

INFORME MACRO CHILE

Resumen

- En materia de actividad económica, prevemos para el segundo trimestre una reversión del buen desempeño del primero, para luego mostrar una leve recuperación en la segunda mitad del año. Esto resultaría en un crecimiento nulo para el PIB este año.
- Continuamos previendo una normalización de las presiones inflacionarias con el correr de los meses. En específico, esperamos que la inflación anual cierre en 4,5% este año y se ubique en torno a la meta de 3% a mediados del 2024.
- Estas cifras están en línea con las expectativas implícitas en los precios de mercado, las cuales se ajustaron hacia nuestro escenario en el mes reciente, con el último forward UF descontando una inflación de 4,7% a diciembre de este año, y la gran mayoría de las compensaciones inflacionarias prácticamente ancladas al 3%.
- En cuanto a la inflación sin volátiles, proyectamos que esta también continuará retrocediendo, aunque a un ritmo algo más lento que la inflación total, pero más rápido que el escenario proyectado en el IPoM de marzo.
- El BCCh iniciaría el proceso de normalización monetaria en julio, con recortes de 100pb por reunión, para llevar la TPM a 7,5% al cierre de año, y a 4,5% a diciembre de 2024.
- Esta visión contrasta con las expectativas de mercado, las cuales internalizan una TPM implícita bastante superior a la nuestra, 9% y 5,5% respectivamente.
- Vemos una caída en la parte corta de las curvas de rendimiento -tanto en pesos como en UF-, con un leve sesgo al alza en la parte larga de las mismas.

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

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

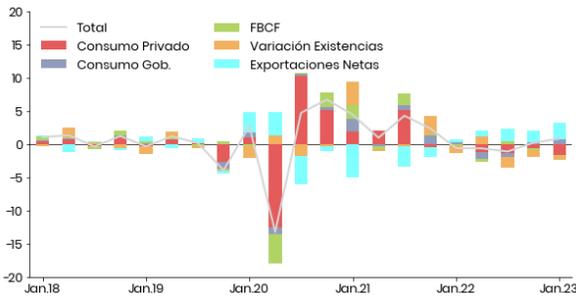
ACTIVIDAD REVERTIRÁ EL ALZA DEL IT23 EN LOS PRÓXIMOS MESES

Durante el primer trimestre, la actividad económica experimentó una fuerte aceleración, siendo uno de los principales factores detrás de este mejor resultado el aumento del impulso externo, reflejado -entre otras variables- en una mejora en los términos de intercambio. En efecto, el PIB creció un 0,8% con respecto al cuarto trimestre en términos desestacionalizados, impulsado principalmente por la fuerte expansión de las exportaciones netas (gráfico 1). Por su parte, el gasto interno continuó desacelerándose (-0,6% t/t desestacionalizado), debido a una caída significativa en el consumo privado (-2,5% t/t desestacionalizado) y también en la inversión (-0,9% t/t desestacionalizado).

Sin embargo, **las condiciones financieras externas se han deteriorado en lo más reciente**, como lo refleja el alza del dólar global, la caída en el precio de las materias primas, especialmente en el del cobre, lo cual ha resultado en una reversión del mencionado incremento de los términos de intercambio (gráfico 2). Lo anterior dejaría espacio **para una pérdida de dinamismo en la actividad**, en especial en el **sector externo**.

Adicionalmente, a nivel local **hay algunos factores que nos llevan a prever ajustes adicionales en la demanda interna**. En primer lugar, la elevada Tasa de Política Monetaria (TPM), que se ha mantenido en 11,25% desde octubre de 2022, combinada con la disminución de las expectativas de inflación a corto plazo, ha provocado un aumento en la tasa real ex-ante, que en la actualidad se ubica aproximadamente en un 7%, significativamente por encima de sus máximos históricos (gráfico 3). Por otro lado, el crédito se ha reducido en los últimos meses (gráfico 4), incluso en la cartera de consumo que previamente había mostrado mayor resiliencia, y esperamos que esta tendencia a la baja continúe en el corto plazo. Esto se debe a que los estándares de otorgamiento de crédito probablemente seguirán tornándose más restrictivos, en línea con el aumento en los niveles de morosidad y la mayor carga financiera que afrontan tanto los hogares como las empresas. Además, se suma el nuevo requerimiento de capital impuesto por parte del BCCh a los bancos comerciales.¹

GRÁFICO 1: COMPOSICIÓN PIB (DESESTACIONALIZADO, T/T, %)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (ÍNDICE, 2018=100)

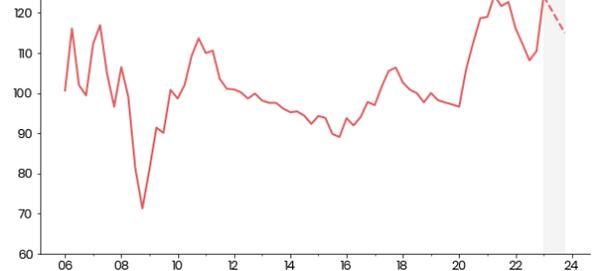
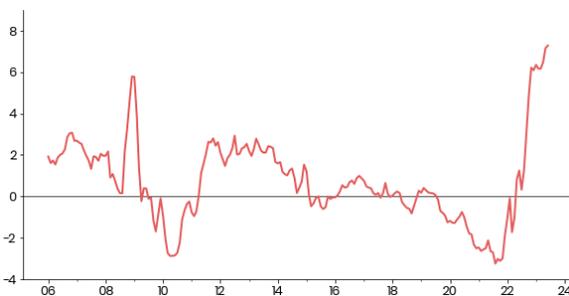


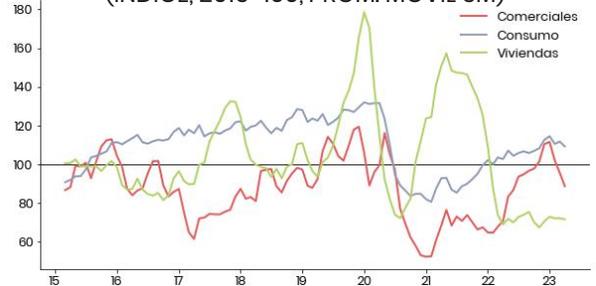
GRÁFICO 3: TPM REAL (EX ANTE %)



* Diferencia entre TPM nominal y compensación inflacionaria a 1 año

Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 4: FLUJO DE CRÉDITOS REALES (ÍNDICE, 2015=100, PROM. MÓVIL 3M)

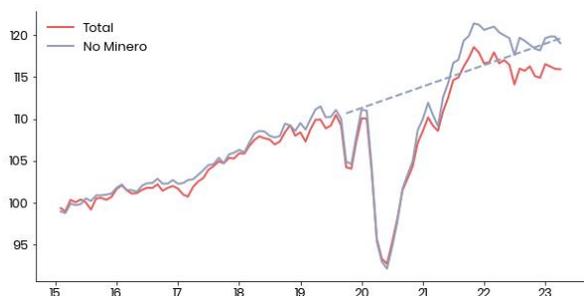


¹Revisar detalle adicional en recuadro I

De esta manera, proyectamos que **la actividad revertiría el alza del primer trimestre durante el segundo cuarto del año**, contrayéndose los próximos meses, tal como lo empiezan a confirmar las cifras del Imacec de abril, que muestran en el margen ajustes a la baja en la mayoría de los sectores, exceptuando minería. De hecho, el Imacec no minero registró una disminución mensual por primera vez en el año (-0,7% m/m desestacionalizado), situándose bajo su tendencia previa a octubre de 2019 y a la pandemia (gráfico 5).

Y, para el segundo semestre, esperamos que la actividad muestre una leve recuperación, coherente con un crecimiento nulo para este año, ligeramente por encima del consenso de mayo (gráfico 6).

GRÁFICO 5: IMACEC
(ÍNDICE, 2015=100, DESESTACIONALIZAD)



Fuente: BCCh, FocusEconomics y Estudios Security.

GRÁFICO 6: CONSENSO CRECIMIENTO PIB 2023
(MEDIANA, %)

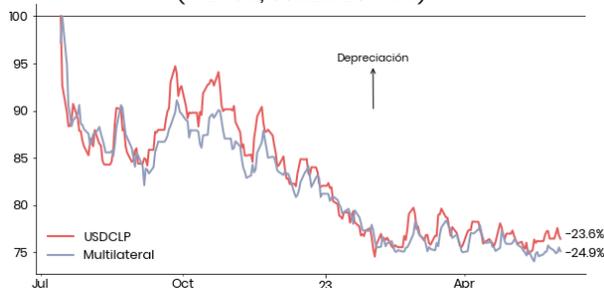


INFLACIÓN CONTINUARÁ REDUCIÉNDOSE, ALCANZANDO UN 4,5% A CIERRE DE ESTE AÑO

En relación a la inflación, si bien es cierto que el proceso de moderación ha sido algo más lento que lo previsto hace algunos meses, especialmente en las diferentes medidas subyacentes que aún presentan una persistencia elevada, **existen diversas señales que indican que este proceso continuará en los próximos trimestres**.

Desde el lado de los precios de los **productos transables**, que han sido los principales impulsores de la moderación inflacionaria hasta el momento, las presiones han continuado cediendo. Los precios externos continúan su tendencia negativa, con un tipo de cambio que se ha apreciado más de un 20% desde hace aproximadamente un año (gráfico 7), sumado a que el ratio inventario-venta se ha mantenido muy por encima de sus niveles históricos (gráfico 8). Todo esto permitirá que el **proceso de normalización inflacionaria en este grupo siga en curso**. En cuanto a la **inflación no transable**, que incluye principalmente servicios indexados a la inflación pasada, **anticipamos que comenzará a moderarse de manera sostenida** debido a la disipación de los efectos indexatorios, ante la caída de la inflación total, y considerando que el impacto de la inflación pasada tiende a 0 tras un año (gráfico 9). Además, el mencionado ajuste del gasto interno, especialmente en el consumo privado, y el debilitamiento del mercado laboral, también ayudarán a su disminución. No obstante, la mayor inercia de este componente hará que su proceso de convergencia sea algo más gradual (gráfico 10).

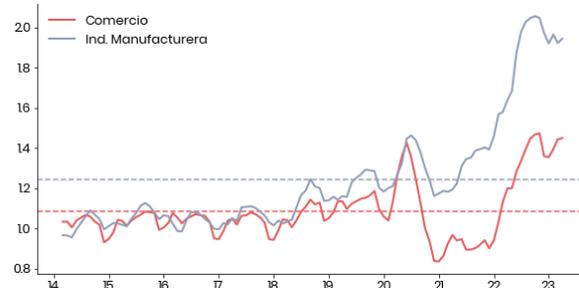
GRÁFICO 7: TIPO DE CAMBIO
(ÍNDICE, JUL.2023=100)



* Variación desde peak en Julio 2022

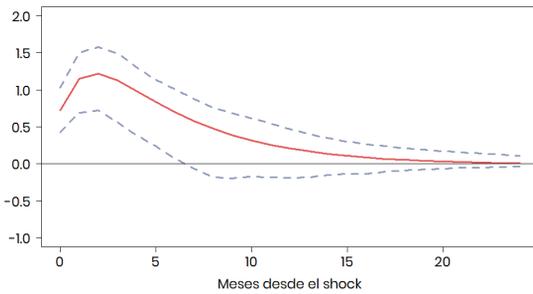
Fuente: BCCh, INE y Estudios Security.

GRÁFICO 8: RATIO INVENTARIO-VENTAS (%)



* Líneas punteadas representan promedios históricos

GRÁFICO 9: IMPACTO REZAGADO IPC NO TRANSABLE A SHOCK IPC TOTAL (A/A, %)

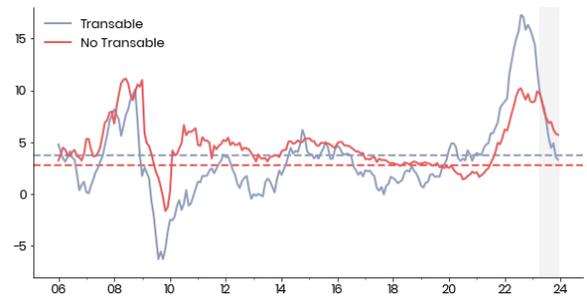


*Shock corresponde a 0.5 pp en el IPC total.

*Líneas punteadas azules representan límites intervalo de confianza al 95%.

Fuente: BCCh, INE y Estudios Security.

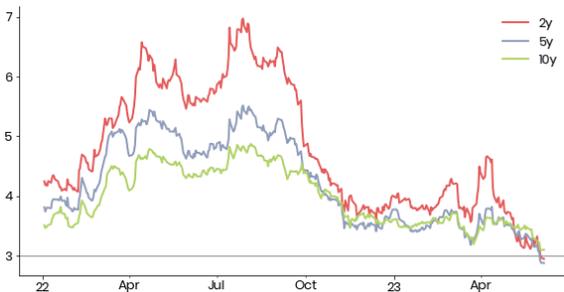
GRÁFICO 10: IPC COMPONENTES (A/A, %)



* Líneas punteadas representan promedios históricos

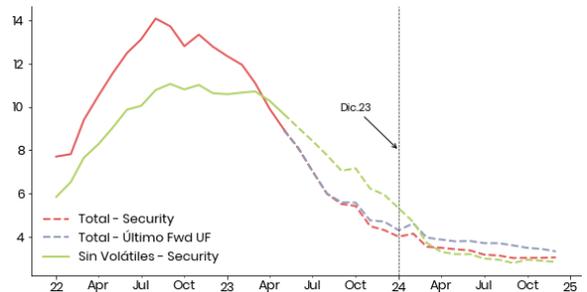
Todo esto permitiría que la inflación anual cierre en 4,5% este año y se ubique en torno a la meta de 3% a mediados del 2024. Estas cifras están en línea con las expectativas implícitas en los precios de mercado, las cuales se ajustaron hacia nuestro escenario en el mes reciente, con el último forward UF descontando una inflación de 4,7% a diciembre de este año, y la gran mayoría de las compensaciones inflacionarias prácticamente ancladas al 3%. En cuanto a la **inflación sin volátiles, nuestra proyección apunta a que se sitúe alrededor del 5,9% al finalizar el año, lo cual representa más de un punto porcentual menos en comparación con la proyección del BCCh en el IPoM de marzo** (gráfico 11 y 12).

GRÁFICO 11: COMPENSACIONES INFLACIONARIAS (BTP, %)



Fuente: RiskAmerica, ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 12 EXPECTATIVAS IPC (A/A, %)

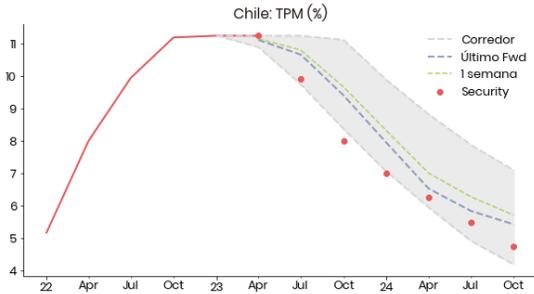


RELAJAMIENTO MONETARIO COMENZARÁ EN JULIO, SEGUIDO DE UNA TRAYECTORIA SIMILAR A LA PARTE BAJA DEL CORREDOR

En política monetaria, la materialización de la convergencia de la inflación subyacente más rápida de lo anticipado por el BCCh, que debiese comenzar a visualizarse desde mayo, creemos abrirá la puerta en julio para el inicio de relajamiento monetario, con bajas de 100pb por reunión, para llevar la tasa de interés de referencia a 7,5% a fin de año y a 4,5% al cierre de 2024. **Esta visión contrasta con las expectativas de mercado**, las cuales, a pesar de haberse ajustado a la baja en los últimos días, aún mantienen una TPM implícita bastante superior a la nuestra. En concreto, descuentan una tasa cercana a 9% para diciembre de este año y alrededor del 5,5% al cierre de 2024 (gráfico 13).

En este contexto, anticipamos que la parte corta de las curvas de rendimiento, tanto en términos nominales como en UF, tiene margen para caer más que lo implícito en el mercado, mientras que la parte larga podría mostrar aumentos, aunque de forma contenida (gráfico 13 y 14). **Estas perspectivas refuerzan la idea de mantener duraciones cortas en una cartera de renta fija local, sin preferencia entre monedas** (pesos/UF).

GRÁFICO 13: EXPECTATIVA TPM (%)



*Series en promedio trimestral

Fuente: RiskAmerica, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 14: CURVA NOMINAL (BTP, %)

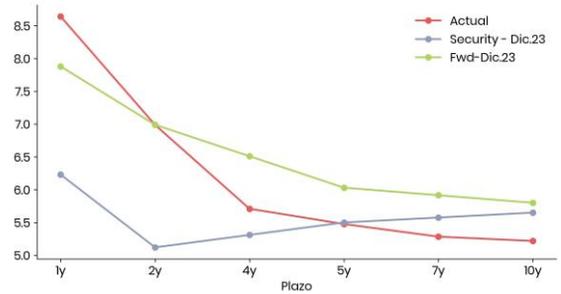
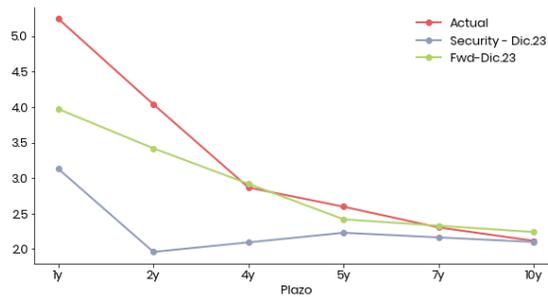


GRÁFICO 15: CURVA REAL (BTU, %)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security

Recuadro I

La encuesta de créditos bancarios de marzo de 2023 realizada por el BCCh revela que los estándares de otorgamiento de crédito siguieron restringiéndose, ya que un número significativo de bancos informó condiciones más exigentes en las carteras de consumo y comerciales. En la próxima encuesta, anticipamos una mayor restricción en estas condiciones, ya que los datos de morosidad publicados por la CMF continúan alcanzando nuevos máximos desde que se tiene registro. En este contexto, nuestras estimaciones sugieren que el impacto en la actividad, por la vía de menores préstamos, es de alrededor de 0,15-0,2 pp. por cada incremento de 20 puntos en las condiciones crediticias, lo que implicaría hasta el momento una reducción de aproximadamente medio punto porcentual en el crecimiento del PIB.

GRÁFICO 15: CONDICIONES CRÉDITO Y MOROSIDAD

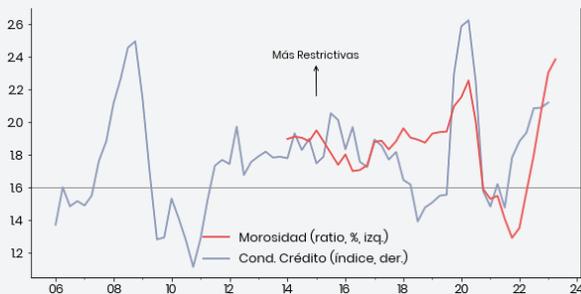
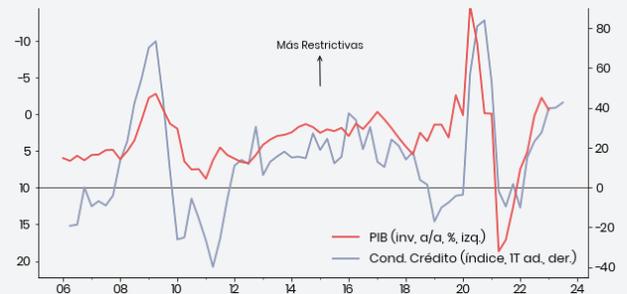


GRÁFICO 16: CONDICIONES CRÉDITO Y PIB



* Condición crédito de la encuesta del BCCh corresponde al promedio del porcentaje neto de bancos que endurece los criterios para préstamos de consumo y comerciales.

Fuente: BCCh, CMF y Estudios Security.

ANEXO ESTADÍSTICO

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 ^e	2024 ^e
Indicadores Externos Relevantes								
Crecimiento Mundial PPP (%)	3.8	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.4	2.7	2.6
Crecimiento Socios Comerciales (%)	3.6	3.5	2.9	-2.0	6.3	2.8	2.5	2.3
Cobre (US\$/Libra, fdp)	308	276	275	352	433	380	375	385
Petróleo WTI (US\$ p/b)	51	65	57	39	68	94	76	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	1.09	1.10
Yen (fdp,¥/US\$)	113	112	109	104	114	135	133	130
Indicadores de Actividad								
PIB (Var %)	1.4	4.0	0.7	-6.1	11.7	2.4	0.0	1.5
Gasto Interno (Var %)	2.9	5.0	1.0	-9.4	21.7	2.3	-4.1	2.2
Consumo Privado	3.6	3.8	0.7	-7.4	20.8	2.9	-4.9	1.5
Inversión en Capital Fijo	-3.3	6.5	4.5	-10.8	15.7	2.8	-2.6	3.5
Crecimiento Sectorial (%)								
Minería	-2.1	6.0	-3.7	0.7	-1.6	-4.1	-1.4	0.0
Industria	0.9	5.2	-1.5	-2.3	8.1	-2.5	-1.5	2.5
Electricidad, gas y agua	7.0	3.0	0.7	-0.3	2.5	9.9	2.9	1.5
Construcción	-4.4	4.7	4.5	-11.6	9.3	0.6	0.2	-1.0
Comercio, restaurantes y hoteles	2.9	3.6	-0.3	-10.6	23.6	-0.9	-0.7	2.5
Servicios Financieros y Empresariales	-2.5	4.3	4.9	-1.7	10.0	3.7	2.0	1.5
Mercado Laboral								
Tasa de Desempleo (prom %)	7.0	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	9.5	10.0
Crecimiento del Empleo (%)	2.4	2.2	2.1	-12.3	5.5	6.7	1.0	1.0
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	2.7	2.6	2.0	-8.9	3.4	5.6	2.8	1.6
Cuentas Externas								
Balanza Comercial (miles de millones US\$)	7.5	4.4	3.0	18.9	10.5	3.8	21.7	21.6
Exportaciones (miles de millones US\$)	68.9	74.8	68.8	74.0	94.8	98.5	99.6	104.6
Importaciones (miles de millones US\$)	61.4	70.4	65.8	55.1	84.3	94.7	77.9	83.0
Cuenta Corriente (miles de millones US\$)	-7.6	-13.3	-14.5	-5.0	-23.2	-27.1	-10.0	-10.0
Cuenta Corriente (% del PIB)	-2.7	-4.3	-5.0	-1.9	-7.1	-9.0	-2.9	-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	5.9	3.0
Inflación Externa Relevante BCCh (prom, %)	3.9	2.3	-2.4	-1.0	9.2	4.3	0.4	2.5
Salarios Nominales (var prom,%)	5.7	4.5	4.7	3.7	5.6	9.6	8.2	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	2.3	2.6
BCP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.6	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	5.7	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 V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

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

Josefina Koljatic S.
Analista de Inversiones
josefina.koljatic@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 R.
Analista de Inversiones
felipe.molinar@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.
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.