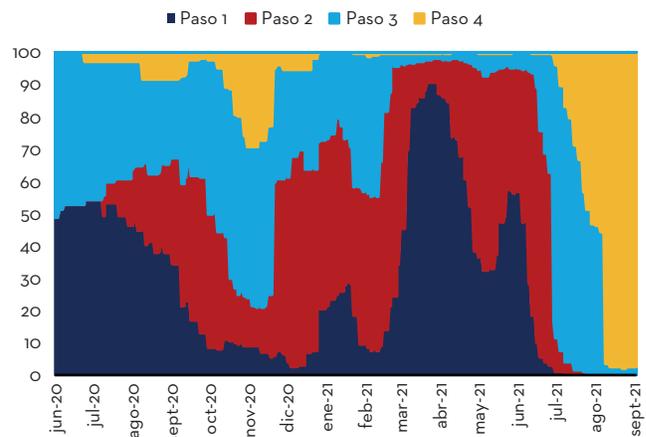
Empleo e Inactivos potencialmente activos (miles acumulados desde ene-20)



Fuente: INE

FIGURA 2.22

Plan Paso a Paso (% población total)



Fuente: Ministerio de Salud

En el frente cambiario, destaca que la paridad peso-dólar no ha ido de la mano con la fuerte recuperación de la actividad y la aceleración en el ritmo de retiro del estímulo monetario por parte del Banco Central, con la divisa oscilando en torno a los \$780 por dólar en lo reciente (Figura 2.23). Esto responde en gran medida a dos elementos: la apreciación multilateral del dólar producto del sostenido impulso económico entregado por la FED y la mayor incertidumbre político-económica local que, si bien al observar distintos indicadores se ubica bajo lo observado en el peor momento de la pandemia, se mantiene elevada desde una perspectiva histórica. En este contexto, el tipo de cambio real se ubica en torno a 9% por sobre su promedio histórico, similar a lo observado previo al inicio de la pandemia.

La inflación, por su parte, ha tendido a mostrar una tendencia alcista en lo que va de año debido a la depreciación cambiaria, en un entorno de elevado dinamismo de la demanda interna ante la reapertura económica, la reactivación de precios de servicios, la mayor liquidez disponible para los hogares producto de las transferencias fiscales y los retiros anticipados de los fondos previsionales, y, particularmente, débiles bases de comparación. En particular, la variación anual de precio llegó a ubicarse levemente bajo el 5% en agosto de 2021, tras una fuerte sorpresa en el IPC de julio (Figura 2.24). La situación nacional se enmarca en un período inflacionario global, fundamentado en problemas de suministros de bienes, elevados precios de alimentos y energía y, principalmente el acelerado repunte de la demanda debido a la reapertura del mundo tras los avances en los procesos de vacunación. A pesar de esto, el registro inflacionario de agosto entregó también importantes señales de moderación, con un avance acotado en la inflación subyacente (IPC sin volátiles), lo que se vio fortalecido por ajustes realizados por el Ministerio de Hacienda en el Mecanismo de Estabilización de Precios a los Combustibles (MEPCO) que buscaron entregar un apoyo transitorio adicional a los hogares tras el sostenido avance por más de 30 semanas que se observó en el precio de las gasolinas local.

Con mayores cifras de crecimiento e inflación, el Banco Central ha optado por acelerar el ritmo en su proceso de normalización monetaria, elevando la TPM en 100 puntos base entre julio y agosto, lo que conllevó un fuerte ajuste en las expectativas de agentes privados en cuanto a la evolución tanto de las tasas como de la inflación a corto plazo. De todas formas, destaca que, en general, las expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen contenidas, lo que permitiría una gradual convergencia a la meta de la entidad en el horizonte de política.

En este contexto, en septiembre de 2021 el Ministerio de Hacienda proyectó que la economía chilena crecerá 9,5% en 2021 y confirmará su recuperación tras la contracción observada el año anterior. Esta fase seguirá siendo liderada por la demanda interna en lo que resta de año, en particular por parte del consumo privado, aunque también la inversión. El primer componente se favorecerá de los elevados niveles de liquidez disponibles para los hogares producto del apoyo fiscal, la mejora del mercado laboral y el repunte de la confianza. Por su parte, la inversión seguirá una senda de recuperación producto del elevado nivel en el precio del cobre, indicadores de confianza en niveles récord y el mayor optimismo de

FIGURA 2.23

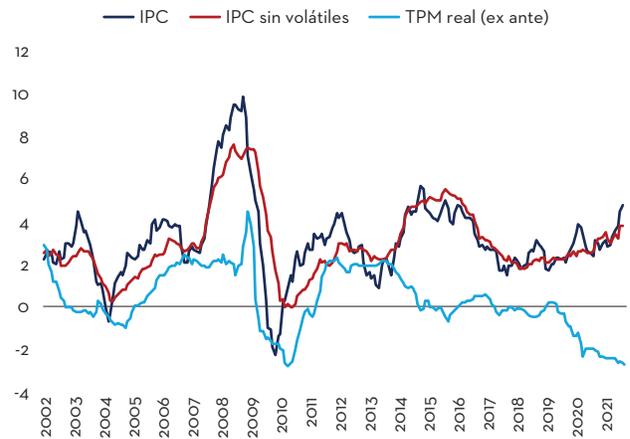
Tipo de cambio nominal y multilateral (base 100 = prom. 1995-2021)



Fuente: Banco Central de Chile

FIGURA 2.24

IPC, IPC sin volátiles y TPM real ex ante (var. %, a/a y %)



Fuente: Banco Central de Chile. TPM real considera expectativas a 12 meses de EEE del Banco Central.

las empresas ya reflejado en la fuerte acumulación de existencias en la antesala de la fase de reapertura que experimenta el país. Esto será apoyado, a su vez, por un impulso externo que se comienza a consolidar en lo reciente, a pesar de temores relacionados a nuevas variantes de Covid-19. La inflación, por su parte, finalizará el año en torno a 5,3%, producto principalmente de la sorpresa inflacionaria de julio y el efecto de débiles bases de comparación a la fecha, junto con la rápida recuperación de la demanda tras los avances en el Plan Paso a Paso y los elevados niveles de liquidez disponibles impulsados tanto por el apoyo fiscal y los retiros anticipados de los fondos previsionales. Luego, a medida que la producción de bienes y servicios se normalice tras los extensos periodos de cuarentena que ha sostenido el país, se prevé la inflación iniciará su gradual convergencia al 3% anual nuevamente.

Tras la histórica recuperación en 2021, se prevé la economía chilena crecerá en torno a 2,5% el año siguiente, impulsada por una mayor incidencia del consumo de servicios y la inversión en construcción, los que se beneficiarán de mayores niveles de movilidad. A su vez, el sector externo tendrá un rol más preponderante, toda vez que la recuperación global siga en curso y el fuerte avance de las importaciones en 2021 se tienda a estabilizar en torno a patrones históricos, sumado a favorables términos de intercambio en que destacará un precio del cobre que se anticipa seguirá en torno a los US\$4,0 por libra. Bajo la senda de recuperación que se prevé para el país y elevado precio del cobre, el tipo de cambio se anticipa sostendrá una tendencia apreciativa de la mano de menores niveles de incertidumbre, llegando a niveles en torno a \$740 por dólar, mientras que la inflación lentamente comenzará su proceso de convergencia en la segunda mitad del año, finalizando 2022 en torno a 3,4%.

**RECUADRO 1:****MEPCO: funcionamiento e impacto en precios de los combustibles en 2021**

El Mecanismo de Estabilización del Precio de los Combustibles (MEPCO) fue creado por la Ley N° 20.765, publicada el 9 de julio de 2014, con la finalidad de establecer un mecanismo de estabilización de los precios de venta mayoristas internos de la gasolina automotriz, petróleo diésel, gas natural comprimido y gas licuado de petróleo, siendo estos últimos aquellos empleados en el consumo vehicular.

El impuesto específico a los combustibles se divide en dos componentes: base y variable. El primero de estos es regulado por la Ley N° 18.502 y establece un tributo de 6,0 UTM por metro cúbico para las gasolinas de 93 y 97 octanos, 1,5 UTM por metro cúbico en el caso del petróleo diésel y 1,4 UTM por metro cúbico en el caso del gas licuado del petróleo de consumo vehicular. Sobre dicho componente base, cada semana el Ministerio de Hacienda realiza ajustes al alza o a la baja en el denominado componente variable. Lo anterior determina el precio mayorista al que los combustibles pueden ser transados en el país y, por tanto, las modificaciones de este último componente permiten apoyar la estabilización en el precio de los combustibles consumidos a nivel nacional ante las usuales fluctuaciones que experimenta el petróleo ante la determinación de su precio en mercados internacionales.

En términos operativos, el MEPCO establece un límite a las variaciones semanales en el precio de los combustibles de 0,12 UTM por cada metro cúbico, lo cual aplica para las gasolinas de 93 y 97 octanos, el diésel, el gas licuado del petróleo de consumo vehicular (GLP) y el gas natural comprimido de consumo vehicular (GNP).

El componente variable del impuesto específico a los combustibles, se fija de modo que cumpla simultáneamente dos restricciones. En primer lugar, la variación semanal del “Precio Mayorista de ENAP” no puede ser mayor, en valor absoluto, a 0,12 UTM por cada metro cúbico. En segundo lugar, el precio de paridad de importación, sumado al componente variable del impuesto específico se debe encontrar dentro de la banda de referencia del precio del combustible, ambos calculados por la Comisión Nacional de Energía (CNE).

De esta forma, con el fin de cumplir con las condiciones señaladas, el Ministerio de Hacienda cuenta con la facultad para realizar ajustes a los parámetros bajo los que opera el mecanismo, en base a los cuales se determinan los precios de referencia y paridad, los que reflejan precios de largo alcance (históricos y futuros) y corto plazo, respectivamente. A su vez, los

parámetros poseen ciertas restricciones. En primer lugar, tres de los cinco parámetros oscilan entre 4 y 104 semanas para establecer el precio del petróleo crudo representativo de un mercado internacional relevante. A su vez, dichos tres parámetros se deben mantener intactos por, al menos, cuatro semanas consecutivas ante cualquier ajuste realizado. Por su parte, el parámetro que determina la participación de los precios relevantes para el mecanismo de los precios futuros oscila entre 0% y 50%, aunque su modificación puede ser a discreción del Ministerio con frecuencia semanal.

Con todo, la situación de los precios de los combustibles en el presente año ha estado muy marcado por la evolución de los precios internacionales, los cuales han aumentado fuertemente por una mayor demanda, por mayor movilidad mundial, junto con una oferta que no se ha ajustado al alza con la misma fuerza. De esta manera, el nivel de precios que se está observando a nivel local está explicado, principalmente, por el componente externo, y posterior a eso viene el impacto del impuesto a los combustibles (Figura R1.1)

En lo que va del año 2021, el MEPCO ha logrado contener parcialmente el precio de las gasolinas, tal que el nivel actual de los precios es en torno a un 10% menor al que se experimentaría sin la aplicación de dicho mecanismo, en un contexto de alza de precios internacionales cercana al 30% este año (Figura R1.2 y Figura R1.3).

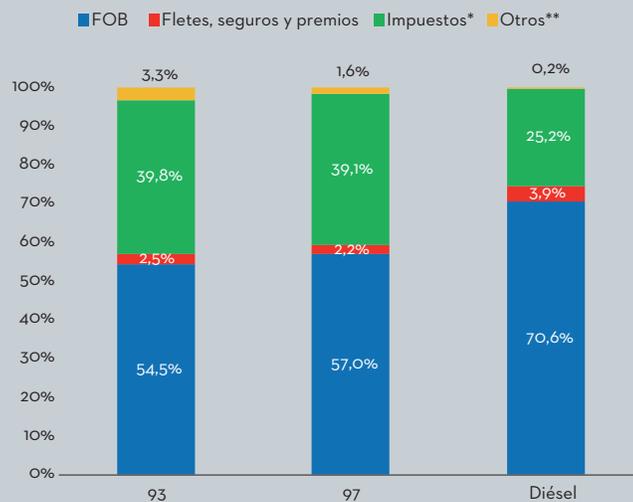
El Ministerio de Hacienda, desde julio del presente año ha posicionado los parámetros con tal de entregar un alivio adicional a los hogares producto del impacto ocasionado la pandemia. Es así que, tras más de 30 semanas al alza, para la semana con vigencia del 05 al 12 de agosto de 2021, se realizó un ajuste en los parámetros que la ley confiere al Ministerio de Hacienda, mediante un aumento del número de semanas promedio que se considera para el cálculo del diferencial de las gasolinas. Dicha modificación fue oportuna, ya que permitió reflejar en los precios mayoristas la, por entonces, estabilización que han mostrado un conjunto de indicadores internacionales relacionados al precio del crudo y sus derivados. Esta modificación permitió observar una caída de las gasolinas del orden de \$23 promedio por litro, lo que fue equivalente a retroceder al precio que se observaba un mes atrás de dicha semana. Para las tres semanas a continuación, se modifican los parámetros con el fin de mantener estables los precios.

La intervención del Ministerio de Hacienda ha sido una política pensada con carácter transitorio, cuyo objetivo fue contener los importantes incrementos que se alcanzaron a registrar en los precios de los combustibles a nivel internacional a mediados de 2021. En este sentido, los ajustes transitorios buscaron entregar un apoyo adicional a las familias, logrando evitar

alzas importantes en los precios de venta mayoristas de los combustibles que habrían afectados a los hogares del país.

**FIGURA R1.1**

Estructura de nivel de precios base de los combustibles  
(Periodo 9 al 15 de septiembre de 2021)



\* Incluye: IVA e Impuesto Específico.

\*\* Incluye: mermas, sobrestadía, logística, entre otros.

**FIGURA R1.2**

Precio Gasolina 93  
(\$ por litro)



Fuente: Ministerio de Hacienda

**FIGURA R1.3**

Precio Gasolina 97  
(\$ por litro)



Fuente: Ministerio de Hacienda