

## VISIÓN MACRO 2022

*César Guzmán B.*  
GERENTE MACROECONOMÍA  
*cesar.guzman@security.cl*

### RESUMEN EJECUTIVO

#### ENTORNO EXTERNO: Se Moderaría el Elevado Impulso Externo

- Si bien el mundo seguiría con un elevado dinamismo económico, con un alza entre 4% y 4,5% del PIB global en 2022, el elevado impulso externo que han recibido las economías emergentes se irá moderando con el correr de los meses ante condiciones financieras que se irían tornando menos favorables.
- El cobre mostraría una leve tendencia a la baja desde los elevados niveles actuales.
- El dólar a nivel global se mantendría en niveles elevados, sin una gran tendencia al alza o a la baja.
- Ello es consistente con un tipo de cambio en el rango de \$860 - \$900 durante 2022.
- Los spreads de crédito de los bonos soberanos se mantendrían estables.
- La Fed subiría la tasa de interés en 2022, en línea con lo implícito en los precios de mercado.

#### PANORAMA LOCAL: Menores Estímulos con Elevada Incertidumbre Política

- El crecimiento del PIB se moderaría significativamente desde 12% este año hasta 1,5% en 2022.
- La inflación total se mantendría fluctuando en torno a 7% interanual hasta mediados de 2022, para comenzar a converger al rango meta en la segunda mitad del año. De ahí en más volvería al rango 3%-3,5% a diciembre de 2023.
- El Banco Central subiría la TPM a 6% en el corto plazo (100pb en enero y 100pb en marzo), es decir 250 pb sobre el nivel considerado neutral, nivel que sería suficiente para reencauzar las expectativas de inflación de mediano plazo a la meta.
- Las tasas de interés de corto plazo han subido como respuesta al incremento en la TPM, mientras que las de largo plazo han presentado una elevada volatilidad, debido a que tienen fuerzas contrapuestas, aunque la tendencia durante el año sería al alza.

## ENTORNO EXTERNO: Se Moderaría el Elevado Impulso Externo

El **PIB mundial va a cerrar el año con una expansión superior a 5%**, debido a que la recuperación de las economías tras la pandemia fue muy positiva, lo que a su vez respondió a los significativos estímulos monetarios y fiscales. No obstante, las perspectivas para 2022 apuntan a un gradual retiro de dichos estímulos, que llevaría a una moderación del crecimiento mundial hasta 4%, levemente por sobre el promedio histórico.

De esta forma, los mercados financieros no presentarían el elevado impulso exhibido en 2021 (gráfico 1), aunque tampoco deberían revertirlo debido a que seguirían reflejando una gran demanda. En tanto, prevemos cierta mantención en los niveles de los precios de las materias primas, aunque para el caso del cobre con un leve sesgo a la baja respecto a los niveles actuales (gráfico 2). También prevemos cierta mantención en los spreads de crédito de los bonos soberanos (gráfico 3), debido a que se ubican en torno a los niveles promedio y no vemos factores que los vayan a hacer variar significativamente.

GRÁFICO 1: BOLSA GLOBAL (Índice MSCI)

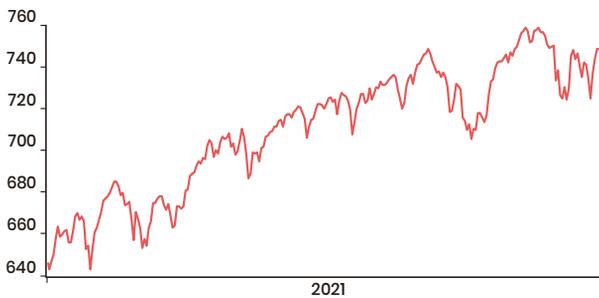
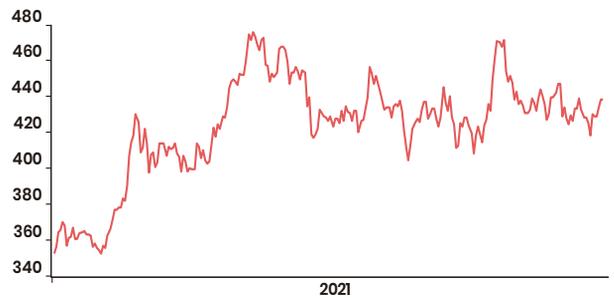


GRÁFICO 2: PRECIO DEL COBRE (US\$/libra)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg.

Lo anterior, se traduce en que **el elevado impulso externo** que recibieron las economías emergentes exportadoras de materias primas -como la chilena- **se vaya moderando con el correr de los meses.**

En particular para Chile, al ser el cobre el principal producto de exportación, la variación de su precio tiene una gran incidencia sobre los términos de intercambio (gráfico 4), los que a su vez moderarían el gasto interno tanto por consumo como por inversión (gráfico 5). Esta última además seguiría contenida debido a la elevada incertidumbre política local. Ello se encuentra en línea con el último Informe de Percepciones de Negocios que señala que más de dos tercios de los encuestados creen que sus empresas no invertirán durante 2022. **Esto es uno de los principales factores que mantendrían un acotado desempeño del PIB durante el próximo año.**

Cabe destacar que nuestro escenario base considera un cobre de US\$ 4, lo que implícitamente tiene una baja desde el precio actual, mientras que para el caso del petróleo asumimos un precio del orden de US\$ 70.

GRÁFICO 3: SPREAD CEMBI LATAM (puntos)

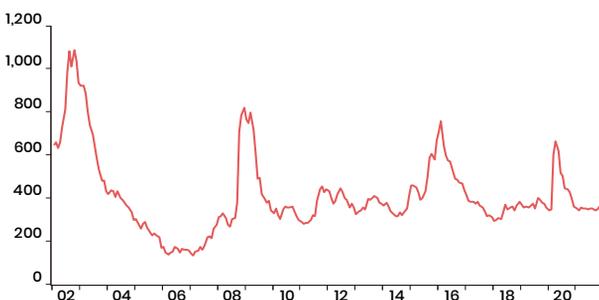
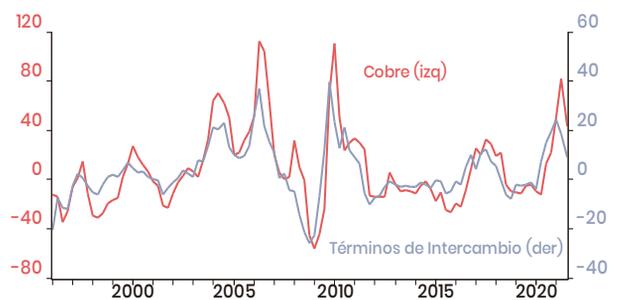


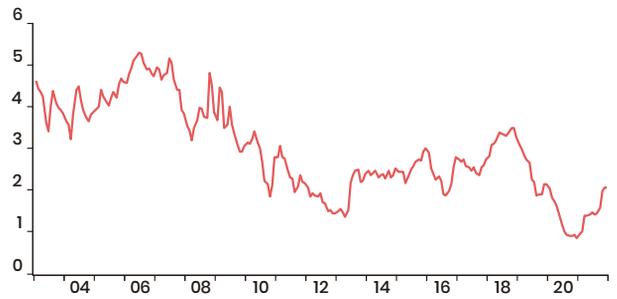
GRÁFICO 4: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y COBRE (var % interanual)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg.

GRÁFICO 5: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y GASTO  
(var % interanual)

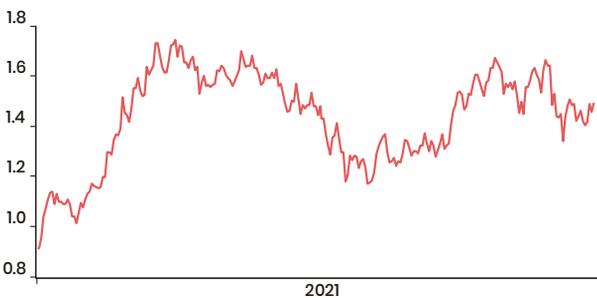
Fuente: Estudios Security, Banco Central, Bloomberg.

GRÁFICO 6: COSTO FINANCIAMIENTO  
(BT5 + EMBI CHILE, %)

Por su parte, las **condiciones financieras que fueron extremadamente favorables se irían tornando menos favorables**. En efecto, medidas a través del costo de financiamiento a 5 ó 10 años (tasa del bono del tesoro más el riesgo país), este debería ir subiendo gradualmente de la mano del alza que esperamos para las tasas base, con cierta mantención de los spreads de riesgo, como se ha observado en los últimos meses (gráfico 6).

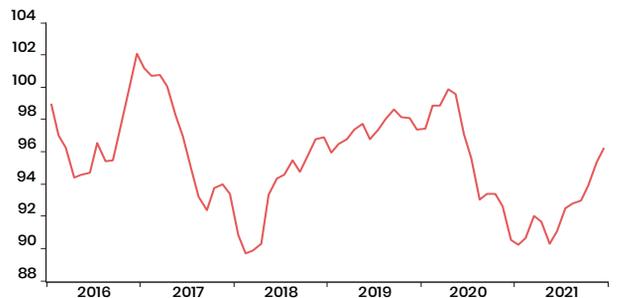
Al respecto, el alza reciente de las tasas base en EE.UU. respondería a la recuperación de la actividad global y con ello de la inflación, reflejando la expectativa de un retiro anticipado del estímulo. Compartimos la visión respecto a que la Fed comenzaría a incrementar la tasa de fondos federales durante 2022, en línea con lo señalado en su última reunión y con lo esperado por el mercado, por lo que difícilmente observaríamos un aumento significativo en las tasas de largo plazo (gráfico 7).

GRÁFICO 7: BONO DEL TESORO EE.UU. (10 años, %)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg, FED.

GRÁFICO 8: DÓLAR A NIVEL GLOBAL (Índice DXY)



### TIPO DE CAMBIO: Premio Local se Mantendría Durante 2022

En el mercado cambiario, **una de las sorpresas de 2021 fue la apreciación del dólar a nivel global** (gráfico 8), lo que tiene como contrapartida una depreciación del resto de las monedas, incluido el peso chileno. En este contexto, junto con la incertidumbre política local, la paridad peso/dólar pasó desde \$720 a inicio de año hasta cerca de \$860 al cierre. Hacia adelante, **prevemos un dólar más bien estable a nivel global**, sin descartar una leve depreciación, pero que no conllevaría grandes cambios en el flujo de capitales ni en los precios de las materias primas.

**Nuestros modelos que consideran solo variables externas** (dólar a nivel global, diferencial de tasas de interés, premios soberanos, precios de materias primas) **dan un tipo de cambio en torno a \$750**. En tanto, el premio local que antes del estallido social era cercano a cero, lo estimamos entre un 15% y un 20%, **por lo que el tipo de cambio fluctuaría entre \$860 y \$900 pesos durante 2022**, en un escenario de un dólar global estable.

GRÁFICO 9: IMACEC (Índice desestacionalizado)

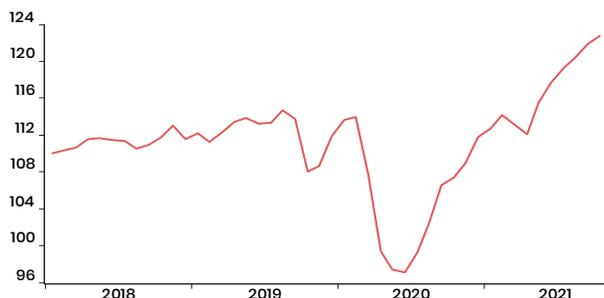


GRÁFICO 10: EXPECTATIVAS PRIVADAS (índice 50)



Fuente: Estudios Security, Banco Central, ICARE, Adimark. IMCE: Confianza Empresarial. IPEC: Percepción del Consumidor.

### ACTIVIDAD ECONÓMICA: Menores Estímulos con Elevada Incertidumbre Política

Durante 2021, se ratificó que la economía chilena tiene una buena capacidad de reactivación, incluso mejor a lo previsto. Ello se refleja en la evolución del Imacec mensual en términos desestacionalizados, el cual ha crecido en promedio 1,5% mensual entre julio de 2020 y octubre de 2021 (gráfico 9).

Ello se dio en un contexto de normalización de la economía desde el punto de vista de las restricciones sanitarias, exacerbado por los estímulos económicos (monetarios y fiscales). No obstante, las perspectivas para 2022 son mucho más desfavorables, ante el retiro de los estímulos, que moderaría el consumo privado, en un contexto de elevada incertidumbre local que mantendría contenida la inversión y de un menor impulso externo.

Lo anterior se refleja en los índices de confianza tanto de empresarios como de consumidores. Los primeros, que habían mejorado significativamente con la recuperación de la economía, volvieron a terreno neutral, mientras que los segundos que también venían mostrando una mejoría, aunque siempre en terreno pesimista, volvieron a caer (gráfico 10).

GRÁFICO 11: EMPLEO (miles de personas)

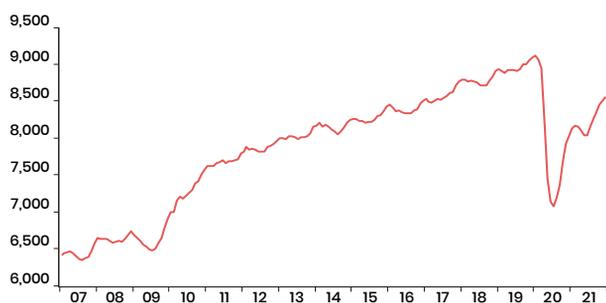
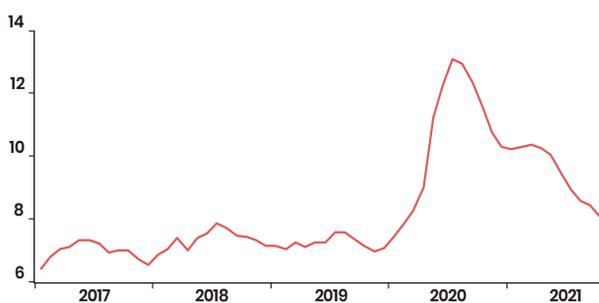


GRÁFICO 12: TASA DE DESEMPLEO (%)



Fuente: Estudios Security, INE.

La recuperación de la actividad económica llevó a que en el mercado laboral se generaran 1,4 millones de empleos aproximadamente, cerca de dos tercios de los dos millones de puestos de trabajo que se perdieron en 2020 con la pandemia (gráfico 11). Las perspectivas para 2022 son menos favorables debido a que la ralentización de la economía llevará a una moderación de la creación de empleos, lo que junto a la normalización de la fuerza de trabajo (personas que vuelvan a buscar empleos) llevaría a que la tasa de desocupación se mantenga fluctuando levemente por debajo de 10%, pero difícilmente veríamos una caída adicional. De hecho, el sesgo es al alza para esta variable (gráfico 12).

Desde la perspectiva por sectores económicos, la desaceleración sería generalizada, sin descartar que algunas ramas como la minería, el comercio y algunos servicios presenten una variación nula o una contracción durante el año en su conjunto.

En definitiva, **con la moderación del impulso externo, el retiro de los estímulos económicos (monetarios y fiscales) y una inversión que seguiría contenida, prevemos un alza del PIB de 1,5% para 2022**, en la parte baja de las expectativas privadas, las que de todas formas han venido bajando en los últimos meses desde 3,5% en mayo a 2% en diciembre acorde a la Encuesta Mensual de Expectativas (gráfico 13).

**Esta proyección de 1,5% para el crecimiento del PIB en el año, tiene implícita caída en el nivel de actividad mensual en términos desestacionalizados, que llevaría a bajas interanuales hacia fines de año** (gráfico 14).

GRÁFICO 13: EXPECTATIVAS PIB 2022  
(var % interanual)

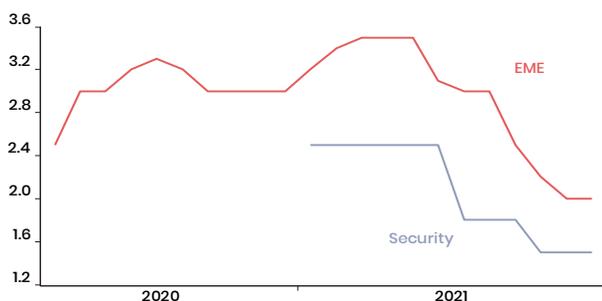
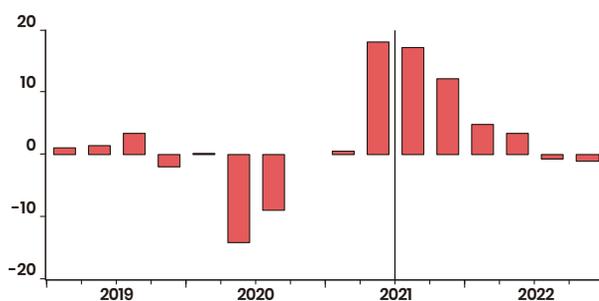


GRÁFICO 14: PIB (var % interanual)



Fuente: Estudios Security, Banco Central. EME: Encuesta Mensual de Expectativas Económicas.

## INFLACIÓN: Expectativas de Mediano Plazo Convergerían a la Meta

La recuperación de la economía, y del consumo privado en particular, junto con el aumento de los precios de los productos básicos (alimentos y combustibles), la depreciación del peso y algunos problemas de oferta generaron un aumento significativo en la inflación (gráfico 15), y la mantención de algunos de esos factores han llevado a un desanclaje de las expectativas de inflación de mediano plazo (gráfico 16).

En el corto plazo, los registros de IPC mensuales seguirían siendo elevados, pero la respuesta del Banco Central llevaría a una moderación con el correr de los meses. Con todo, **no se evitaría que la inflación anual se mantendría fluctuando en torno a 7% hasta mediados de 2022**, para comenzar a converger al rango meta en la segunda mitad del año. De ahí en más volvería al rango 3%-3,5% a diciembre de 2023. Dicha trayectoria no es muy distinta a la implícita en los precios de mercado (gráfico 17).

GRÁFICO 15: IPC  
(var % interanual)

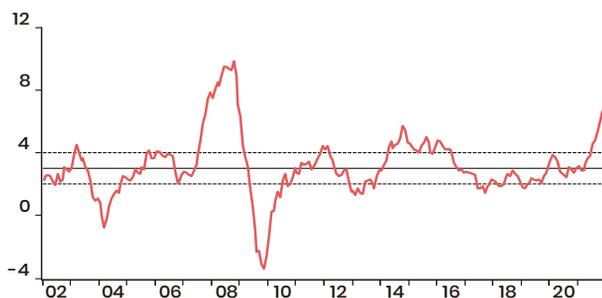


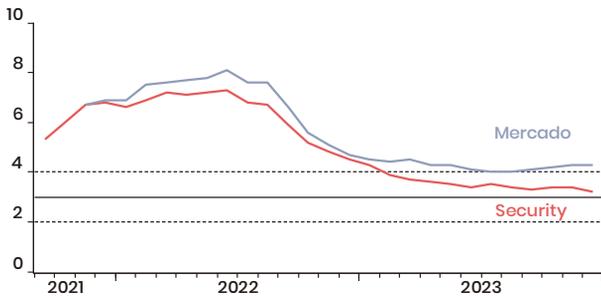
GRÁFICO 16: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA  
(1 en 1, %)



Fuente: Estudios Security, INE, Bloomberg, Riskamerica.

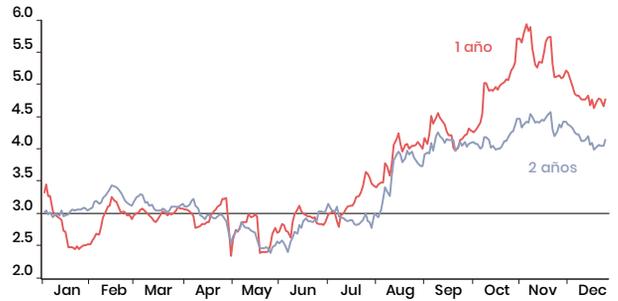
En tanto, las compensaciones inflacionarias (derivadas de los bonos y de los swaps) que actualmente se encuentran en torno a 5% a un año y en torno a 4% a dos años (gráfico 18), deberían ir convergiendo hacia el rango meta del Banco Central, en respuesta al alza de la TPM, la moderación de la actividad y la estabilización del tipo de cambio.

GRÁFICO 15: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (var % interanual)



Estudios Security, ICAP, Riskamerica.

GRÁFICO 16: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (bonos, %)



**TASAS: Banco Central Endureció el Mensaje**

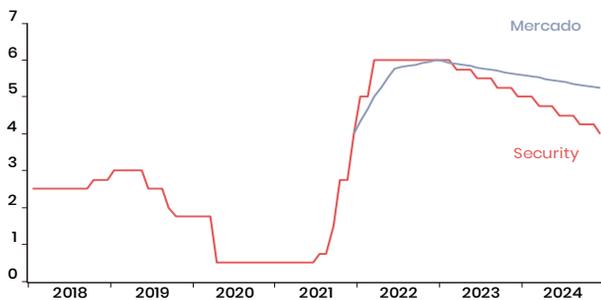
En la reciente reunión de política monetaria -en conjunto con el IPoM- además de subir la TPM a 4% el Banco Central dio un mensaje bien restrictivo, dando a entender que **hará todo lo que sea necesario para controlar las expectativas de inflación**, la variable clave a monitorear en los próximos trimestres.

A nuestro juicio, subiendo la TPM a 6% en el corto plazo (100pb en enero y 100pb en marzo), es decir 250 pb sobre el nivel considerado neutral, sería suficiente para reencauzar las expectativas de inflación de mediano plazo a la meta. Una vez materializado ese objetivo, es muy probable que la autoridad monetaria baje la TPM hacia su nivel neutral. Lo anterior está bastante en línea con la expectativa del mercado (gráfico 17).

En este contexto, las tasas de interés de corto plazo han subido como respuesta al incremento en la TPM, mientras que las de largo plazo han presentado una elevada volatilidad (gráfico 18), debido a que tienen fuerzas contrapuestas. Por un lado, el hecho de subir la TPM por sobre la neutral y después tener que bajarla, le daría un impulso a la baja, mientras que el panorama fiscal -que seguiría muy presionado durante 2022- genera una presión alcista, que a nuestro juicio evitaría una caída de las tasas largas nominales.

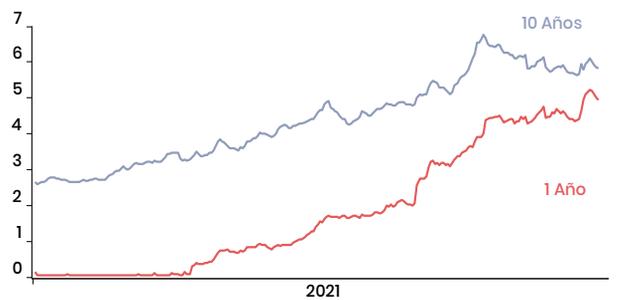
La trayectoria sería incluso algo más marcada en las tasas reajustables en UF, debido a que las compensaciones inflacionarias están en torno a 3,5%, unos 20 a 30pb por sobre lo que consideramos su valor coherente con el panorama local.

GRÁFICO 17: TPM EFECTIVA Y ESPERADA (%)



Estudios Security, Banco Central, Bloomberg, Riskamerica.

GRÁFICO 18: TASAS DE INTERÉS (BCP, %)



## ESCENARIO DE RIESGO

A nuestro juicio, el escenario de riesgo desde el frente externo viene dado por un aumento adicional de la inflación en EE.UU. que conlleve alzas agresivas de la tasa de interés por parte de la Fed, muy por sobre lo implícito en los precios de mercado. Otro factor de riesgo tiene que ver con la evolución de la pandemia, que se ha controlado bastante con el proceso de vacunación global (aunque con marcadas diferencias entre países), pero que no se puede descartar una nueva ola de restricciones a la movilidad que afecte negativamente a la actividad económica.

En el plano local, también la inflación es uno de los riesgos más relevantes, que tendría una respuesta más agresiva del Banco Central si se dieran nuevas sorpresas al alza o se vuelve más permanente. Otro factor a considerar tiene que ver con la elevada incertidumbre política, de la mano con la consolidación fiscal, que de agravarse llevaría al “premio local” sobre el 20% en el tipo de cambio (equivalente a una paridad de \$950-\$1.000), y exacerbar la desaceleración de la actividad ante una caída mayor de la inversión.

**ANEXO ESTADÍSTICO**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>e</sup>	2022 <sup>e</sup>
<b>Indicadores Externos Relevantes</b>								
Crecimiento Mundial PPP (%)	3.5	3.4	3.8	3.6	2.8	-3.4	5.4	4.2
Cobre (US\$/Libra, fdp)	210	257	308	276	275	352	430	400
Petróleo WTI (US\$ p/b)	49	43	51	65	57	39	68	70
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	0.4	0.8	1.5	2.5	1.8	0.3	0.3	1.0
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	2.2	2.5	2.4	2.8	1.9	0.9	1.5	1.8
Euro (fdp, US\$)	1.09	1.05	1.18	1.14	1.11	1.22	1.13	1.18
Yen (fdp,¥/US\$)	122	116	113	112	109	104	114	109
<b>Indicadores de Actividad</b>								
PIB (Var %)	2.3	1.7	1.2	3.7	0.9	-5.8	12.0	1.5
Gasto Interno (Var %)	2.5	1.8	2.9	4.5	1.0	-9.1	19.1	1.5
Consumo Privado	2.1	2.7	3.4	3.8	1.0	-7.5	19.8	0.9
Inversión en Capital Fijo	-0.3	-1.3	-3.1	5.1	4.4	-11.5	15.6	0.6
<b>Crecimiento Sectorial (%)</b>								
Minería	-0.9	-2.1	-1.3	5.0	-3.0	1.3	-0.9	0.2
Industria	0.2	-1.1	1.1	3.8	0.4	-3.0	8.2	2.0
Electricidad, gas y agua	3.4	1.7	4.2	5.4	-2.4	0.2	5.2	1.0
Construcción	4.3	3.4	-3.8	1.5	4.6	-14.1	11.6	0.3
Comercio, restaurantes y hoteles	2.2	1.7	3.0	3.5	0.3	-7.7	25.6	0.7
Servicios Financieros y Empresariales	1.3	0.3	-1.3	3.5	3.9	-2.6	9.5	1.6
<b>Mercado Laboral</b>								
Tasa de Desempleo (prom %)	6.3	6.7	7.0	7.4	7.2	10.7	8.9	8.7
Crecimiento del Empleo (%)	1.7	1.2	2.4	2.2	2.1	-12.3	5.1	2.8
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	1.5	1.6	2.7	2.6	2.0	-8.9	3.1	2.5
<b>Cuentas Externas</b>								
Balanza Comercial (miles de millones US\$)	3.4	4.9	7.4	4.2	3.0	18.4	10.5	12.6
Exportaciones (miles de millones US\$)	62.0	60.7	68.8	74.7	68.8	73.5	93.5	88.2
Importaciones (miles de millones US\$)	58.6	55.9	61.5	70.5	65.8	55.1	83.0	75.6
Cuenta Corriente (miles de millones US\$)	-5.7	-5.0	-6.4	-11.6	-10.5	3.4	-16.0	-7.8
Cuenta Corriente (% del PIB)	-2.4	-2.0	-2.3	-3.9	-3.7	1.3	-5.7	-3.0
<b>Finanzas Públicas</b>								
Balance Gobierno (% del PIB)	-2.1	-2.7	-2.8	-1.7	-2.9	-7.3	-10.0	-6.5
<b>Precios</b>								
IPC dic-dic (%)	4.4	2.7	2.3	2.6	3.0	3.0	6.8	4.5
IPC sin Volátiles dic-dic (%)	5.2	3.1	2.1	2.3	2.5	3.3	4.7	4.0
Inflación Externa Relevante BCCh (prom, %)	-9.8	-2.8	3.9	2.3	-2.4	-1.0	9.3	3.5
Salarios Nominales (var prom,%)	6.2	4.0	5.7	4.5	4.7	3.7	5.5	4.8
Costos Laborales Unitarios (var prom,%)	5.6	3.5	7.0	3.0	5.9	-3.5	-0.9	4.8
<b>Tasas de Interés</b>								
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$)	3.5	3.5	2.5	2.8	1.8	0.5	4.0	6.0
BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	1.5	1.9	1.6	0.5	-0.1	2.3	3.0
BCP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.6	4.4	4.6	4.3	3.3	2.7	5.8	6.3
<b>Tipo de Cambio</b>								
T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)	707	667	615	696	745	711	870	880

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Eduardo Salas**  
Economista Senior  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Roberto Valladares R.**  
Analista de Inversiones  
[roberto.valladares@security.cl](mailto:roberto.valladares@security.cl)

**Marcos Sandoval**  
Analista de Inversiones  
[marcos.sandoval@security.cl](mailto:marcos.sandoval@security.cl)

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.