

INFORME MACRO CHILE

Resumen

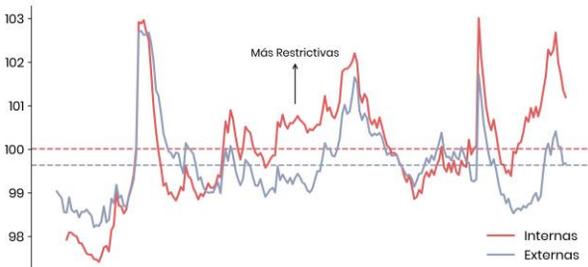
- Proyectamos una caída del PIB de -1% este año, ante el ajuste del consumo privado y de la inversión, aunque la mejora del panorama externo otorga un sesgo al alza a la proyección.
- La moderación de la actividad económica, conllevaría un estancamiento o incluso una caída en la creación de empleos, lo que en un contexto de normalización de la fuerza de trabajo, impulsaría la desocupación hasta cerca de 10%.
- Por su parte, también se observaría una moderación de los salarios, desde un alza promedio cercana a 10% en 2022 hasta 6% en 2023.
- La caída del gasto interno, la menor liquidez de la economía, la moderación de inflación externa y la apreciación del tipo de cambio han llevado a una moderación de la tendencia inflacionaria, aunque ha sido más lenta de lo previsto hace unos meses.
- En este contexto, el Banco Central esperará a tener evidencia contundente respecto a la consolidación del proceso de moderación de la inflación antes de iniciar los ajustes de TPM, lo que aún no ha pasado.
- Las cifras de IPC de enero mostraron un alza generalizada de precios, dando cuenta de una persistencia de la inflación mucho mayor a la esperada y con una sorpresiva reaceleración de la tendencia.
- Si bien los factores que determinan la inflación siguen apuntando a que la moderación continuaría en los próximos meses, prevemos que dicha consolidación se daría más tarde de lo esperado, lo que postergaría el inicio de normalización monetaria hasta junio.
- La TPM cerraría en 7,5% en diciembre de este año y en 4,5% en 2024, bastante en línea con lo implícito en los precios de mercado.
- La persistencia inflacionaria otorga un sesgo al alza a las estimaciones de IPC del primer semestre. La inflación pasaría desde 12,3% hasta 4,5% a diciembre, medio punto por sobre nuestra expectativa previa, para luego bajar a la meta de 3% en 2024.
- En un contexto de dólar global que se mantendría en torno a los niveles actuales, ratificamos el rango de proyección entre \$800 y \$850 para el tipo de cambio este año.

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

María José Castro D.
ECONOMISTA
maria.castrod@security.cl

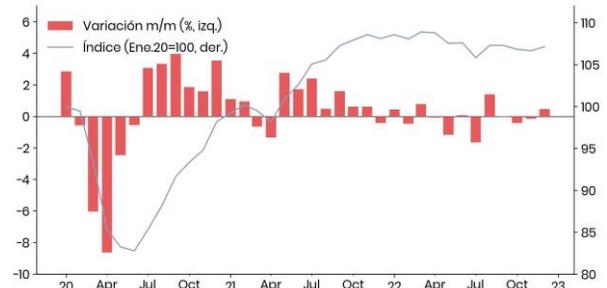
Durante gran parte del año pasado las condiciones financieras¹ externas que enfrenta Chile, aunque también las internas (gráfico 1), se fueron deteriorando significativamente debido al retiro de los estímulos monetarios para combatir el alza de la inflación, lo que llevó a un freno en el dinamismo de la actividad económica local desde el segundo semestre de 2022, con incluso una caída en el nivel hacia el cierre del año (gráfico 2). No obstante, desde el último trimestre, comenzó a evidenciarse un relajamiento de las condiciones financieras externas, de gran magnitud y antes de lo previsto. Ello, debido a la moderación de la inflación en EE.UU. que llevó al mercado a internalizar que la Reserva Federal no subiría la tasa de interés más allá de lo señalado, como fue la tónica desde fines de 2021 y durante gran parte de 2022.

GRÁFICO 1: CONDICIONES FINANCIERAS CHILE (puntos)



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

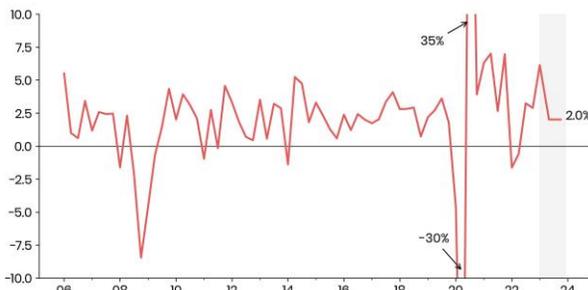
GRÁFICO 2: IMACEC NO MINERO CHILE (desestacionalizado)



En materia de actividad las noticias también han sido más favorables en los últimos meses. En EE.UU. el PIB en el último trimestre de 2022 se expandió contra el trimestre previo algo por sobre lo previsto (gráfico 3), validando la visión respecto a que la desaceleración de la economía sería suave y no aguda como se preveía hace un tiempo. En Europa, a pesar de que los riesgos asociados a la guerra en Ucrania siguen plenamente vigentes, los vinculados a una eventual crisis energética han disminuido, apoyando la recuperación de las perspectivas.

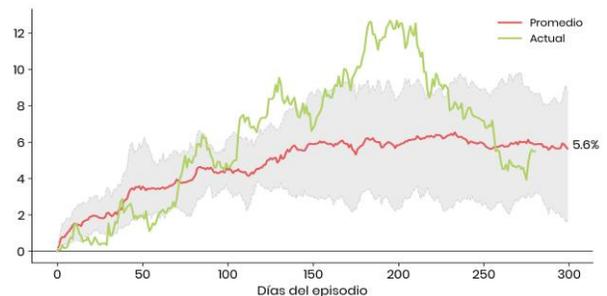
Por último, en China las cifras de diciembre fueron significativamente mejores a lo esperado, mes en el cual comenzaron a flexibilizar las medidas sanitarias. De hecho, los niveles de confinamiento se han reducido drásticamente, lo que también ha alimentado perspectivas más favorables para este 2023. Ante este nuevo escenario el apetito por riesgo ha aumentado. Reflejo de ello es que el dólar se ha depreciado (gráfico 4), los commodities y las bolsas han subido, los spreads de riesgo se han comprimido, etc. En definitiva, se está dando un círculo virtuoso para economías emergentes.

GRÁFICO 3: PIB EE. UU. (t/t anualizado, desestacionalizado, %)



Fuente: Bloomberg, Fred y Estudios Security.

GRÁFICO 4: DÓLAR (REER) EN EPISODIOS DE DÓLAR AL ALZA (var %)

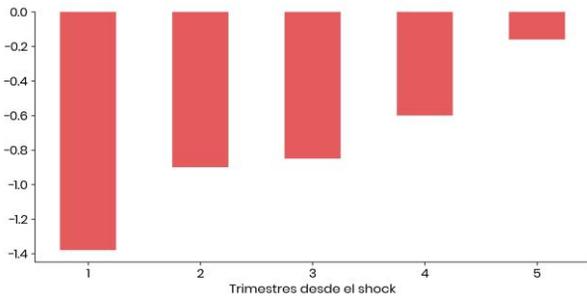


Lo anterior no evitaría que durante la primera parte del 2023 se de una caída de la actividad económica ante el efecto rezagado del ajuste restrictivo de las condiciones financieras (gráfico 5). No obstante, de mantenerse este impulso externo favorable, con términos de intercambio que recuperan versus los mínimos de 2022 (~5%), podríamos ver un mejor segundo semestre. Con esto, la caída de -1% proyectada por nosotros para el PIB del 2023 en su conjunto tiene un sesgo al alza.

¹Revisar detalle adicional en recuadro I

De hecho, acorde a nuestras estimaciones, un aumento de un desvío estándar en los términos de intercambio (~8%) implica un alza promedio de 1pp en el PIB en los próximos cuatro trimestres (gráfico 6).

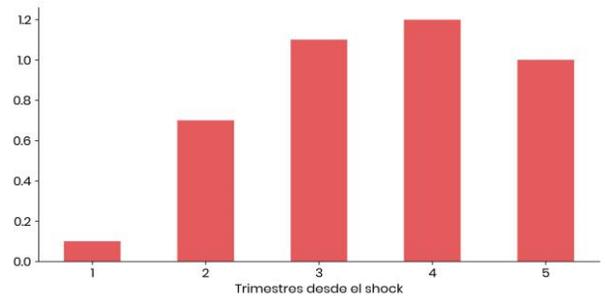
GRÁFICO 5: EFECTO DE CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS EN PIB CHILE (pp, anual)



*Ajuste restrictivo de 100 pb. condiciones financieras externas Chile

Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

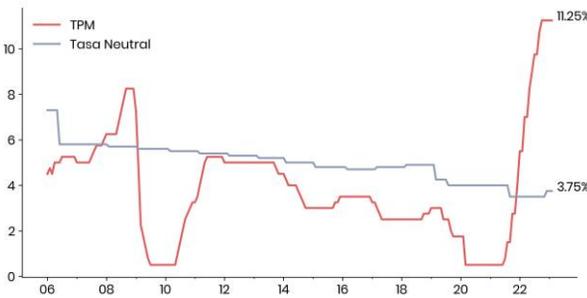
GRÁFICO 6: EFECTO DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO EN PIB CHILE (pp, anual)



* Recuperación de 8 pp. en los términos de intercambio

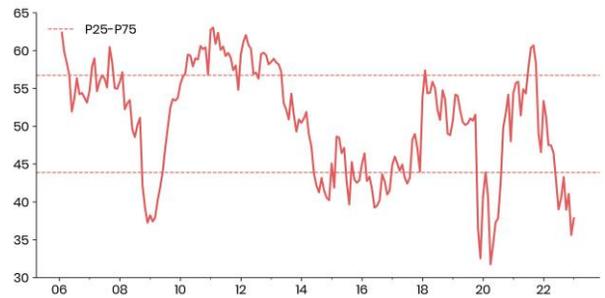
Con todo, a nivel doméstico las condiciones financieras siguen siendo muy restrictivas, con la TPM en 11,25% al menos hasta el segundo trimestre, muy por sobre el nivel de 3,5%-4% considerado neutral (gráfico 7). En términos reales, la TPM real, descontando la inflación esperada a un año, también está muy por sobre la considerada neutral (6,75% vs 0,75%). Todo ello en un contexto de baja confianza empresarial que si bien algo ha recuperado, continúa baja en términos históricos (gráfico 8) y prevemos que se mantendría durante todo el año en terreno contractivo- lo que a su vez continuaría manteniendo muy acotados los niveles de inversión.

GRÁFICO 7: TPM VS TASA NEUTRAL CHILE (%)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: CONFIANZA EMPRESARIAL CHILE (índice)



La desaceleración de la actividad desde la segunda mitad del año pasado ha sido acompañada con un estancamiento en la creación de empleos, lo cual debería prolongarse durante el año, sin descartar una caída, incluso en un escenario de reacceleración de la economía, lo que en contexto de una normalización de la fuerza de trabajo -que aún sigue muy por debajo de su tendencia pre-pandemia (gráfico 9)- seguiría impulsando al alza la tasa de desempleo hasta cerca de 10% (gráfico 10). Por su parte, también se observaría una moderación de los salarios, desde un alza promedio cercana a 10% en 2022 hasta 6% en 2023.

GRÁFICO 9: FUERZA DE TRABAJO CHILE (miles, desestacionalizada)

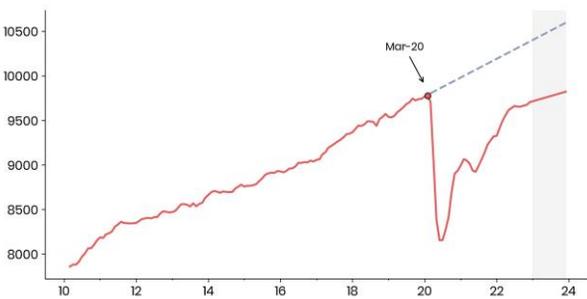
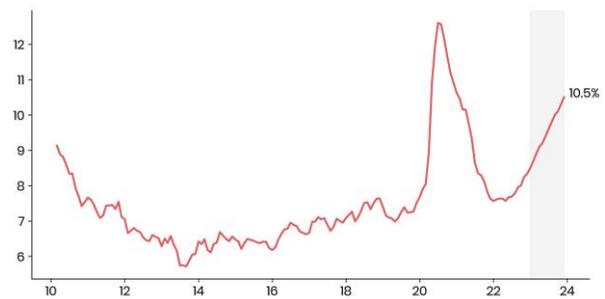


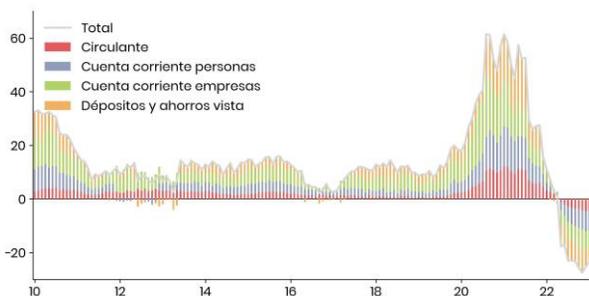
GRÁFICO 10: TASA DESEMPLEO CHILE (prom. móvil 3m, desestacionalizada, %)



Fuente: INE y Estudios Security.
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

La caída del gasto interno, la menor liquidez de la economía (gráfico 11), la moderación de la inflación externa y la apreciación del tipo de cambio han llevado a una moderación de la tendencia inflacionaria (medida que excluye una serie de productos volátiles de la canasta) versus los máximos de 2022 (gráfico 12). No obstante, dicha moderación ha sido más lenta de lo previsto hace unos meses. En este contexto, el Banco Central señaló en su último comunicado que esperará a tener evidencia contundente respecto a la consolidación del proceso de moderación de la inflación antes de iniciar los ajustes de TPM, lo que aún no ha pasado.

GRÁFICO 11: COMPOSICIÓN M1 CHILE
(a/a, %)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

Las cifras de IPC de enero mostraron un alza generalizada de precios, dando cuenta de una persistencia de la inflación mucho mayor a la esperada y con una sorpresiva reaceleración de la tendencia, otorgándole un sesgo al alza a las estimaciones de IPC del primer semestre. Sin embargo, cabe destacar que la tendencia inflacionaria ha exhibido una volatilidad mucho mayor a la habitual, más aun considerando que es una serie desestacionalizada, lo que sin duda otorga una dificultad mucho mayor a los análisis de corto plazo.

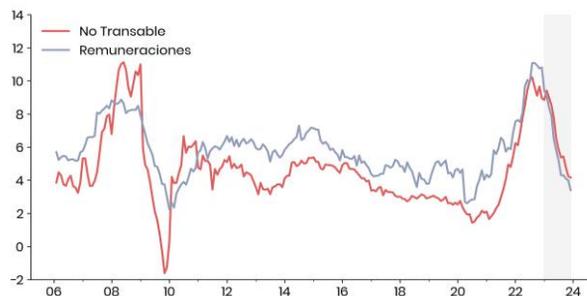
Los factores de mediano plazo que determinan la inflación siguen apuntando a que la moderación continuaría en los próximos meses, con una materialización más sostenida en la segunda parte del año. De hecho, al realizar la proyección del IPC por segmentos transables y no transables, vemos que en el primer caso este componente se moderaría por la significativa caída de los precios externos, combinada con la apreciación del tipo de cambio (gráfico 13), cuyo efecto de acuerdo a la estimación del coeficiente de traspaso es aproximadamente 2 pp. menos en la inflación por cada 10% de apreciación². Mientras que en el segundo caso, la moderación vendría principalmente por la fuerte caída de los salarios, similar a lo observado en el 2009, y de la mayor brecha de capacidad (gráfico 14). De materializarse nuestro nuevo escenario, con inflaciones más alta y menos estables en el corto plazo, pero moderaciones importantes en el segundo semestre, la variación anual del IPC total pasaría desde el actual 12,3% hasta 4,5% a diciembre, medio punto por sobre nuestra expectativa previa, para luego bajar a la meta de 3% en la segunda mitad de 2024.

GRÁFICO 13: IPC TRANSABLE CHILE
(a/a, %)



Fuente: INE, BCCh y Estudios Security.

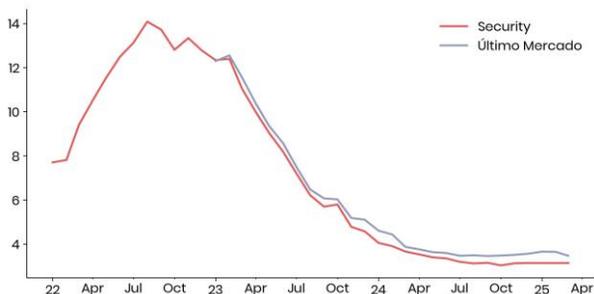
GRÁFICO 14: IPC NO TRANSABLE CHILE
(a/a, %)



²Revisar detalle adicional en recuadro II

Nuestro nuevo escenario inflacionario está bastante en línea con lo implícito en los precios de seguros de inflación (gráfico 15). Por su parte, las compensaciones inflacionarias, que habían subido significativamente con el alza de la inflación efectiva, han revertido casi en su totalidad dicho incremento, y fluctúan entre 3% y 4,5% según su plazo (gráfico 16).

GRÁFICO 15: EXPECTATIVA IPC CHILE
(a/a, %)



Fuente: BCCh, ICAP y Estudios Security.

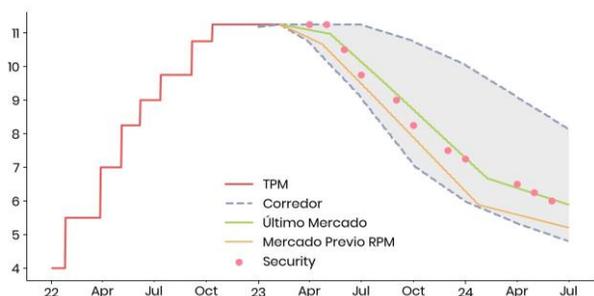
GRÁFICO 16: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA CHILE
(%)



Con todo, la consolidación del proceso de convergencia de la inflación a la meta se daría más tarde de lo esperado previamente, lo que postergaría el inicio de normalización monetaria hasta junio. El mercado ha ido validando esta visión, en efecto, desde la reunión de política monetaria de fines de enero, la curva forward pasó de estar muy cercana al piso del corredor de TPM del IPoM de diciembre, a la parte media, que era el escenario base del ente rector.

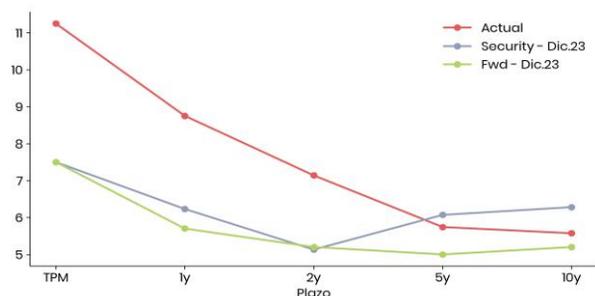
En específico, preveemos que el proceso de normalización monetaria se daría con recortes de 75pb por reunión este año, lo que lleva la TPM a 7,5% a diciembre. Para 2024, estimamos recortes de 75pb por trimestre, para llevar la TPM a 4,5% a diciembre (gráfico 17). Por su parte, las tasas nominales cortas irían acompañando la trayectoria de la TPM, mientras que las tasas de mediano y largo plazo se quedarían con un premio por plazo mayor a los históricos, frente al difícil panorama fiscal que se avecina (gráfico 18).

GRÁFICO 17: TPM CHILE
(%)



Fuente: BCCh, RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 18: CURVA BTP
(%)



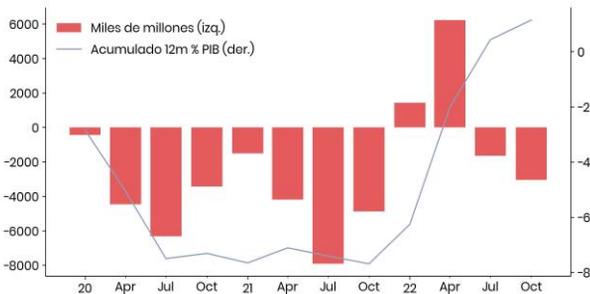
En materia fiscal, tras haber cerrado con un superávit de 1% del PIB en 2022 (gráfico 17) como respuesta a los mayores ingresos de la Operación Renta, el desafío es mantener la disciplina fiscal en los próximos años y reducir el balance estructural. Para este año la Ley de Presupuesto considera un gasto 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 aumentando la relación deuda a producto, siendo uno de los factores relevantes que consideramos para asumir premios por plazos mayores a los históricos.

Respecto al tipo de cambio, desde fines del año pasado y principios de este, hemos visto una apreciación significativa 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 este fortalecimiento del peso, el tipo de cambio real ha cerrado bastante la sobredepreciación del 2019–2022, acercándose a sus promedios históricos y alineándose con modelo estructural que controla por la posición externa, los diferenciales de productividad, términos de intercambio y gasto fiscal.

A su vez, el premio local también se ha comprimido bastante desde el 15%-20% en el peor momento hasta 5%-10%, lo que respondería a una perspectiva más favorable de los procesos políticos internos (gráfico 18). Con todo, nuestra visión apunta a que dicho premio seguiría vigente en estos niveles, ya que si bien compartimos que los escenarios más extremos han perdido probabilidad de ocurrencia, existe una variedad de reformas en discusión que justifica ese castigo idiosincrático.

En un contexto de dólar global que se mantendría en torno a los niveles actuales, acompañado de un precio de cobre que podría revertir parte del alza reciente, ratificamos el rango de proyección entre \$800 y \$850 para el tipo de cambio este año.

GRÁFICO 17: BALANCE FISCAL CHILE



Fuente: Bloomberg, BCCh, Dipres y Estudios Security.

GRÁFICO 18: MODELO TIPO DE CAMBIO CHILE (USDCLP)



Recuadro I

Condiciones financieras son construidas utilizando la metodología PCA, extrayendo el primer y segundo componente principal de las variables consideradas, sujeto a que los ponderadores tengan el signo correcto. Para las condiciones financieras externas que enfrenta Chile se incluyen las siguientes variables: bolsas externas (S&P 500 y MSCI Am. Latina), tasa nominal 10 años EE. UU, dólar global, cobre y spreads en dólares de Am. Latina. Por otro lado, para las condiciones financieras domésticas, se consideran las siguientes variables locales: bolsa (IPSA), CDS de Chile, tasas (SWAPS) y tipo de cambio nominal (USDCLP). Gráfico 19 y 20 muestran la contribución de cada variable a la variación mensual de las respectivas condiciones financieras.

GRÁFICO 19: COMPOSICIÓN CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS CHILE (m/m, pb.)

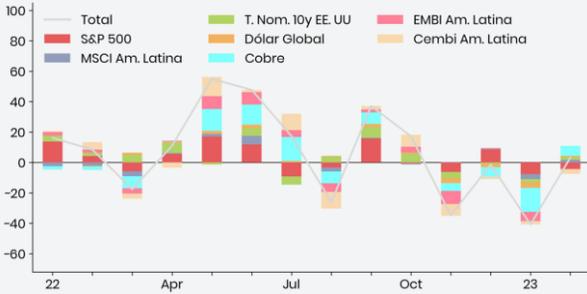
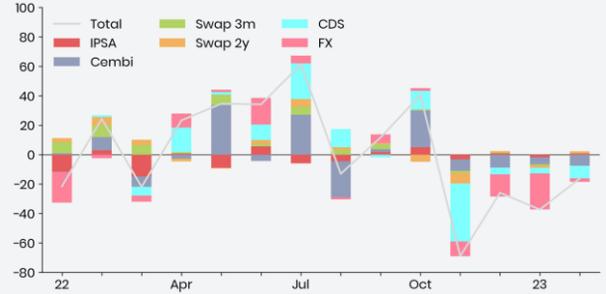


GRÁFICO 20: COMPOSICIÓN CONDICIONES FINANCIERAS INTERNAS CHILE (m/m, pb.)

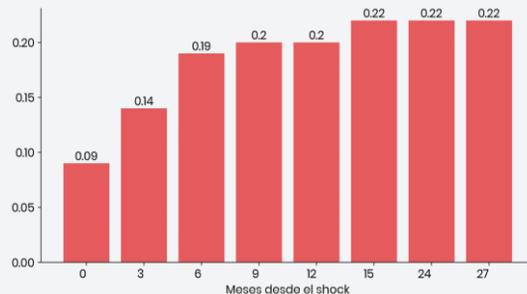


Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

Recuadro II

Coefficiente de traspaso acumulado estimado a través de modelo que incorpora como variables explicativas rezagos de tipo de cambio, tasas cortas internas y externas, crecimiento local y externo, y precios commodities, muestra que después de doce meses, una apreciación del peso en 10% se asocia a aproximadamente 2 puntos porcentuales menos en la inflación anual. El coeficiente va aumentando durante el primer año, para luego mantenerse estable (gráfico 21).

GRÁFICO 21: COEFICIENTE TRASPASO ACUM. TIPO DE CAMBIO (USDCLP) A IPC CHILE (pp, anual)



* Depreciación de 1 pp en el tipo de cambio (USDCLP)

ANEXO ESTADÍSTICO

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 ^e | 2024 ^e |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| Indicadores Externos Relevantes | | | | | | | | |
| Crecimiento Mundial PPP (%) | 3.8 | 3.6 | 2.8 | -3.1 | 5.9 | 2.8 | 1.9 | 3.0 |
| Crecimiento Socios Comerciales (%) | 3.6 | 3.5 | 2.9 | -2.0 | 6.3 | 2.8 | 2.1 | 3.2 |
| Cobre (US\$/Libra, fdp) | 308 | 276 | 275 | 352 | 433 | 380 | 375 | 385 |
| Petróleo WTI (US\$ p/b) | 51 | 65 | 57 | 39 | 68 | 94 | 80 | 82 |
| Tasa de Fondos Federales (fdp,%) | 1.5 | 2.5 | 1.8 | 0.3 | 0.3 | 4.5 | 5.0 | 4.0 |
| Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %) | 2.4 | 2.8 | 1.9 | 0.9 | 1.5 | 3.6 | 3.9 | 3.7 |
| Euro (fdp, US\$) | 1.18 | 1.14 | 1.11 | 1.22 | 1.13 | 1.06 | 1.08 | 1.10 |
| Yen (fdp,¥/US\$) | 113 | 112 | 109 | 104 | 114 | 135 | 130 | 128 |
| Indicadores de Actividad | | | | | | | | |
| PIB (Var %) | 1.4 | 4.0 | 0.8 | -6.0 | 11.7 | 2.7 | -1.0 | 1.5 |
| Gasto Interno (Var %) | 2.9 | 5.0 | 1.0 | -9.3 | 21.6 | 3.3 | -1.8 | 2.2 |
| Consumo Privado | 3.6 | 3.8 | 0.7 | -8.0 | 20.3 | 2.7 | -1.7 | 2.0 |
| Inversión en Capital Fijo | -3.3 | 6.5 | 4.7 | -9.3 | 17.6 | 2.5 | -4.8 | 3.5 |
| Crecimiento Sectorial (%) | | | | | | | | |
| Minería | -2.1 | 6.0 | -3.7 | 2.3 | -0.6 | -3.3 | -0.4 | 0.0 |
| Industria | 0.9 | 5.2 | -1.4 | -3.3 | 8.3 | -2.8 | -2.2 | 2.5 |
| Electricidad, gas y agua | 7.0 | 3.0 | 0.7 | -1.7 | 1.1 | 4.2 | -0.9 | 1.5 |
| Construcción | -4.4 | 4.7 | 4.5 | -12.1 | 13.6 | -0.4 | -1.9 | -1.0 |
| Comercio, restaurantes y hoteles | 2.9 | 3.6 | -0.3 | -10.5 | 24.1 | 0.0 | -3.4 | 2.5 |
| Servicios Financieros y Empresariales | -2.5 | 4.3 | 5.1 | -1.6 | 9.1 | 3.4 | -0.5 | 1.5 |
| Mercado Laboral | | | | | | | | |
| Tasa de Desempleo (prom %) | 7.0 | 7.4 | 7.2 | 10.7 | 8.8 | 7.9 | 9.8 | 10.5 |
| Crecimiento del Empleo (%) | 2.4 | 2.2 | 2.1 | -12.3 | 5.5 | 6.7 | 0.7 | 1.0 |
| Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%) | 2.7 | 2.6 | 2.0 | -8.9 | 3.4 | 5.6 | 2.8 | 1.8 |
| Cuentas Externas | | | | | | | | |
| Balanza Comercial (miles de millones US\$) | 7.5 | 4.4 | 3.0 | 19.0 | 10.5 | 2.9 | 12.8 | 12.2 |
| Exportaciones (miles de millones US\$) | 68.9 | 74.8 | 68.8 | 74.1 | 94.7 | 97.5 | 95.9 | 100.7 |
| Importaciones (miles de millones US\$) | 61.4 | 70.4 | 65.8 | 55.1 | 84.1 | 94.6 | 83.2 | 88.6 |
| Cuenta Corriente (miles de millones US\$) | -7.6 | -13.3 | -14.5 | -4.3 | -20.3 | -28.0 | -16.6 | -10.0 |
| Cuenta Corriente (% del PIB) | -2.7 | -4.3 | -5.0 | -1.6 | -6.2 | -9.1 | -5.0 | -3.0 |
| Finanzas Públicas | | | | | | | | |
| Balance Gobierno (% del PIB) | -2.8 | -1.7 | -2.9 | -7.3 | -7.7 | 1.1 | -3.0 | -1.0 |
| Precios | | | | | | | | |
| IPC dic-dic (%) | 2.3 | 2.6 | 3.0 | 3.0 | 7.2 | 12.8 | 4.5 | 3.0 |
| IPC sin Volátiles dic-dic (%) | 2.1 | 2.3 | 2.5 | 3.3 | 5.2 | 10.6 | 4.2 | 3.0 |
| Inflación Externa Relevante BCCh (prom, %) | 3.9 | 2.3 | -2.4 | -1.0 | 9.2 | 4.3 | 2.3 | 2.5 |
| Salarios Nominales (var prom,%) | 5.7 | 4.5 | 4.7 | 3.7 | 5.6 | 9.6 | 6.0 | 5.0 |
| Tasas de Interés | | | | | | | | |
| Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$) | 2.5 | 2.8 | 1.8 | 0.5 | 4.0 | 11.3 | 7.5 | 4.5 |
| BCU-2 base 365d (fdp, % en UF) | 1.1 | 1.2 | -0.5 | -2.3 | 1.2 | 3.2 | 2.0 | 0.7 |
| BCP-2 base 365d (fdp, % en \$) | 3.5 | 3.7 | 2.0 | 0.5 | 5.7 | 7.0 | 5.1 | 3.8 |
| BCU-10 base 365d (fdp, % en UF) | 1.9 | 1.6 | 0.5 | -0.1 | 2.3 | 1.7 | 2.9 | 2.6 |
| BCP-10 base 365d (fdp, % en \$) | 4.6 | 4.3 | 3.3 | 2.7 | 5.7 | 5.3 | 6.3 | 6.0 |
| Tipo de Cambio | | | | | | | | |
| T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$) | 615 | 696 | 745 | 711 | 850 | 860 | 825 | 825 |

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

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.