

## INFORME MACRO CHILE

César Guzmán B.  
GERENTE MACROECONOMÍA  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

### Resumen

- En materia de actividad económica, prevemos cierta estabilidad en el nivel durante el segundo semestre, que llevaría a un crecimiento nulo para el PIB este año.
- Respecto a la inflación, el proceso de normalización se ha materializado, lo que llevaría a una moderación adicional de la variación anual del IPC. Así, esperamos que la inflación anual cierre cerca de 4% este año y se ubique en torno a la meta de 3% en la primera mitad de 2024.
- Estas cifras están en línea con las expectativas implícitas en los precios de mercado, con el último forward UF descontando una inflación de 4,2% 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 junio.
- El BCCh inició el proceso de normalización monetaria en julio, con un recorte de 100pb, y prevemos que seguiría con ajustes de igual magnitud en la reunión de septiembre, para llevar la TPM a 7,5% al cierre de año, y a 4,5% a diciembre de 2024.
- Esta visión coincide con las expectativas de mercado, por lo que mantenemos un sesgo neutral en las tasas de corto plazo, es decir, sin preferencias entre monedas (pesos/UF). Respecto a la parte más larga, creemos que las compensaciones inflacionarias bajo 3% son una oportunidad para sobreponderar las tasas en UF.

## ACTIVIDAD SE MANTENDRÍA PRÁCTICAMENTE ESTANCADA EN LA SEGUNDA MITAD DEL AÑO

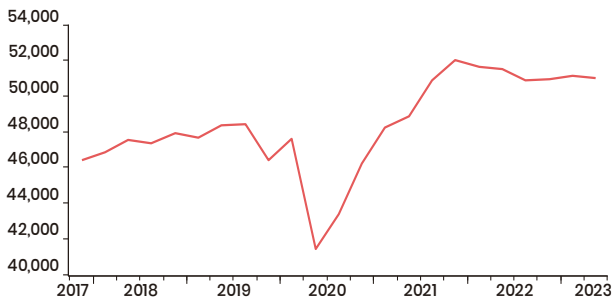
En el segundo trimestre la actividad económica tuvo una caída de -0,3% con respecto al primer trimestre (-1,1% interanual), revirtiendo el alza del primer cuarto (gráfico 1). Lo anterior estaba dentro de lo esperado por nosotros debido a la reversión del impulso externo que hubo en el último trimestre de 2022, que habría explicado el sorpresivo incremento del primer trimestre. Con todo, más allá de las cifras trimestrales -que pese a ser desestacionalizadas igual tienen una elevada volatilidad- nuestras proyecciones apuntan a una economía que se mantendría prácticamente estancada en el segundo semestre.

Ello por cuanto no vemos factores que la puedan impulsar. Por un lado, el frente externo está siendo menos favorable en los últimos meses, que llevaría a una caída en los términos de intercambio (gráfico 2), a lo que se suma el aumento en el costo de financiamiento externo (gráfico 3) y la fortaleza del dólar a nivel global en el margen (gráfico 4).

Por su parte, las condiciones financieras locales siguen siendo restrictivas, y si bien eso comenzaría a cambiar con el inicio del proceso de normalización monetaria, los efectos en la actividad tienen rezagos y se darían recién a partir de 2024. En efecto, la elevada Tasa de Política Monetaria (TPM) 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 en 6,7% (gráfico 5), significativamente por encima de sus máximos históricos.

Por otro lado, el crédito se ha reducido en los últimos meses, más marcadamente en la cartera comercial, pero también en la de consumo (gráfico 6), y esperamos que esta tendencia a la baja continúe en el corto plazo. Esto se debe a que los estándares de otorgamiento de crédito se han tornado 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.

GRÁFICO 1: PIB  
(NIVEL DESESTACIONALIZADO)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

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

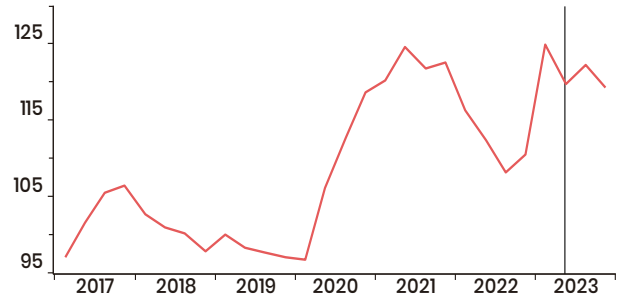
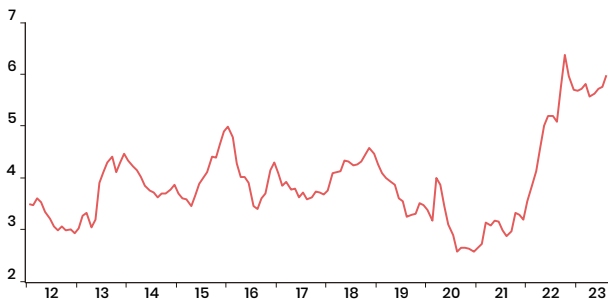


GRÁFICO 3: COSTO FINANCIAMIENTO  
(BT10 + EMBI CHILE, %)

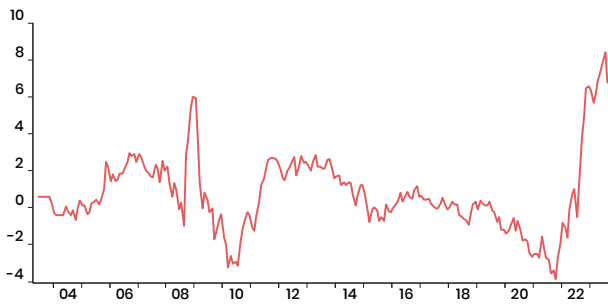


Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 4: DÓLAR A NIVEL GLOBAL  
(Índice DXY)

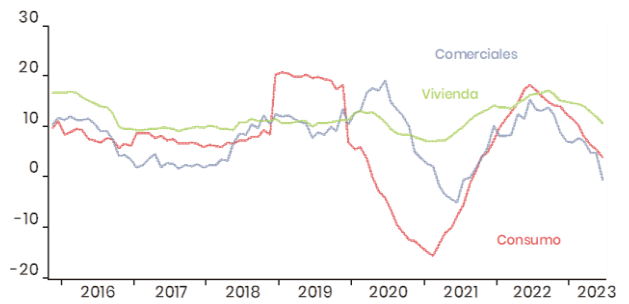


GRÁFICO 5: TPM REAL EX ANTE\* (%)



\* Diferencia entre TPM nominal y compensación inflacionaria a 1 año  
Fuente: BCCh, CMF y Estudios Security.

GRÁFICO 6: COLOCACIONES NOMINALES (var % interanual)



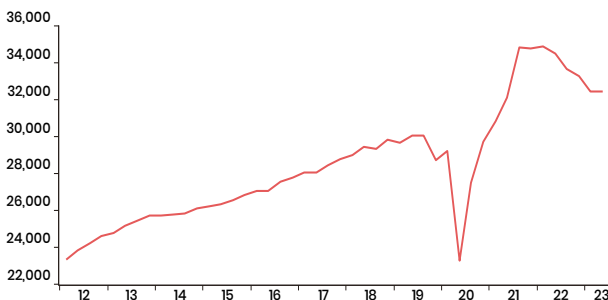
En este contexto, el consumo privado –que fue el componente que más subió por los estímulos, pero también el que más se ha ajustado– se mantendría muy contenido e incluso no es descartable un ajuste a la baja adicional (gráfico 7). Lo anterior, en un contexto de un mercado laboral que se ha debilitado, aunque todavía de manera muy gradual, pero que seguiría moderándose y con ello manteniendo perspectivas acotadas.

En tanto, la inversión si bien mostró un sorpresivo aumento de 1,4% en el segundo trimestre en cifras desestacionalizadas (1,6% interanual), vino a revertir dos trimestres consecutivos de contracción (gráfico 8). Mirado en perspectiva, la formación bruta de capital fijo está al mismo nivel desde mediados de 2021. Hacia adelante, las variadas reformas que continúan discutiéndose en el ámbito político (tributaria, isapres, previsional, constitucional) mantendrían el nivel de incertidumbre mayor a lo habitual, lo que nos lleva a seguir previendo una inversión muy contenida, con la tasa de inversión por debajo del promedio 2008–2022.

En el corto plazo, proyectamos que el Imacec habría crecido 1,7% interanual en julio, debido a que en julio de 2022 el nivel de actividad tuvo una caída, especialmente en los servicios. Lo anterior es consistente con un alza de 0,2% en términos mensuales desestacionalizados.

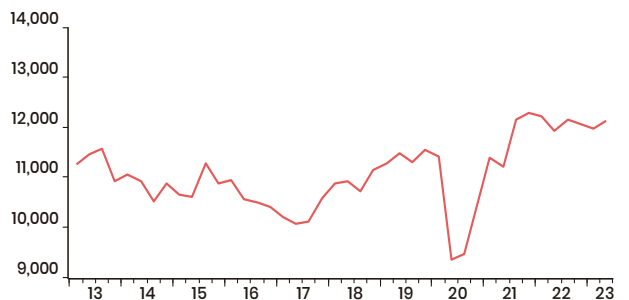
En definitiva, seguimos previendo un PIB que no mostraría variación con respecto a 2022, mientras que para 2024 prevemos un alza de 1,5%, por debajo del potencial, y por debajo del consenso de mercado que hoy se ubica en 2%.

GRÁFICO 7: CONSUMO PRIVADO (Nivel desestacionalizado)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

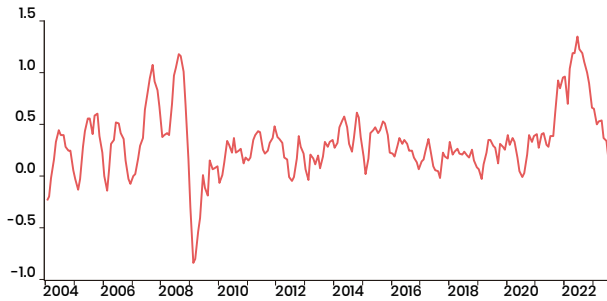
GRÁFICO 8: INVERSIÓN (nivel desestacionalizado)



## INFLACIÓN LLEGARÍA A LA META ANTES DE LO PREVISTO

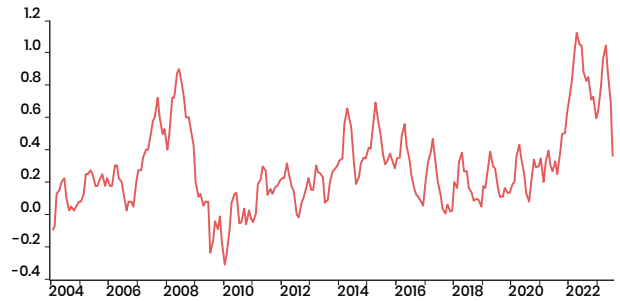
En los últimos meses se confirmó el proceso de normalización de la inflación. En efecto, el IPC promedió un alza mensual de 0,2% entre abril y julio, muy por debajo del 0,5% de los cuatro meses previos (gráfico 9). De esta forma, la variación anual del IPC pasó desde 11,1% en marzo a 6,5% en julio, y todo apunta a que llegará a la meta de 3% en la primera mitad de 2024, algo antes de lo previsto hace algunos meses.

GRÁFICO 9: IPC  
(promedio móvil 4 meses var mensual, %)



Fuente: INE y Estudios Security.

GRÁFICO 10: IPC SIN VOLÁTILES  
(promedio móvil 4 meses var mensual, %)

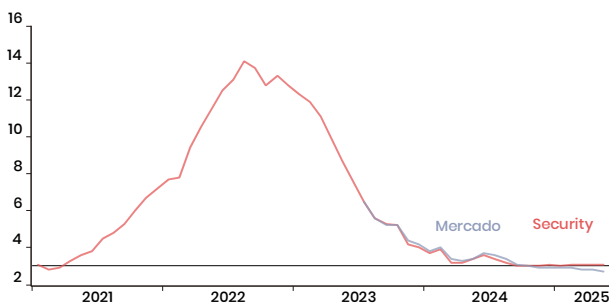


Como era esperable, la moderación del IPC fue liderada en una primera instancia por precios volátiles, aunque las diferentes medidas de inflación subyacente también se han moderado. De hecho, el IPC sin volátiles promedió 0,4% en los últimos cuatro meses, por debajo del 1% de los cuatro meses previos (gráfico 10).

Hacia adelante, el ajuste del consumo privado seguiría presionando a la baja el componente no transable de la inflación, mientras que los precios externos han continuado moderándose, lo que llevaría a una moderación adicional del segmento transable del IPC. En este contexto, la inflación cerraría cerca de 4% este año, convergiendo a la meta de 3% en la primera parte de 2024, nivel en el que se mantendría fluctuando hasta el cierre del año (gráfico 11).

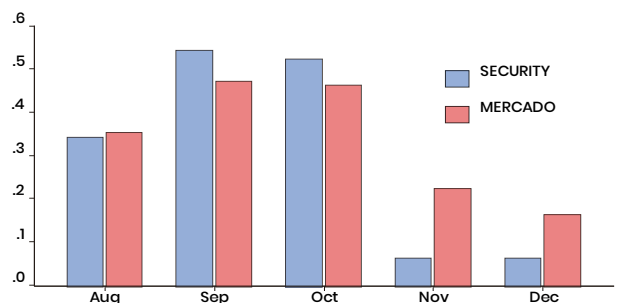
Con todo, un escenario de riesgo viene dado por el alza reciente del tipo de cambio, que de mantenerse sobre \$850 hasta fin de año podría agregar medio punto de inflación a la proyección de 3% de 2024. Por su parte, los factores climáticos que experimentó la zona centro sur del país podrían tener un efecto al alza de corto plazo en la inflación debido al aumento que tendrían algunos perecibles, aunque gran parte de eso está internalizado en las proyecciones tanto nuestras como del mercado (gráfico 12).

GRÁFICO 11: IPC EFECTIVO Y ESPERADO  
(var % interanual)



Fuente: RiskAmerica, ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 12: PROYECCIONES DE IPC  
(var % mensual)

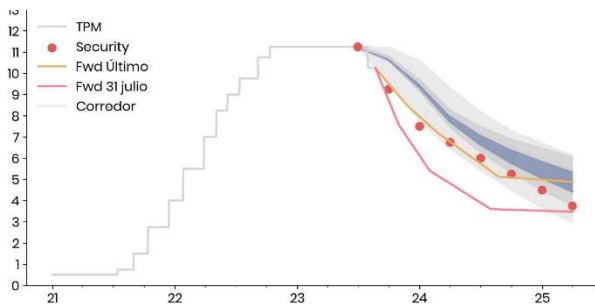


## RELAJAMIENTO MONETARIO SEGUIRÍA UNA TRAYECTORIA SIMILAR A LA PARTE BAJA DEL CORREDOR DE JUNIO

En política monetaria, la materialización de la convergencia de la inflación subyacente más rápida de lo anticipado por el Banco Central en junio, dio pie al inicio de relajamiento monetario, con una baja de 100pb en julio, el que continuaría con ajustes de igual magnitud en las reuniones de septiembre y octubre, para luego moderarse a 75pb en diciembre, para llevar la tasa de interés de referencia a 7,5% a fin de año y a 4,5% al cierre de 2024 (gráfico 13). Esta visión es consistente con el piso del corredor del TPM del IPoM de junio, que dicho sea de paso, prevemos sería el centro del corredor del próximo IPoM. Cabe destacar que una vez iniciado el relajamiento monetario por parte del Banco Central, los precios de mercado internalizaron una trayectoria para la TPM por debajo del piso del corredor, pero que rápidamente se corrigió y se acopló al piso.

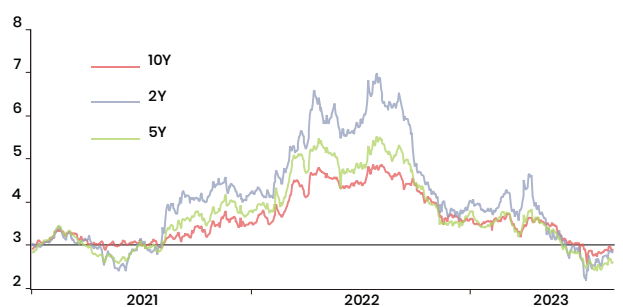
En cuanto a las recomendaciones para una cartera de renta fija local, al no tener diferencias con el mercado en la trayectoria prevista para la TPM ni en las expectativas de inflación a corto plazo, mantenemos un sesgo neutral en las tasas de corto plazo, es decir, sin preferencias entre monedas (pesos/UF). Respecto a la parte más larga, creemos que las compensaciones inflacionarias bajo 3% son una oportunidad para sobreponderar las tasas en UF.

GRÁFICO 13: TPM EFECTIVA Y ESPERADA (%)



Fuente: Banco Central, Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 14: COMPENSACIONES INFLACIONARIAS (BTP, %)



**ANEXO ESTADÍSTICO**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 <sup>e</sup>	2024 <sup>e</sup>
<b>Indicadores Externos Relevantes</b>							
Crecimiento Mundial PPP (%)	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.4	2.9	2.7
Crecimiento Socios Comerciales (%)	3.5	2.9	-2.0	6.3	2.8	2.5	2.3
Cobre (US\$/Libra, fdp)	276	275	352	433	380	370	375
Petróleo WTI (US\$ p/b)	65	57	39	68	94	77	82
Términos de Intercambio (2018=100)	100.0	98.2	108.2	121.0	111.7	122.5	123.1
Términos de Intercambio (var %)	-2.6	-1.8	10.1	11.9	-7.7	9.6	0.5
Tasa de Fondos Federales (fdp, %)	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	4.5
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	2.8	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0	3.7
TIPS EE.UU 10 años (fdp, %)	1.0	0.1	-1.0	-1.0	1.4	1.8	1.5
Riesgo Soberano Latam, EMBI (fdp, %)	568	357	395	410	493	470	460
Riesgo Corporativo Latam, CEMBI (fdp, %)	401	341	351	359	422	380	360
Euro (fdp, US\$)	1.14	1.11	1.22	1.13	1.06	1.11	1.12
Yen (fdp, ¥/US\$)	112	109	104	114	135	135	132
<b>Indicadores de Actividad</b>							
PIB (Var %)	4.0	0.7	-6.1	11.7	2.4	0.0	1.5
PIB No Minero (Var %)	3.8	1.2	-6.8	13.1	3.0	0.5	1.6
Gasto Interno (Var %)	5.0	1.0	-9.4	21.7	2.3	-4.3	1.8
Consumo Privado	3.8	0.7	-7.4	20.8	2.9	-5.1	1.5
Inversión en Capital Fijo	6.5	4.5	-10.8	15.7	2.8	-0.5	3.5
<b>Crecimiento Sectorial (%)</b>							
Minería	6.0	-3.7	0.7	-1.6	-4.1	0.1	1.1
Industria	5.2	-1.5	-2.3	8.1	-2.5	-1.0	1.4
Electricidad, gas y agua	3.0	0.7	-0.3	2.5	9.9	5.7	1.0
Construcción	4.7	4.5	-11.6	9.3	0.6	-0.2	-1.5
Comercio, restaurantes y hoteles	3.6	-0.3	-10.6	23.6	-0.9	-3.6	-0.4
Servicios Financieros y Empresariales	4.3	4.9	-1.7	10.0	3.7	1.1	1.4
<b>Mercado Laboral</b>							
Tasa de Desempleo (prom %)	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	8.9	9.4
Crecimiento del Empleo (%)	2.2	2.1	-12.3	5.5	6.7	2.3	1.0
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	2.6	2.0	-8.9	3.4	5.6	3.4	1.6
<b>Precios</b>							
IPC dic-dic (%)	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	4.0	3.0
IPC sin Volátiles dic-dic (%)	2.3	2.6	3.3	5.2	10.7	5.5	3.0
<b>Tasas de Interés</b>							
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp, %, en \$)	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	7.5	4.5
BCU-2 base 365d (fdp, % en UF)	1.2	-0.5	-2.3	0.7	3.2	2.3	0.9
BCP-2 base 365d (fdp, % en \$)	3.7	2.0	0.5	5.7	7.0	5.5	4.0
BCU-5 base 365d (fdp, % en UF)	1.3	0.1	-1.0	2.0	1.9	2.3	2.2
BCP-5 base 365d (fdp, % en \$)	4.1	2.9	1.6	5.6	5.5	5.5	5.5
BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.3	2.7
BCP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	5.7	6.1
<b>Tipo de Cambio</b>							
T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)	696	745	711	850	860	825	825

# 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 V.**  
Economista Senior  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

**Marcela Calisto H.**  
Economista  
[marcela.calisto@security.cl](mailto:marcela.calisto@security.cl)

**Josefina Koljatic S.**  
Analista de Inversiones  
[josefina.koljatic@security.cl](mailto:josefina.koljatic@security.cl)

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

**Nicolás Libuy I.**  
Subgerente Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

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

**Felipe Molina R.**  
Analista de Inversiones  
[felipe.molinar@security.cl](mailto:felipe.molinar@security.cl)

**Juan Ignacio Vicencio F.**  
Analista de Inversiones  
[juan.vicencio@security.cl](mailto:juan.vicencio@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.