

INFORME MACRO CHILE

Resumen

- El mejor desempeño desde fines del año pasado y a principios de este año, sumado a un escenario externo más favorable en los últimos meses, nos llevó a ajustar nuestra proyección de crecimiento para el PIB 2023 a un 0%
- A su vez, la moderación de la inflación –especialmente en las medidas subyacentes– ha sido más lenta de lo previsto hace unos meses.
- Continuamos previendo una normalización de la inflación con el correr de los meses, de manera más marcada en el segundo semestre en ambos componentes –transable y no transable– debido a que los fundamentos apuntan en esa dirección.
- Todo esto permitiría que la inflación anual cierre en 4,5% este año, por debajo del 5,7% implícito en el mercado.
- Destacamos la elevada volatilidad de las cifras efectivas de IPC de los últimos meses, sobre todo en las medidas subyacentes. Lo anterior, dificulta el análisis para el corto plazo, y mantiene un escenario de riesgo de una nueva aceleración en la medida que excluye volátiles.
- En este contexto, se requiere un par de meses con cifras que consoliden el proceso de moderación de la inflación para observar el inicio de recortes en la TPM por parte del Banco Central.
- De materializarse nuestras expectativas de IPC en los próximos meses el primer ajuste de la tasa de interés se daría en junio.

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

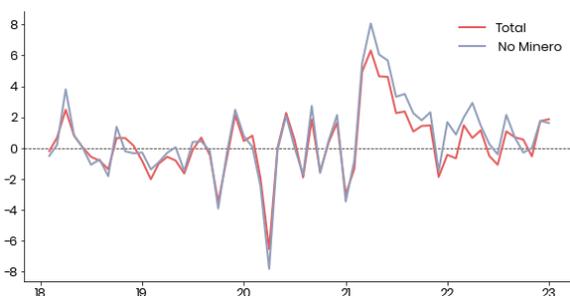
María José Castro D.
ECONOMISTA
maria.castrod@security.cl

En Chile, durante el cierre del año pasado y el comienzo de este, **la actividad económica mostró un desempeño mejor de lo esperado**, mostrándose resiliente ante las medidas monetarias y fiscales más estrictas. En particular, la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central proyectaba una caída anual del PIB del -2,7% para el último trimestre de 2022, pero el resultado final fue una disminución de -1,6%. Asimismo, se anticipaba una reducción anual del -1,5% para el Imacec de enero, pero finalmente este indicador mostró un aumento del 0,4% (gráfico 1). **La mejor respuesta que ha mostrado la actividad ante los vientos en contra que ha enfrentado, especialmente en los sectores más ligados al consumo como el comercio y los servicios, sugiere que los ajustes adicionales en el corto plazo serán más suaves.**

Además, estas sorpresas positivas en la actividad han venido acompañadas de **un mayor impulso externo que alimentan mejores expectativas para el segundo semestre del año** en la mayoría de los sectores. En efecto, desde el último trimestre del año pasado, las condiciones financieras externas que enfrenta Chile se han vuelto menos restrictivas. Por ejemplo, el dólar a nivel global se debilitó 10% desde septiembre a enero de este año. Ello, porque en el mercado se fue internalizando la visión respecto a que la inflación se moderaría en EE.UU -respaldado por cifras efectivas de IPC más bajas- lo que llevaría a la Fed a finalizar el proceso de ajuste monetario. Adicionalmente, el escenario externo más favorable, ha permitido que los términos de intercambio también recuperen, principalmente por el alza del precio del cobre, y se prevé que este año suban en promedio con respecto a 2022 en vez de un leve ajuste a la baja que esperábamos anteriormente (gráfico 2).

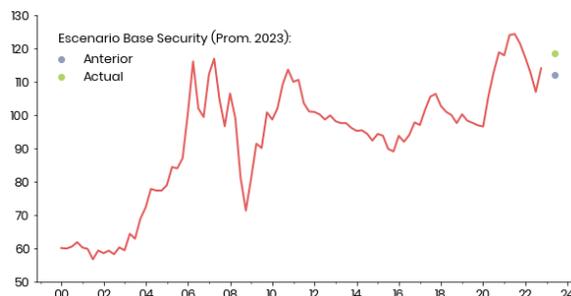
En resumen, debido a las caídas más leves en la primera parte del año y una recuperación más intensa en la segunda mitad del año hemos revisado nuestra proyección de crecimiento para el PIB 2023 a 0%.

GRÁFICO 1: SORPRESAS IMACEC CHILE
(a/a, pp.)



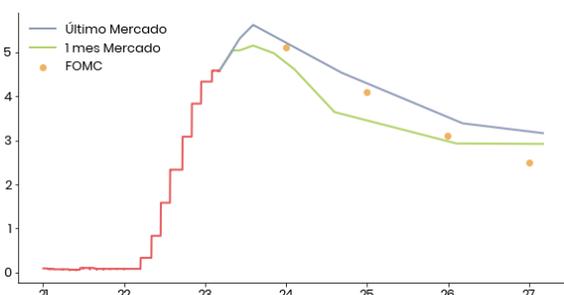
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO CHILE
(Índice, Prom. 2018=100)



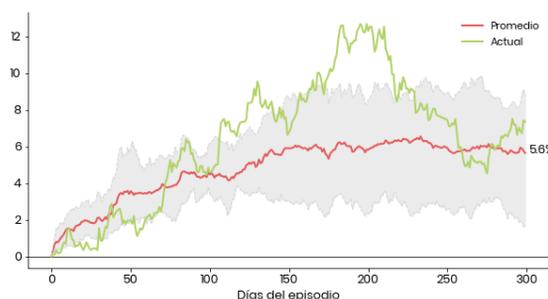
En el último mes **en EE.UU., la fortaleza del mercado laboral y otras señales respecto a que la moderación de la inflación podría demorarse más tiempo que el previsto**, han llevado al mercado a internalizar una TPM que llega más arriba (5,5%-6%), y por más tiempo (gráfico 3). Por lo mismo, el dólar detuvo la tendencia a la depreciación, e incluso se fortaleció en el margen (gráfico 4). En este contexto, **si la inflación en EE.UU se modera durante los próximos meses como lo prevemos en nuestro escenario base**, la Fed moderará el tono de la política monetaria. Pero si las cifras siguen evidenciando un proceso más lento, la Fed seguiría subiendo las tasas y/o las mantendría altas por más tiempo.

GRÁFICO 3: TPM EE. UU
(Fed Funds, %)



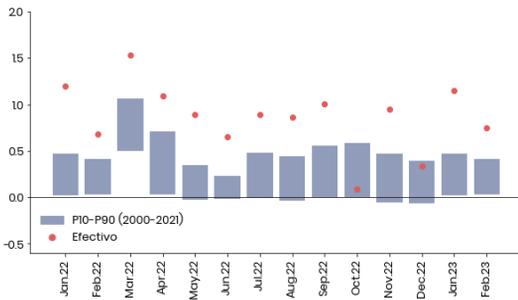
Fuente: Bloomberg, Fred y Estudios Security.

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



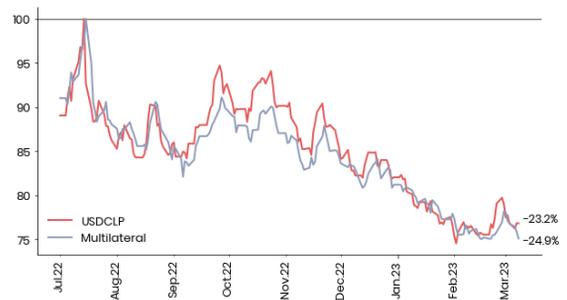
La situación en Chile es similar, ya que hace algunos meses se esperaba que al inicio de este año se observarían señales claras de convergencia de la inflación a la meta. Sin embargo, dicho proceso ha sido más lento de lo previsto, con la medida que excluye volátiles aun en la parte alta de su distribución histórica en febrero (gráfico 5). Esto se debe, en parte, por el mencionado mejor desempeño de la actividad económica, así también como respuesta a la inercia inflacionaria que ha sido más prolongada y profunda. Con todo, **continuamos previendo una normalización de la inflación con el correr de los meses**, de manera más marcada en el segundo semestre en ambos componentes -transable y no transable- debido a que los fundamentos apuntan en esa dirección. La apreciación del CLP versus los máximos del 2022 (gráfico 6) y la disminución de los precios externos, junto con una desaceleración en el crecimiento de los salarios, son los principales factores subyacentes. **Todo esto permitiría que la inflación anual cierre en 4,5% este año.**

GRÁFICO 5: IPC SIN VÓLATILES CHILE (m/m, %)



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

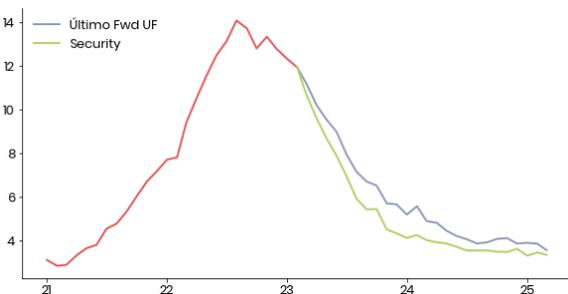
GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO CHILE (Índice, Jul. 2022=100)



Eso sí, **destacamos la elevada volatilidad de las cifras efectivas de IPC de los últimos meses, sobre todo en las medidas subyacentes.** Lo anterior dificulta el análisis para el corto plazo, y mantiene un escenario de riesgo de una nueva aceleración en la medida que excluye volátiles, especialmente en el componente de servicios. En este contexto, **se requiere un par de meses con cifras que consoliden el proceso de moderación de la inflación para observar el inicio de recortes en la TPM** por parte del Banco Central. Nuestro escenario base apunta en esa dirección, con IPCs por debajo de lo implícito en los precios de mercado en el corto plazo (gráfico 7), y con una tendencia inflacionaria que se iría acercando a niveles más coherentes con la meta.

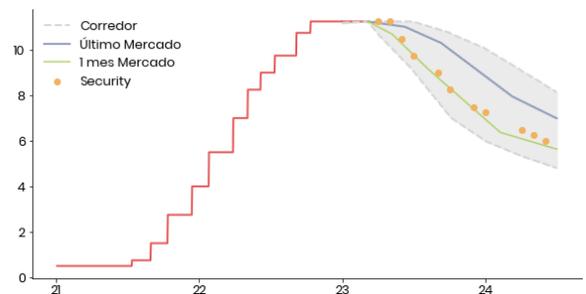
De materializarse nuestro escenario base, **el primer ajuste de la tasa de interés de referencia se daría en junio**, con un recorte de 75pb, para continuar con bajas de 150pb por trimestre, situando la TPM en 7,5% a diciembre de este año y en 4,5% a cierre del 2024. Por su parte, el mercado se ubica por sobre nuestra expectativa, con un primer recorte en julio y a una velocidad de reducciones más lenta (gráfico 8).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE (a/a, %)



Fuente: ICAP, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: TPM CHILE (%)



ANEXO ESTADÍSTICO

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 ^a
Indicadores Externos Relevantes							
Crecimiento Mundial PPP (%)	3.8	3.6	2.8	-3.1	6.0	3.2	2.8
Crecimiento Socios Comerciales (%)	3.6	3.5	2.9	-2.0	6.3	2.8	2.1
Cobre (US\$/Libra, fdp)	308	276	275	352	433	380	375
Petróleo WTI (US\$ p/b)	51	65	57	39	68	94	80
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	1.5	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	2.4	2.8	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0
Euro (fdp, US\$)	1.18	1.14	1.11	1.22	1.13	1.06	1.07
Yen (fdp,¥/US\$)	113	112	109	104	114	135	135
Indicadores de Actividad							
PIB (Var %)	1.4	4.0	0.8	-6.0	11.7	2.7	0.0
Gasto Interno (Var %)	2.9	5.0	1.0	-9.3	21.6	3.8	-0.2
Consumo Privado	3.6	3.8	0.7	-8.0	20.3	3.2	-0.2
Inversión en Capital Fijo	-3.3	6.5	4.7	-9.3	17.6	3.1	-2.4
Crecimiento Sectorial (%)							
Minería	-2.1	6.0	-3.7	2.3	-0.6	-3.3	-1.1
Industria	0.9	5.2	-1.4	-3.3	8.3	-2.8	-0.4
Electricidad, gas y agua	7.0	3.0	0.7	-1.7	1.1	4.2	-0.9
Construcción	-4.4	4.7	4.5	-12.1	13.6	-0.4	-1.9
Comercio, restaurantes y hoteles	2.9	3.6	-0.3	-10.5	24.1	0.0	-3.4
Servicios Financieros y Empresariales	-2.5	4.3	5.1	-1.6	9.1	3.4	-0.5
Mercado Laboral							
Tasa de Desempleo (prom %)	7.0	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	9.5
Crecimiento del Empleo (%)	2.4	2.2	2.1	-12.3	5.5	6.7	1.0
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	2.7	2.6	2.0	-8.9	3.4	5.6	2.8
Cuentas Externas							
Balanza Comercial (miles de millones US\$)	7.5	4.4	3.0	19.0	10.5	2.9	21.1
Exportaciones (miles de millones US\$)	68.9	74.8	68.8	74.1	94.7	97.5	99.7
Importaciones (miles de millones US\$)	61.4	70.4	65.8	55.1	84.1	94.6	78.6
Cuenta Corriente (miles de millones US\$)	-7.6	-13.3	-14.5	-4.3	-20.3	-28.4	-16.7
Cuenta Corriente (% del PIB)	-2.7	-4.3	-5.0	-1.6	-6.2	-9.3	-5.0
Finanzas Públicas							
Balance Gobierno (% del PIB)	-2.8	-1.7	-2.9	-7.3	-7.7	1.1	-3.0
Precios							
IPC dic-dic (%)	2.3	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	4.5
IPC sin Volátiles dic-dic (%)	2.1	2.3	2.5	3.3	5.2	10.6	4.7
Inflación Externa Relevante BCCh (prom, %)	3.9	2.3	-2.4	-1.0	9.2	4.3	1.7
Salarios Nominales (var prom,%)	5.7	4.5	4.7	3.7	5.6	9.6	7.2
Tasas de Interés							
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$)	2.5	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	7.5
BCU-2 base 365d (fdp, % en UF)	1.1	1.2	-0.5	-2.3	1.2	3.2	2.0
BCP-2 base 365d (fdp, % en \$)	3.5	3.7	2.0	0.5	5.7	7.0	5.1
BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.9	1.6	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.9
BCP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.6	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	6.3
Tipo de Cambio							
T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)	615	696	745	711	850	860	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.