

INFORME MACRO: TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO

Resumen

- La economía de EE.UU. ha mostrado una sorpresiva resiliencia durante 2023, lo que ha llevado al alza las tasas de interés en ese país y en el resto del mundo.
- El nivel que alcanzaron las tasas de interés en octubre parecía excesivo, con tasas de convergencia que se ubicaban entre 100 y 150 puntos por sobre los niveles considerados neutrales.
- Seguimos previendo una moderación de la actividad económica, que a su vez lleve la inflación a la meta de 2%.
- No se requerirían más ajustes al alza en la tasa de fondos federales. Es más, los próximos movimientos serían a la baja partiendo desde mediados del próximo año, lo que se ha ido internalizando en el mercado.
- Prevemos una baja adicional en las tasas de interés, considerando que la tasa de convergencia para la tasa de fondos federales es de 3,8%, todavía muy por sobre el 2,5%-3% neutral.
- Un panorama similar al de las tasas de interés se ha observado en el mercado cambiario.
- El dólar global mostró un fortalecimiento significativo en la medida que se fue internalizando una política monetaria restrictiva por más tiempo.
- Hacia adelante, nuestra visión respecto a la política monetaria en EE.UU. es consistente con un dólar que se debilita a nivel global, lo que llevaría a una apreciación del peso hasta \$830 hacia fines de 2024.
- A pesar de la depreciación del peso, la inflación se ha seguido moderando mientras que la inflación subyacente se ha moderado a un ritmo mucho más rápido que lo previsto por el Banco Central.
- Dado lo anterior el Banco Central retomaría ajustes más agresivos de la TPM, con un recorte de 100pp en diciembre, llevando la TPM a 4,5% hacia fin de año, cerca de su valor neutral.

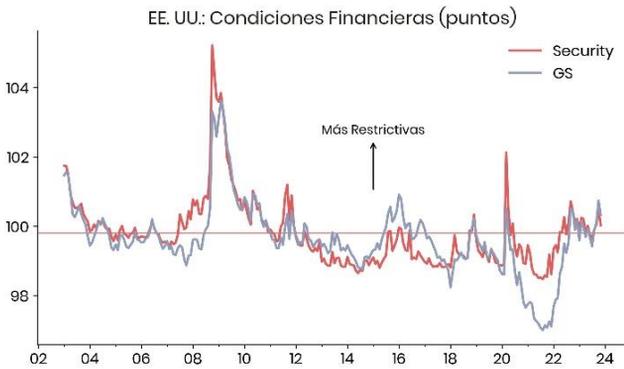
César Guzmán B.
GERENTE MACROECONOMÍA
cesar.guzman@security.cl

Marcela Calisto H.
ECONOMISTA
marcela.calisto@security.cl

Tipo de Cambio y Tasas de Interés: Desarrollos Recientes y Perspectivas

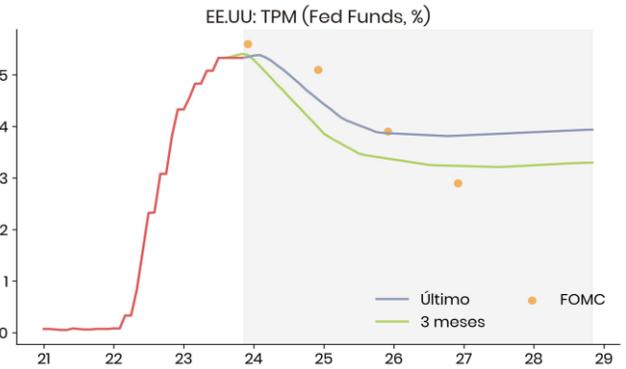
Si bien a fines del año pasado los indicadores líderes (curva de rendimiento invertida, bolsas, condiciones financieras restrictivas (gráfico 1), etc) anticipaban una recesión de la economía de EE.UU. a partir del primer cuarto de este año, lo cierto es que durante 2023 la actividad económica de EE.UU. ha mostrado una fortaleza muy superior a lo que se preveía. Una de las principales consecuencias de esta resiliencia es que desde mediados de año **se volvió a internalizar en el mercado el riesgo de una inflación mayor o más permanente, y que requeriría una política monetaria restrictiva por más tiempo** (gráfico 2).

GRÁFICO 1



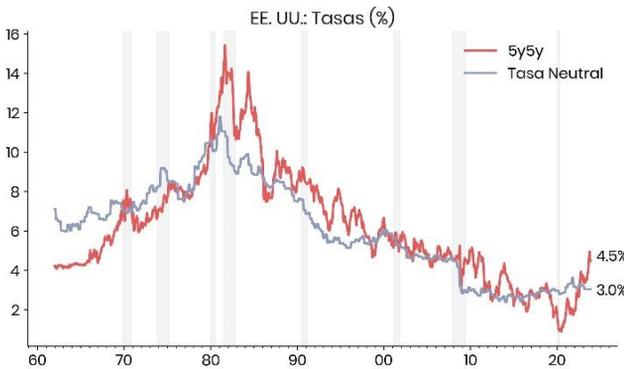
Fuente: BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 2



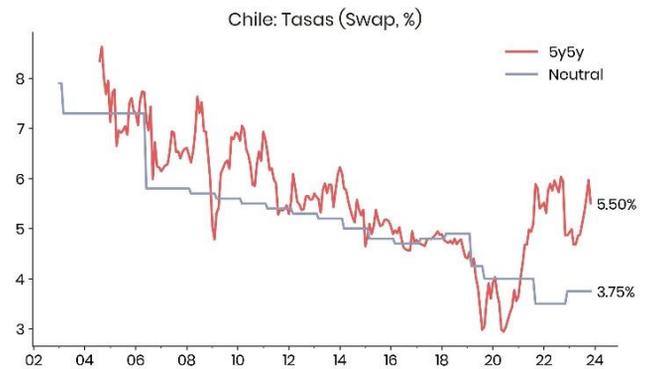
En este contexto, las tasas de interés en EE.UU. tanto de corto como de largo plazo mostraron una tendencia al alza, empujando a las tasas de interés del resto del mundo, incluido las tasas en Chile. Pero en octubre, **este incremento parecía excesivo, con tasas de convergencia que se ubicaban entre 100 y 150 puntos por sobre los niveles considerados neutrales** (gráficos 3 y 4).

GRÁFICO 3



Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 4



Hacia adelante, **nuestras proyecciones siguen apuntando a una desaceleración de la actividad económica en EE.UU. ante condiciones financieras que han seguido siendo restrictivas, la caída en el crédito, en los indicadores líderes**, etc. lo anterior llevaría a una moderación de la inflación hacia la meta de 2% (la baja reciente en el precio del petróleo sería un factor que impulsaría hacia allá en el corto plazo), por lo que no se requerirían más ajustes al alza en la tasa de fondos federales. Es más, **los próximos movimientos serían a la baja** partiendo desde mediados del próximo año, escenario que se ha ido internalizando en los precios de mercado, con caídas de las tasas de interés en el margen.

Por su parte, las expectativas de inflación se estabilizaron en torno a los niveles consistente con la meta, por lo que todo el movimiento de las tasas nominales ha sido acompañado en magnitud similar en las tasas reales.

En este contexto, es que **seguimos previendo una baja adicional en las tasas de interés**, las que si bien han corregido algo en el margen, todavía tienen espacio para seguir disminuyendo, considerando que la tasa de convergencia implícita en el mercado para la tasa de fondos federales es de 3,8%, todavía muy por sobre el 2,5%-3% neutral.

Como se mencionó, el alza de las tasas de interés de EE.UU. arrastró a las tasas de interés del resto del mundo. Por lo tanto, en el escenario previsto de caídas adicionales en las tasas de EE.UU. deberían corregir a la baja también las del resto. Cabe destacar que acorde a nuestros cálculos **el coeficiente de traspaso de las variaciones de las tasas externas de largo plazo (bono del Tesoro a 10 años) a tasas locales (BTP10) se ubica entre 0,4 y 0,5 en promedio** (gráficos 5 y 6), aunque en esta ocasión el traspaso del alza fue casi 1 a 1. No obstante, no esperamos que la baja sea de igual magnitud, debido a que hay fundamentos para prever que las tasas largas en Chile se mantengan en estos niveles. Por un lado, el panorama fiscal no es muy auspicioso, ya sea por la perspectiva de mayores gastos como por la de menores ingresos, lo que se traduciría en mayores déficits y por ende en un incremento en la relación deuda a PIB. Otro factor a considerar es que el spread entre la tasa norteamericana y la chilena está actualmente en 1,5pp, un desvío estándar por debajo de la media (2-2,5pp) (gráficos 7 y 8).

GRÁFICO 5

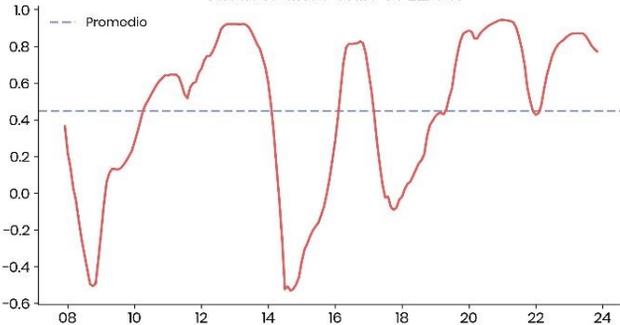
Correlación (móvil 36m)
Tasas 10 años Chile vs EE. UU.

GRÁFICO 6

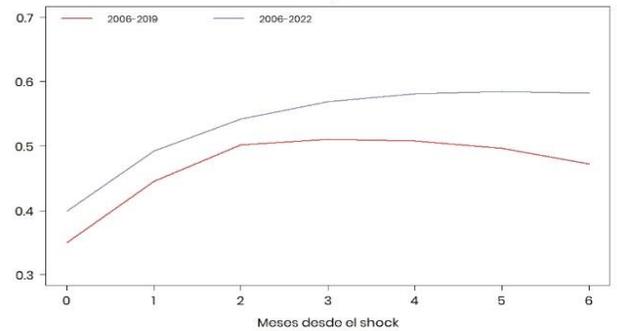
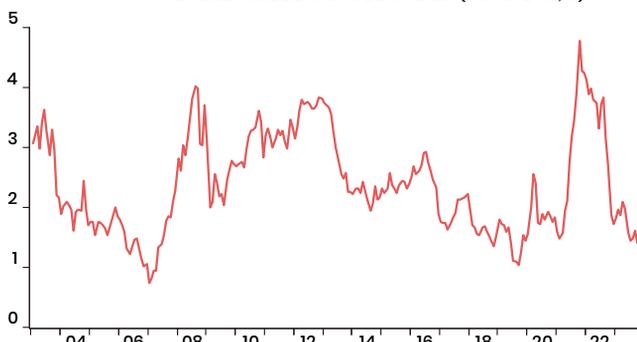
Coeficiente Traspaso de Tasa 10y EE. UU a
Tasa 10y Chile

GRÁFICO 7

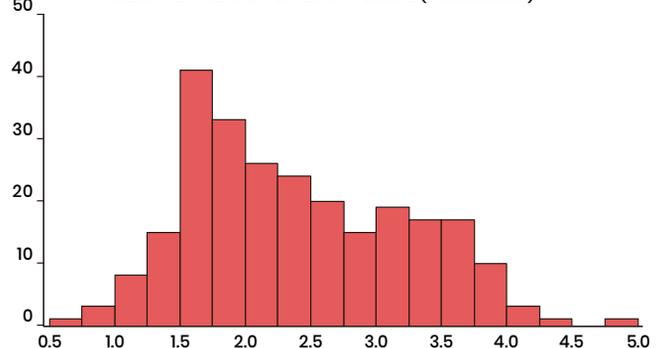
DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS (BCP10-BT10, %)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8

BRECHA ENTRE TASA EXTERNA Y LOCAL (Distribución)



Un panorama similar al de las tasas de interés se ha observado en el mercado cambiario. Desde mediados de julio el dólar a nivel global mostró un fortalecimiento significativo con respecto a una canasta de monedas, de 7,5% medidos por el índice DXY (gráfico 9), en la medida que se fue internalizando una política monetaria restrictiva por más tiempo.

A su vez, el inicio del proceso de normalización monetaria por parte del Banco Central a fines de julio generó un diferencial en las curvas de rendimiento entre Chile y EE.UU. que -junto con la apreciación del dólar- gatilló una depreciación del peso (gráfico 10). En efecto, la paridad peso/dólar pasó desde los \$800 pesos a fines de julio, a \$950 a mediados de octubre. Con ello, **el desvío del Tipo de Cambio Real con respecto a sus promedios (de 5 ó 10 años) superó el 10%** (gráfico 11), levemente por debajo de lo observado en julio de 2022 (que gatilló la intervención de la autoridad monetaria). Este desvío llevó al Banco Central a dejar de acumular reservas y moderar el ritmo de recortes de la TPM en la reunión de política monetaria de octubre (gráfico 12).

GRÁFICO 9

Dólar a nivel global (índice DXY)

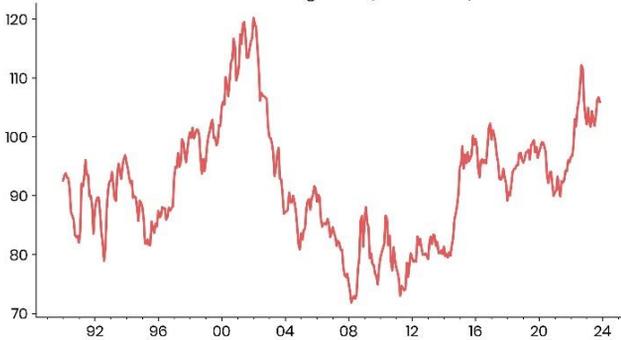


GRÁFICO 10

USDCLP y Dólar Global

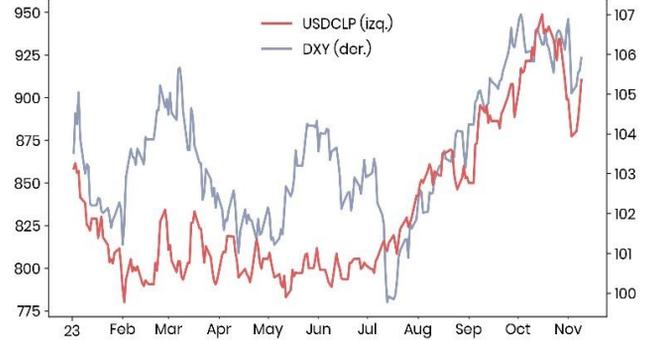
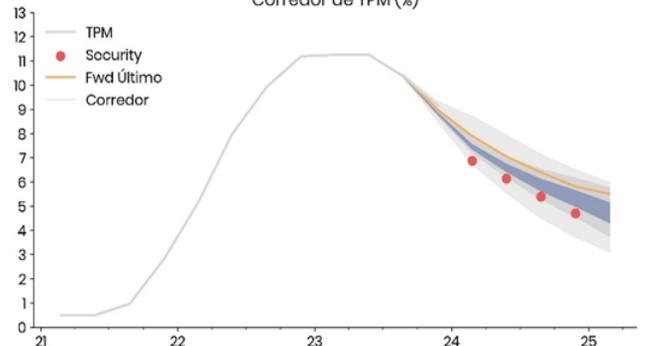


GRÁFICO 11

Tipo de Cambio Real
(desviación vs promedio 2005-2023 = 100)

GRÁFICO 12

Corredor de TPM (%)

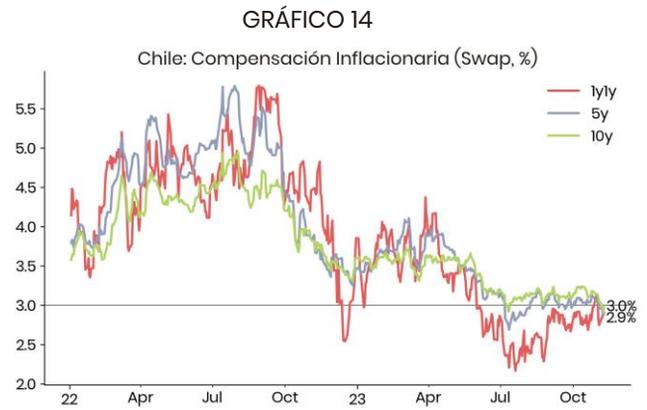
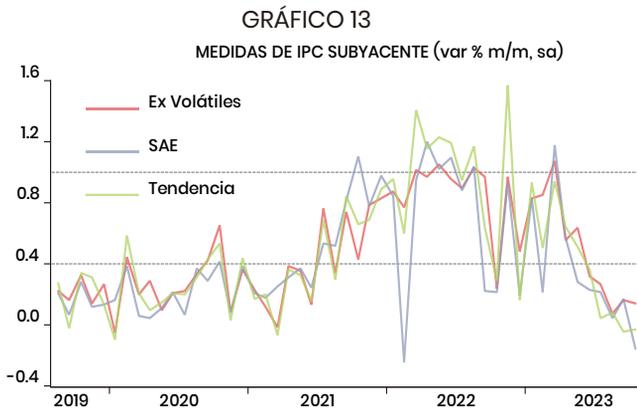


Fuente: RiskAmerica, ICAP y Estudios Security.

Es importante señalar que tras estas medidas, el peso se apreció significativamente con la paridad bajando hasta \$880, aunque al cierre de este informe se situó en torno a \$900. Con todo, el desvío del TCR se redujo a la mitad.

Hacia adelante, nuestra visión respecto a la política monetaria en EE.UU. es consistente con un dólar que se debilita a nivel global, lo que llevaría a una apreciación del peso hasta \$830 hacia fines de 2024. Ello considerando además nuestra visión de precios de materias primas y primas por riesgo relativamente estables.

A pesar de la depreciación del peso, la inflación se ha seguido moderando en los últimos meses, llegando a 5% interanual en octubre. Asimismo, los distintos indicadores de inflación subyacente se han moderado, y lo han hecho a un ritmo mucho más rápido que lo previsto por el Banco Central en el IPoM de septiembre (gráfico 13). Por su parte, las expectativas de inflación a todos los plazos están ancladas en torno a 3% (gráfico 14).



Fuente: RiskAmerica, ICAP y Estudios Security.

Para los próximos meses **nuestras proyecciones anticipan que la inflación subyacente seguiría muy contenida**, debido a que el consumo privado seguiría acotado, como lo han reflejado las cifras disponibles del tercer trimestre. Dado lo anterior, **nuestra visión para la reunión de política monetaria de diciembre es que el Banco Central retomaría ajustes más agresivos de la TPM, con un recorte de 100pp, para situar la TPM en 8% y señalar que el proceso de normalización monetaria seguiría durante 2024, llevando la TPM a 4,5% hacia fin de año, cerca de su valor neutral (3,75%), consistente con un ajuste rápido de la regla de Taylor.**

ANEXO ESTADÍSTICO

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 ^e	2024 ^e
Indicadores Externos Relevantes							
Crecimiento Mundial PPP (%)	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.4	3.0	2.8
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	360	375
Petróleo WTI (US\$ p/b)	65	57	39	68	94	79	82
Términos de Intercambio (2018=100)	100.0	98.2	108.2	121.0	111.7	120.2	120.8
Términos de Intercambio (var %)	-2.6	-1.8	10.1	11.9	-7.7	7.6	0.5
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	5.0
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	2.8	1.9	0.9	1.5	3.6	4.5	3.8
TIPS EE.UU 10 años (fdp, %)	1.0	0.1	-1.0	-1.0	1.4	2.3	1.6
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	1.09	1.15
Yen (fdp, ¥/US\$)	112	109	104	114	135	147	140
Indicadores de Actividad							
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	0.6	2.0
Gasto Interno (Var %)	5.0	1.0	-9.4	21.7	2.3	-4.3	1.5
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	0.1
Crecimiento Sectorial (%)							
Minería	6.0	-3.7	0.7	-1.6	-4.1	-0.3	1.8
Industria	5.2	-1.5	-2.3	8.1	-2.5	-0.2	2.9
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	1.6
Servicios Financieros y Empresariales	4.3	4.9	-1.7	10.0	3.7	1.1	1.4
Mercado Laboral							
Tasa de Desempleo (prom %)	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	9.0	9.5
Crecimiento del Empleo (%)	2.2	2.1	-12.3	5.5	6.7	2.1	1.0
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	2.6	2.0	-8.9	3.4	5.6	3.3	1.6
Precios							
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	5.0	3.0
Tasas de Interés							
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$)	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	8.0	4.5
BCU-2 base 365d (fdp, % en UF)	1.2	-0.5	-2.3	0.7	3.2	3.2	1.3
BCP-2 base 365d (fdp, % en \$)	3.7	2.0	0.5	5.7	7.0	6.0	4.1
BCU-5 base 365d (fdp, % en UF)	1.3	0.1	-1.0	2.0	1.9	2.9	2.3
BCP-5 base 365d (fdp, % en \$)	4.1	2.9	1.6	5.6	5.5	6.1	5.6
BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.6	2.6
BCP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	6.0	6.0
Tipo de Cambio							
T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)	696	745	711	850	860	880	830

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

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@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.
Subgerente Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Roberto Valladares R.
Analista Senior 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.