

VISIÓN MACRO 2023

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

El panorama macroeconómico externo se ha deteriorado significativamente en los últimos meses. El aumento de la inflación a nivel global llevó a los principales bancos centrales a retirar los estímulos monetarios a una velocidad y magnitud mucho mayor a lo previsto, particularmente a la Reserva Federal (gráfico 1). Con ello, las tasas de interés subieron, el dólar se apreció, los precios de las materias primas bajaron, y la percepción de riesgo aumentó, **tornando las condiciones financieras externas muy desfavorables** (gráfico 2). De hecho, nuestros cálculos señalan que un alza de 100pb en este índice resta cerca de 1 punto porcentual al crecimiento del PIB local. Por su parte, con la caída más rápida de los precios de las materias primas –y del cobre en particular– los términos de intercambio se han deteriorado más rápido de lo previsto a principio de año (gráfico 3). Todo ello ha llevado a una baja en el crecimiento global de este año hasta 2,5%-3% y de las perspectivas para el próximo que se ubican en torno a 2%.

Con esta pérdida del impulso externo, **se afianza la perspectiva de un muy mal desempeño de la actividad económica**, que si bien hasta junio de este año estaba prácticamente estancada, los primeros antecedentes del segundo semestre muestran una incipiente desaceleración. De esta forma, prevemos que la moderación que está experimentando la economía se agudizará en la segunda mitad de 2022 y se prolongaría hasta al menos mediados de 2023, **que llevaría al PIB a una contracción de -1% en el año en su conjunto**, en línea con el consenso de mercado (gráfico 4).

GRÁFICO 1: EE.UU.: TASA POLÍTICA MONETARIA (%)

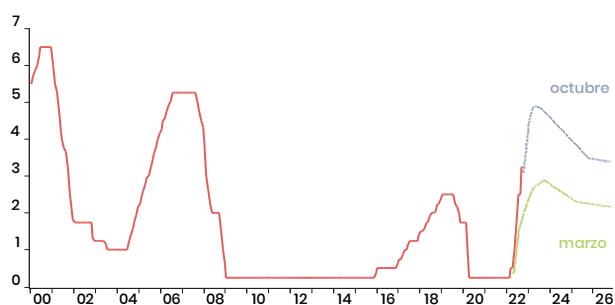


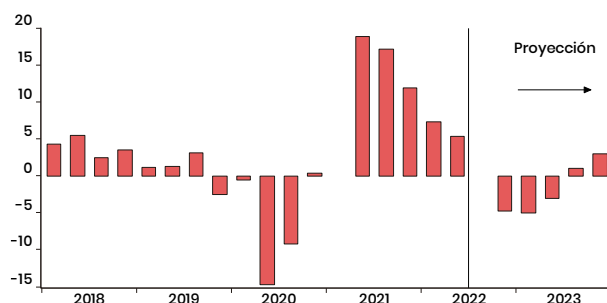
GRÁFICO 2: CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS PARA CHILE (índice)



GRÁFICO 3: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (Índice)



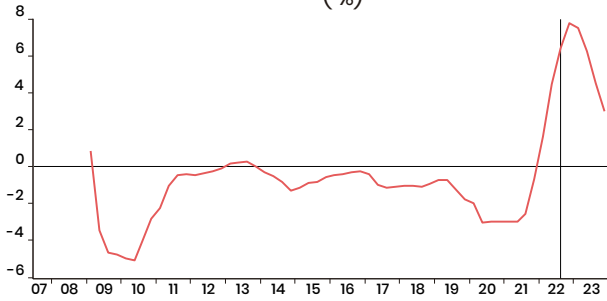
GRÁFICO 4: PIB (var % interanual)



Fuente: Estudios Security, Banco Central, Bloomberg.

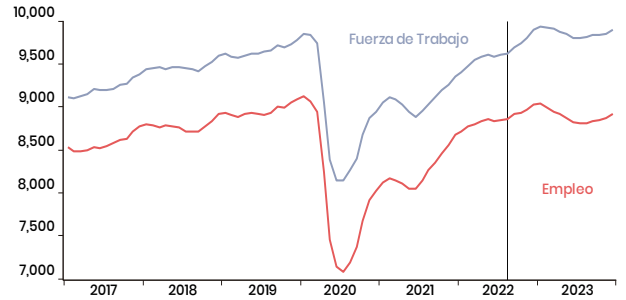
Elo, ya que además del menor impulso externo, a nivel doméstico las condiciones financieras también se han vuelto muy restrictivas, con la TPM subiendo hasta 11,25%, muy por sobre el nivel de 3,5% considerado neutral (gráfico 5). Todo ello en un contexto de elevada incertidumbre política local –que se mantendría durante todo 2023– que ha mantenido muy acotada la inversión.

GRÁFICO 5: TPM EFECTIVA MENOS TPM NEUTRAL (%)



Fuente: Estudios Security, INE, ICAP.

GRÁFICO 6: EMPLEO Y FUERZA DE TRABAJO (miles de personas)



Una de las consecuencias de la caída de la actividad económica es un deterioro del mercado laboral, que ya se ha evidenciado en un estancamiento en la creación de empleos de los últimos meses (gráfico 6), lo que se extendería hasta fin de año e incluso podría exhibir una caída en los próximos trimestres, lo que en un contexto de normalización adicional de la fuerza de trabajo impulsaría al alza la tasa de desempleo, hasta un 10%. Por su parte, también se observaría una moderación de los salarios, desde un alza promedio cercana a 10% este año hasta 6% en 2023.

Esta inminente caída del gasto interno, y la consecuente mayor brecha de capacidad, junto con la menor inflación externa, **llevarían a una significativa moderación de la inflación hasta 3% hacia diciembre de 2023**, más pronunciada que lo implícito en los precios de mercado que apuntan a un 4,5% (viene de 6,5%) (gráfico 7). Dicha desaceleración vendría de una combinación entre la caída del componente no transable derivada de la baja en los salarios (gráfico 8) y del segmento transable, en respuesta a una menor inflación externa y una leve apreciación del tipo de cambio (gráfico 9).

GRÁFICO 7: IPC EFECTIVO Y ESPERADO (var % interanual)

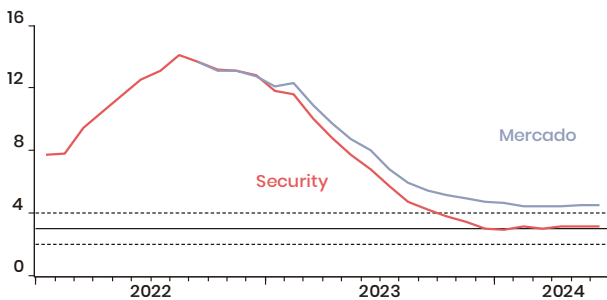


GRÁFICO 8: IPC NO TRANSABLE Y SALARIOS (var % interanual)

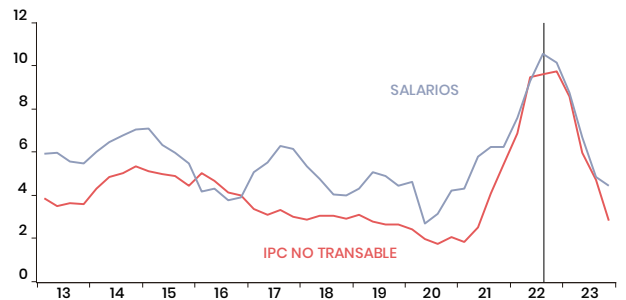


GRÁFICO 9: IPC TRANSABLE Y PRECIOS EXTERNOS (var % interanual)

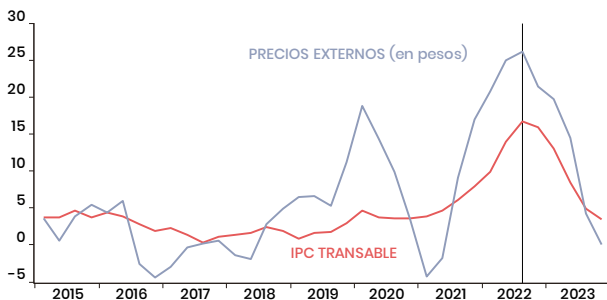
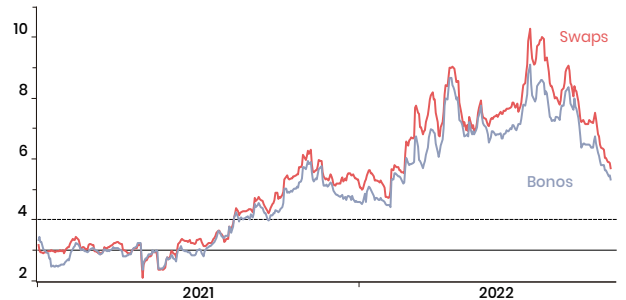
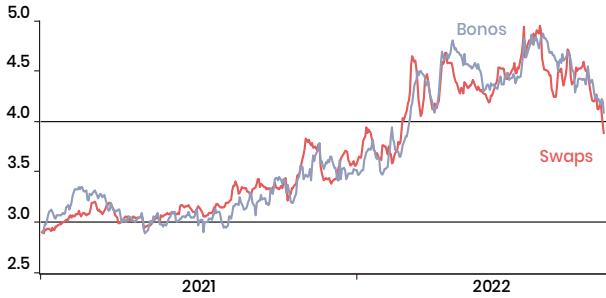


GRÁFICO 10: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (1 año, %)



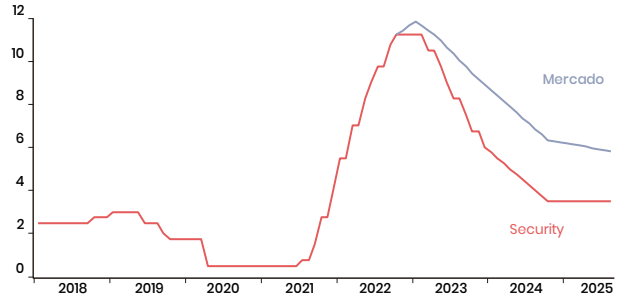
Fuente: Estudios Security, ICAP, INE, Bloomberg.

GRÁFICO 11: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA
(10 años, %)



Fuente: Estudios Security, Banco Central.

GRÁFICO 12: TPM EFECTIVA Y ESPERADA
(%)



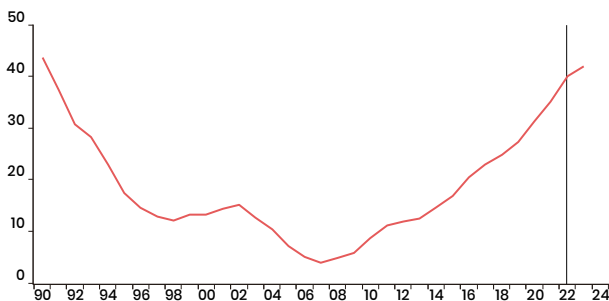
De hecho, las expectativas de inflación de corto y mediano plazo que subieron significativamente desde mediados de 2021, han comenzado a caer de manera relevante en el último mes (gráficos 10 y 11), validando la visión respecto a que la moderación del gasto impulsará a la baja la tendencia inflacionaria. Con todo, **estimamos que a las expectativas inflacionarias todavía les queda espacio por corregir para llegar a niveles más coherentes con la meta de 3%.**

En este contexto, el Banco Central en su última reunión de política monetaria señaló que el nivel actual de la TPM sería el techo en el ciclo actual -visión que compartimos-, y que se mantendría ahí el tiempo necesario para lograr la convergencia de la inflación a la meta. **Dado nuestro escenario de una caída rápida de la inflación, pre vemos que la TPM comenzaría a bajar hacia fines del primer trimestre de 2023, con recortes de 75pb por reunión, para llegar a 6% a fines del próximo año y a 3,5% hacia fines de 2024.** Esto contrasta con lo implícito en los precios de mercado, que consideran una caída bastante más lenta (gráfico 12).

Las tasas nominales cortas irían acompañando la trayectoria de la TPM, mientras que las tasas de mediano y largo plazo (BCP5 y BCP10) se quedarían con un premio por plazo mayor a los históricos, frente al difícil panorama fiscal que se avecina.

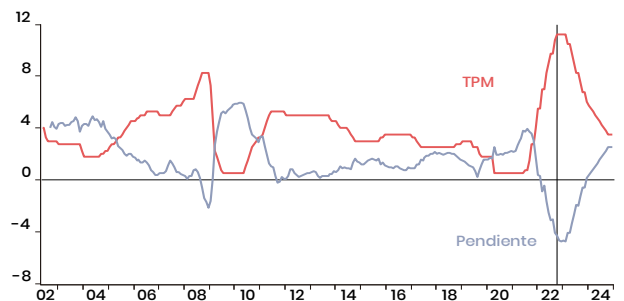
De hecho, la buena noticia de este año es que no se gastó la mayor recaudación fiscal, que a su vez respondió a una Operación Renta mejor a lo previsto ante el buen desempeño económico del año pasado, y algunos factores puntuales, que se traducirá en que **el gobierno finalizaría el año con un superávit del orden de 1% del PIB.** El desafío es mantener la disciplina fiscal en los próximos años y reducir el balance estructural. Ya para 2023 la Ley de Presupuesto considera un gasto fiscal de 4%-4,5% real, frente a un PIB que cae, por lo que nuevamente se volvería a una posición deficitaria. Lo anterior, **seguiría aumentado la relación deuda a producto** (gráfico 13), siendo uno de los factores relevantes que consideramos para asumir premios por plazos mayores a los históricos.

GRÁFICO 13: DEUDA FISCAL
(% PIB)



Fuente: Estudios Security, Dipres, Banco Central,

GRÁFICO 14: TPM Y PENDIENTE DE LA CURVA
(%)



Otro punto a destacar es que con la normalización esperada de la TPM, se observaría un aplanamiento en la pendiente de la curva (definida como la resta entre el BCP10 y la TPM), que actualmente está en terreno negativo desde principios de año (gráfico 14).

Respecto al tipo de cambio, este año hemos observado una depreciación que está en línea con el movimiento de las variables financieras externas, dólar y tasas de interés, precios de materias primas y primas por riesgo. Con todo, seguimos estimando un premio del orden de 10% respecto a los parámetros históricos vigentes hasta 2019, castigo que se mantendría fluctuando en torno a ese nivel durante 2023. **La proyección de apreciación desde \$950 a \$900 viene de una visión respecto a que el dólar habría llegado a su *peak* en los niveles actuales, y se debilitaría gradualmente a partir de fines de este año o principios del próximo.**

ANEXO ESTADÍSTICO

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 ^e	2023 ^e
Indicadores Externos Relevantes								
Crecimiento Mundial PPP (%)	3.4	3.8	3.6	2.8	-3.1	5.9	2.7	2.0
Crecimiento Socios Comerciales (%)	2.9	3.6	3.5	2.9	-2.0	6.3	2.8	2.1
Cobre (US\$/Libra, fdp)	257	308	276	275	352	433	330	340
Petróleo WTI (US\$ p/b)	43	51	65	57	39	68	91	80
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	0.8	1.5	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	4.5
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	2.5	2.4	2.8	1.9	0.9	1.5	4.0	3.7
Euro (fdp, US\$)	1.05	1.18	1.14	1.11	1.22	1.13	0.96	1.00
Yen (fdp,¥/US\$)	116	113	112	109	104	114	145	140
Indicadores de Actividad								
PIB (Var %)	1.8	1.4	4.0	0.8	-6.0	11.7	1.5	-1.0
Gasto Interno (Var %)	1.9	2.9	5.0	1.0	-9.3	21.6	1.4	-0.8
Consumo Privado	3.3	3.6	3.8	0.7	-8.0	20.3	1.4	-1.0
Inversión en Capital Fijo	-2.4	-3.3	6.5	4.7	-9.3	17.6	-2.2	-2.7
Crecimiento Sectorial (%)								
Minería	-3.1	-2.1	6.0	-3.7	2.3	-0.6	-3.3	-1.1
Industria	-0.1	0.9	5.2	-1.4	-3.3	8.3	-1.8	-1.4
Electricidad, gas y agua	3.5	7.0	3.0	0.7	-1.7	1.1	0.5	-1.0
Construcción	0.9	-4.4	4.7	4.5	-12.1	13.6	-2.6	-3.3
Comercio, restaurantes y hoteles	1.4	2.9	3.6	-0.3	-10.5	24.1	-0.5	-2.7
Servicios Financieros y Empresariales	-1.0	-2.5	4.3	5.1	-1.6	9.1	2.3	-0.6
Mercado Laboral								
Tasa de Desempleo (prom %)	6.7	7.0	7.4	7.2	10.7	8.8	8.1	10.0
Crecimiento del Empleo (%)	1.2	2.4	2.2	2.1	-12.3	5.5	7.1	0.7
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	1.6	2.7	2.6	2.0	-8.9	3.4	6.3	2.8
Cuentas Externas								
Balanza Comercial (miles de millones US\$)	5.0	7.5	4.4	3.0	19.0	10.5	0.5	4.9
Exportaciones (miles de millones US\$)	60.8	68.9	74.8	68.8	74.1	94.7	94.6	88.9
Importaciones (miles de millones US\$)	55.8	61.4	70.4	65.8	55.1	84.1	94.2	84.0
Cuenta Corriente (miles de millones US\$)	-6.5	-7.6	-13.3	-14.5	-4.3	-20.3	-23.0	-10.5
Cuenta Corriente (% del PIB)	-2.5	-2.7	-4.3	-5.0	-1.6	-6.2	-7.6	-3.4
Finanzas Públicas								
Balance Gobierno (% del PIB)	-2.7	-2.8	-1.7	-2.9	-7.3	-7.7	1.0	-3.0
Precios								
IPC dic-dic (%)	2.7	2.3	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	3.0
IPC sin Volátiles dic-dic (%)	3.1	2.1	2.3	2.5	3.3	5.2	11.5	2.8
Inflación Externa Relevante BCCh (prom, %)	-2.8	3.9	2.3	-2.4	-1.0	9.2	5.0	-1.5
Salarios Nominales (var prom,%)	4.0	5.7	4.5	4.7	3.7	5.6	9.4	6.1
Tasas de Interés								
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$)	3.5	2.5	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	6.0
BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.5	1.9	1.6	0.5	-0.1	2.3	2.9	2.7
BPC-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.4	4.6	4.3	3.3	2.7	5.7	6.5	6.1
Tipo de Cambio								
T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)	667	615	696	745	711	850	950	900

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Eduardo Salas
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

María José Castro
Economista
maria.castrod@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Roberto Valladares R.
Analista de Inversiones
roberto.valladares@security.cl

Felipe Molina
Analista de Inversiones
felipe.molinar@security.cl

Marcos Sandoval
Analista de Inversiones
marcos.sandoval@security.cl

Juan Ignacio Vicencio
Analista de Inversiones
juan.vicencio@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.
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.