

# INFORME MACRO CHILE: RECUPERACIÓN GRADUAL DE LA ACTIVIDAD CON INFLACIÓN SUBYACENTE CONTENIDA Y TPM RUMBO A LA NEUTRAL

## Resumen

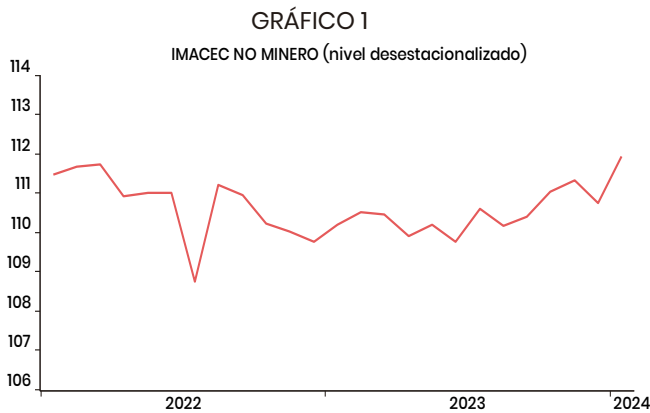
- El entorno externo que está enfrentando la economía chilena este inicio de año es favorable debido al alza en los términos de intercambio, pero con tasas de interés que se quedaron en niveles más altos, y un dólar que sigue fuerte a nivel global.
- Más allá de la volatilidad de las cifras mes a mes, la actividad económica continuaría con una gradual recuperación, que llevaría al PIB a crecer 1,5% en el año en su conjunto.
- Si bien la inflación se ha moderado más rápido de lo previsto, nuestra estimación puntual para diciembre de este año se ubica en 3,5%, debido al incremento de productos volátiles.
- La inflación subyacente –que excluye precios volátiles– finalizaría en 3%.
- El Banco Central llevaría la TPM a 4,5% a mediados de año, nivel en el que se quedaría hasta el cierre. El mercado tiene una trayectoria muy similar.
- Las tasas de interés de largo plazo seguirían presionadas al alza ante el deterioro del panorama fiscal y una normalización de los premios por plazo.
- El peso chileno debería mostrar una tendencia a la apreciación, de la mano de un dólar más débil y un menor diferencial de crecimiento con EE.UU.
- Con todo, reconociendo que la depreciación reciente no estaba en nuestro escenario, aumentamos la proyección para la paridad hacia fin de año desde \$830 a \$880, mientras que para 2025 mantuvimos la visión de un tipo de cambio en \$830.

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

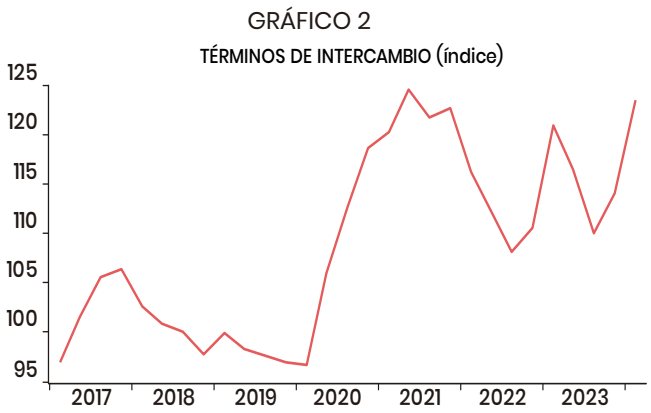
Marcela Calisto H.  
ECONOMISTA  
[marcela.calisto@security.cl](mailto:marcela.calisto@security.cl)

ACTIVIDAD ECONÓMICA CONTINUARÍA CON UNA GRADUAL RECUPERACIÓN

En términos de actividad económica local, el 2023 se caracterizó por cierta estabilidad en el nivel durante prácticamente todo el año (gráfico 1). Lo anterior respondió a condiciones financieras locales que fueron muy restrictivas, generando el deseado ajuste para moderar el aumento de la inflación. Lo anterior, en un contexto de un entorno externo que fue relativamente neutro. Ello por cuanto el incremento de los términos de intercambio -que tiene un efecto positivo en la actividad y el gasto- se compensó con el aumento de las tasas de interés, que eleva el costo de financiamiento (gráficos 2 y 3). **El entorno externo que está enfrentando la economía este inicio de año no es muy distinto, con un alza en los términos de intercambio, pero con tasas de interés que se quedaron en niveles más altos, y un dólar que sigue fuerte a nivel global** (gráfico 4).

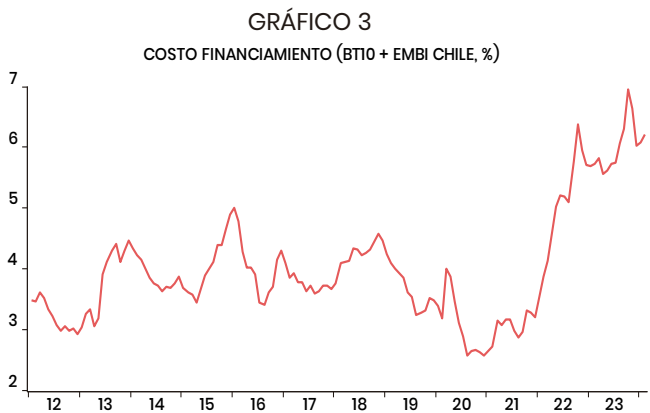


Fuente: BCCh y Estudios Security.

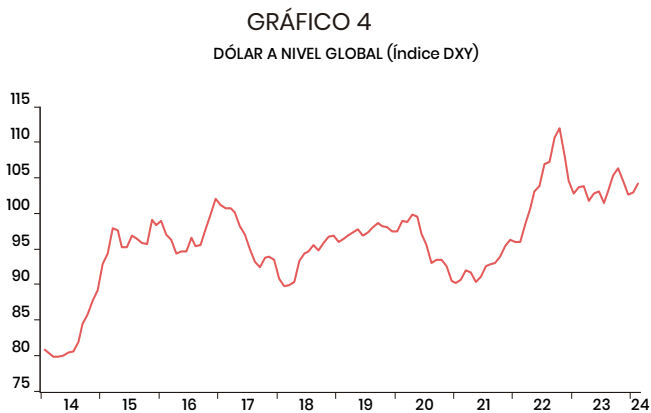


Hacia adelante, **seguimos previendo una depreciación del dólar a nivel global**, acompañando la normalización de la política monetaria en EE.UU. De hecho, en el mercado se ha internalizado que dicho proceso comenzaría a mediados de año, y no en marzo como se preveía hace unos meses, bastante en línea con nuestro escenario (gráfico 5).

Para ello es clave que las cifras de IPC de EE.UU. de los próximos meses continúen con la moderación exhibida durante la última parte del año pasado, como es nuestro escenario, y no sorprendan al alza como en enero (gráfico 6).



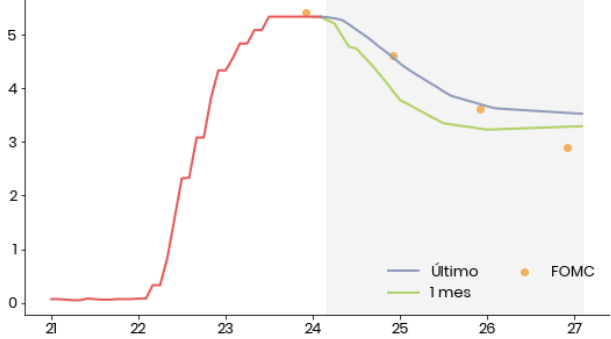
Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.



Una debilidad del dólar a nivel global tiende a venir acompañada con alzas de materias primas, generando una ganancia de términos de intercambio para las economías exportadoras como la chilena. Por lo tanto, **en nuestras proyecciones está implícito un impulso externo que es algo más favorable que el actual, lo que se suma a la mejora de términos de intercambio que ya hubo a fines de 2023, y que da un soporte al desempeño que prevemos para la primera mitad del año.**

GRÁFICO 5

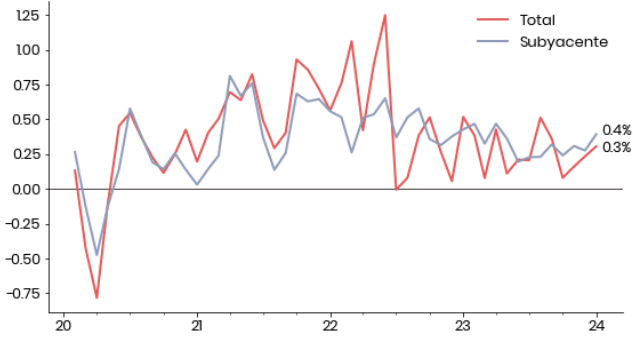
EE.UU.: TPM (Fed Funds, %)



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 6

EE. UU.: Inflación (m/m, %)



Pero más allá del impulso externo, **la economía seguiría beneficiándose de condiciones financieras locales que seguirían tornándose menos restrictivas, y que llevarían al PIB a un alza de 1,5% en el año.** De hecho, desde el inicio del proceso de normalización monetaria en julio del año pasado, el Banco Central ha recortado la TPM en 400pb, señalando además en su última reunión que la convergencia hacia los niveles cercanos a la TPM neutral (estimada hoy en torno a 4%) se daría antes de lo previsto en el IPoM de diciembre, es decir más cerca de mediados de año que a fines de este. Compartimos dicha visión, por lo que ajustamos la magnitud de los recortes esperados para la TPM a 75pb para las próximas tres reuniones y otros 50pb en julio para situar la TPM en 4,5%, nivel en el que la autoridad haría una pausa hasta fin de año. Los precios de mercado tienen una trayectoria similar (gráfico 7).

Una de las principales razones detrás de este cambio es que **la inflación se moderó más rápido de lo previsto**, más allá de la sorpresa de enero (gráfico 8). Y no solo el IPC total, sino que también los indicadores subyacentes. De hecho, la tendencia inflacionaria -medida calculada por nosotros que excluye ciertos productos volátiles- tras haber promediado 0,7% m/m en el primer semestre de 2023, se moderó hasta 0,2% en la segunda mitad del año pasado, y en enero fue 0,3%, nivel consistente con la meta de 3% (gráfico 9).

GRÁFICO 7

Corredor de TPM (%)

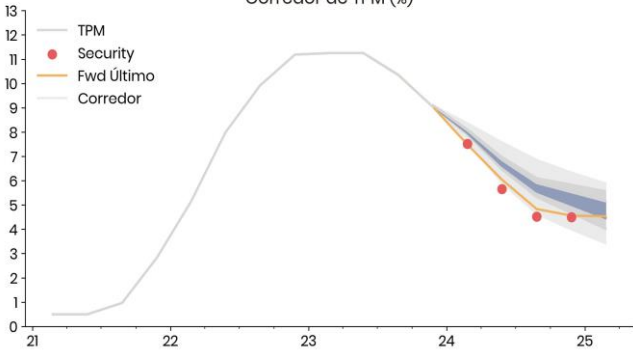


GRÁFICO 8

IPC (var % interanual)

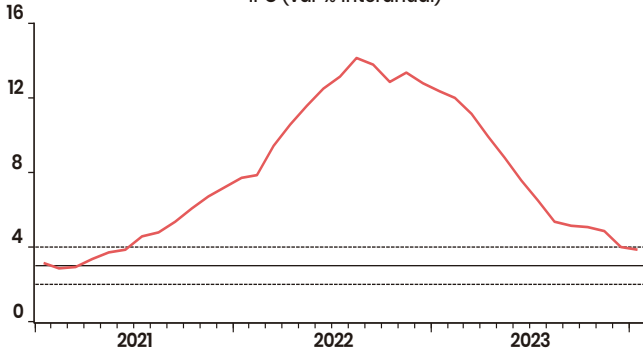
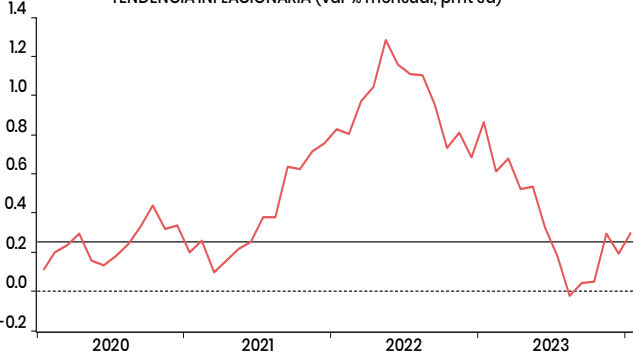


GRÁFICO 9

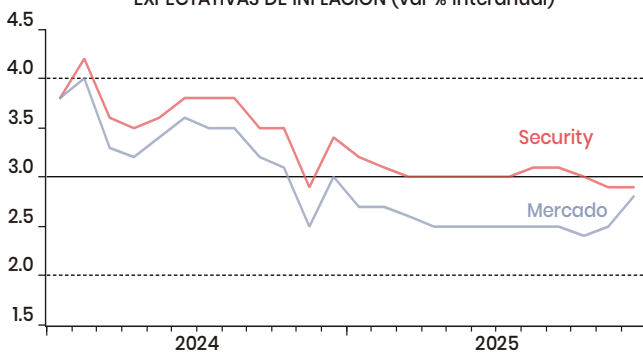
TENDENCIA INFLACIONARIA (var % mensual, pmt sa)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 10

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (var % interanual)



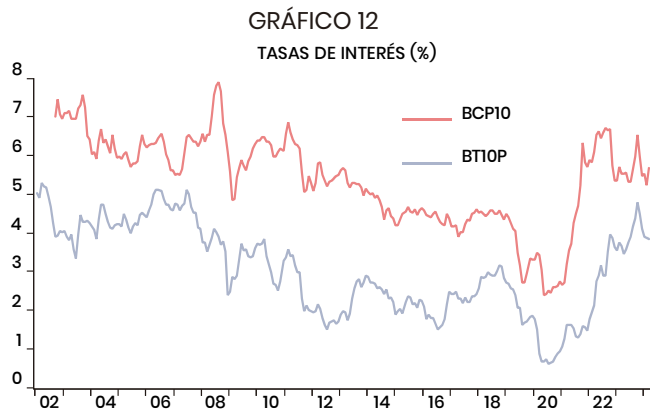
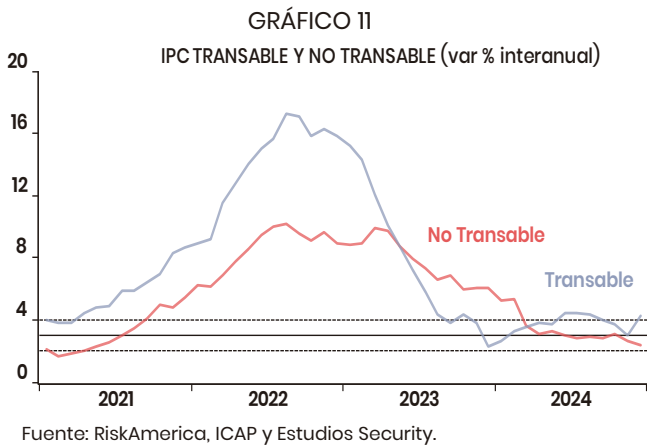
Las razones detrás de esta moderación tienen que ver con el gran ajuste del consumo privado, junto con los menores precios externos que más que compensó el alza del tipo de cambio.

Hacia adelante, es esperable que la inflación interanual oficial\* converja al 3% durante el año, y se quede fluctuando en ese nivel hasta el fin del horizonte de proyección de dos años. Con todo, **la estimación puntual para el cierre del año para la variación del IPC total es de un 3,5%, impulsado principalmente por productos volátiles, ya que la medida subyacente sin volátiles la proyectamos en 3%.** Ello por cuanto el ajuste del consumo privado ya habría finalizado, y comenzaría una gradual recuperación ante condiciones financieras locales más laxas.

No obstante, la expectativa para la inflación implícita en los precios de mercado a uno y dos años plazo se ubican bajo 3% (gráfico 10), lo que a nuestro juicio parecen bajas, más aún, considerando la depreciación que ha tenido el peso en lo más reciente.

**De hecho, las estimaciones del coeficiente de traspaso cambiario a inflación van desde 0,1 a 0,2 en un año\*\*.** Esto quiere decir que un alza de 10% en el tipo de cambio como la actual podría agregar entre 1 y 2pp de mayor inflación en el año. Incluso, considerando los rangos más bajos de los modelos, nuestros cálculos apuntan al menos a medio punto más de inflación en 2024 por este factor.

Entonces la pregunta que surge es ¿qué factor explicaría la expectativa de 2,5% del mercado para la inflación a dos años plazo? Si el componente transable de la canasta aumenta debido a la depreciación del tipo de cambio, tiene que ser más que compensado por el componente no transable (gráfico 11). Pero dado que nuestra visión apunta a una recuperación del gasto interno con el correr del año, nos cuesta validar esa proyección.



Respecto al tipo de cambio, si bien la significativa depreciación de los últimos meses ha respondido a la fortaleza del dólar y al diferencial de tasas de interés, nuestros cálculos muestran que este último factor ha tenido una implicancia mayor que lo habitual. En la medida que el diferencial de crecimiento con EE.UU. vaya disminuyendo y se vaya materializando una debilidad del dólar -que a su vez respondería a la moderación de la inflación en EE.UU. y el inicio del proceso de normalización monetaria-, junto con la normalización del efecto de las tasas, **el peso chileno debería mostrar una tendencia a la apreciación. Con todo, reconociendo que la depreciación reciente no estaba en nuestro escenario, aumentamos la proyección para la paridad hacia fin de año desde \$830 a \$880, mientras que para 2025 mantuvimos la visión de un tipo de cambio en \$830.**

\*La inflación interanual referencial en base a la nueva canasta se ubica en 3,2%.  
\*\*<https://www.bcentral.cl/documents/33528/4103593/Rec-14-traspaso-apreciacion.pdf/757d363d-c198-594d-ea8b-cf4fdcdce2c86?t=1680666536797>

En materia de tasas de interés de mercado, en los últimos meses se ha observado una correlación mayor a la habitual con el movimiento de las tasas externas (gráfico 12), aunque el alza reciente de estas últimas semanas no ha empujado a las tasas locales. Con todo, seguimos considerando que hay fundamentos para prever que las tasas largas en Chile mantengan una presión alcista. 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 (gráfico 13). Otro factor a considerar es que el spread entre la tasa norteamericana y la chilena está actualmente en 1pp, 1,5 desvío estándar por debajo de la media de los últimos 20 años (2-2,5pp) (gráfico 16).

GRÁFICO 13  
DEUDA FISCAL (% PIB)

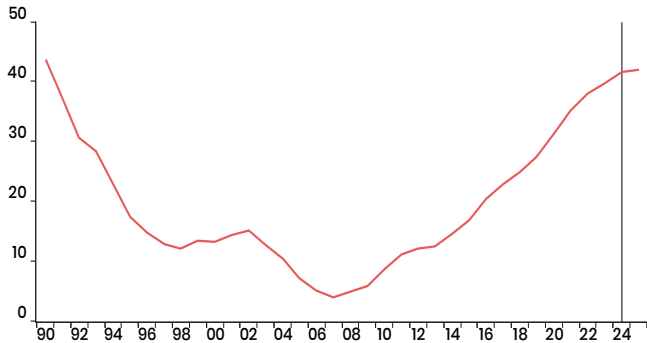
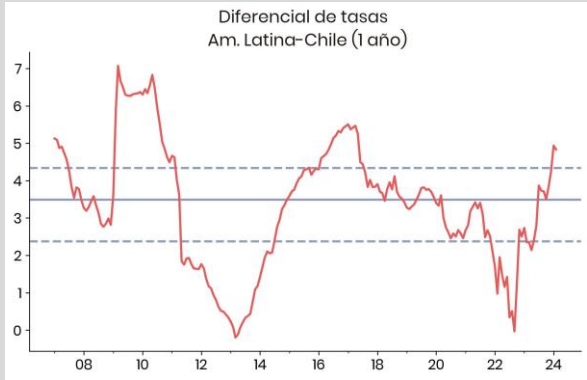


GRÁFICO 14  
DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS (BCP10-BT10, %)

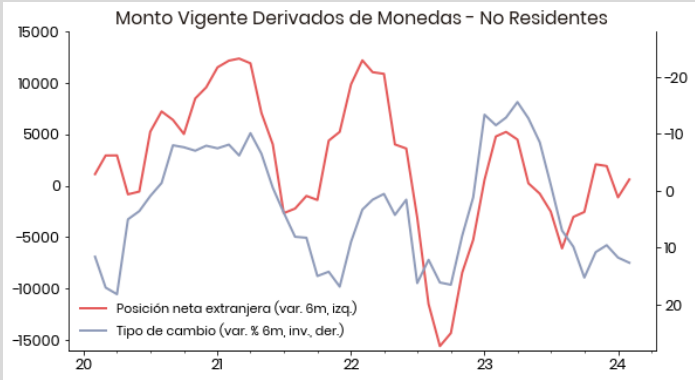


Recuadro I

Con el inicio del ciclo de recortes de la TPM en julio del año pasado y la consolidación de la postura más agresiva del Banco Central, ha aumentado el diferencial de tasas de interés entre países latinoamericanos (Brasil, Colombia y México) y Chile, ubicándose sobre los niveles históricos a contar de la misma fecha. Este escenario ha dado pie a la liquidación de las posiciones de *carry trade* en el peso chileno, lo que ha contribuido a una importante depreciación del tipo de cambio, generando una mayor sensibilidad de la moneda hacia los diferenciales de tasas de interés. Sin embargo, las posiciones de fondeo de inversionistas extranjeros ya se encontrarían más normalizadas en perspectiva histórica, lo que podría quitar algo de presión al tipo de cambio hacia el futuro.



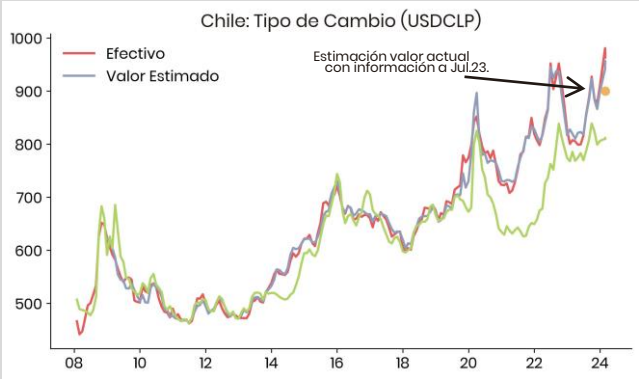
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



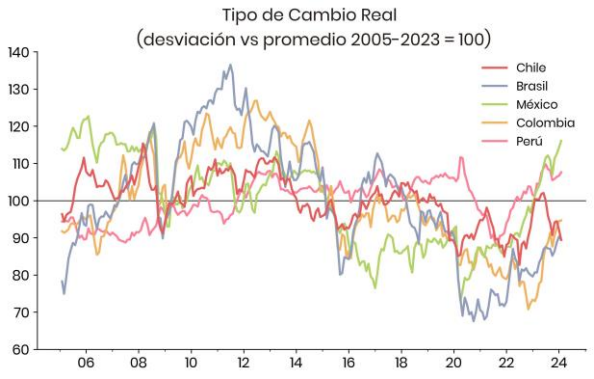
Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

Recuadro II

En lo más reciente se ha acrecentado el desvío del tipo de cambio versus los niveles estimados usando las sensibilidades históricas (hasta octubre 2019) a las variables macro y financieras, particularmente a partir de julio del 2023, mes en que se dio inicio al ciclo de recortes por parte del Banco Central, y que generó en parte una mayor sensibilidad de la moneda al diferencial de tasas de interés. Con todo, al estimar el valor del tipo de cambio considerando muestras más pequeñas, si bien el ajuste mejora importantemente, aún ha habido desvíos relevantes. Como ejercicio, si se detiene los datos en julio 2023, este actualmente se ubicaría en \$900. Asimismo, analizando el tipo de cambio real y comparando con otras monedas latinoamericanas, la moneda local está desviada (depreciada) aproximadamente un 10% respecto a promedios históricos, dando a notar un castigo importante del peso chileno.



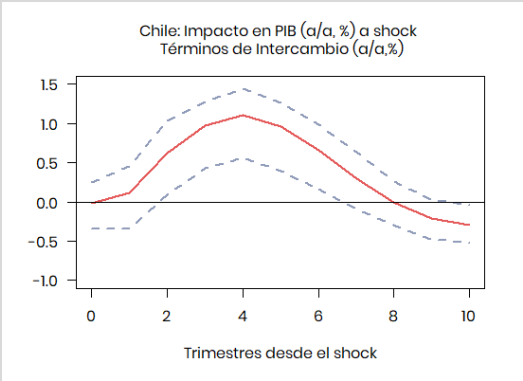
Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.



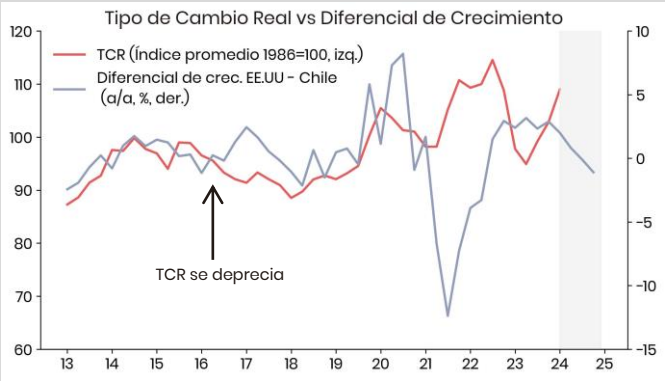
Fuente: BCCh, BIS, Bloomberg y Estudios Security.

Recuadro III

Hacia adelante, los términos de intercambio al alza en el último año tendrían un efecto positivo en la actividad económica, considerando además el rezago con el que estos actúan sobre el crecimiento de la economía. De acuerdo con nuestras estimaciones, un shock de 50 pb. sobre los términos de intercambio se traduciría en un aumento del PIB de 1% al cuarto trimestre. Las proyecciones de crecimiento implicarían un diferencial de crecimiento entre EE.UU y Chile que mejora a favor del último, por tanto, generando presiones apreciativas para el tipo de cambio. Si finalmente los elevados niveles de términos de intercambio se materializan en perspectivas de crecimiento que se mantienen o mejoran (hasta el momento el consenso ha ajustado a la baja el crecimiento esperado para 2024), podríamos ver vientos a favor adicionales para los activos locales.



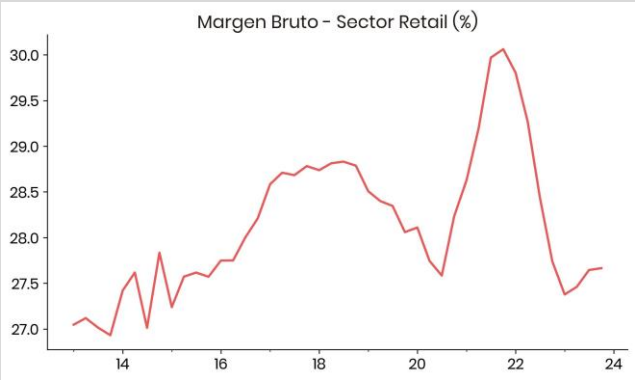
Fuente: BCCh y Estudios Security.



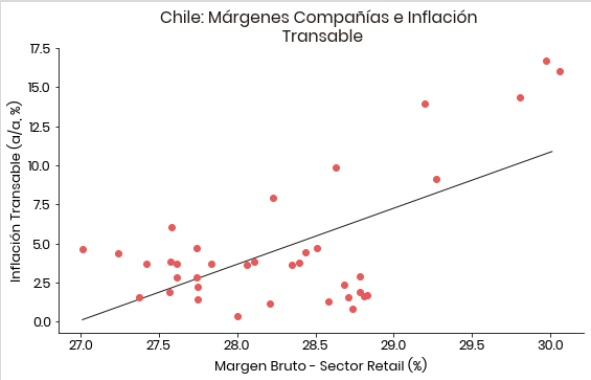
Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

Recuadro IV

Para las perspectivas de inflación una nota de cautela viene dada por el nivel actual de los márgenes de las compañías. A nivel del sector *retail* estos se mantienen en niveles bajos desde comienzos del 2023. De apreciarse el tipo de cambio, ante datos más favorables para Chile y una moderación de actividad e inflación en EE.UU., esto no necesariamente se traduciría en un coeficiente de traspaso a la inflación típico, si no que se mitigaría el efecto mediante la normalización de estos márgenes.



Fuente: Estudios Security en base a información de compañías.



Fuente: BCCh y Estudios Security.

ANEXO ESTADÍSTICO

|                                             | 2019 | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024 <sup>e</sup> | 2025 <sup>e</sup> |
|---------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| <b>Indicadores Externos Relevantes</b>      |      |       |       |       |       |                   |                   |
| Crecimiento Mundial PPP (%)                 | 2.8  | -2.8  | 6.3   | 3.4   | 3.2   | 2.8               | 2.8               |
| Crecimiento Socios Comerciales (%)          | 2.9  | -2.0  | 6.8   | 2.8   | 3.4   | 2.5               | 2.4               |
| Cobre (US\$/Libra, fdp)                     | 275  | 352   | 433   | 380   | 381   | 400               | 400               |
| Petróleo WTI (US\$ p/b)                     | 57   | 39    | 68    | 94    | 78    | 82                | 85                |
| Términos de Intercambio (2018=100)          | 98.2 | 108.2 | 121.0 | 111.7 | 115.4 | 116.0             | 117.1             |
| Términos de Intercambio (var %)             | -1.8 | 10.1  | 11.9  | -7.7  | 3.3   | 0.5               | 1.0               |
| Tasa de Fondos Federales (fdp,%)            | 1.8  | 0.3   | 0.3   | 4.5   | 5.5   | 4.3               | 3.3               |
| Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)      | 1.9  | 0.9   | 1.5   | 3.6   | 4.0   | 4.0               | 4.0               |
| TIPS EE.UU 10 años (fdp, %)                 | 0.1  | -1.0  | -1.0  | 1.4   | 1.8   | 1.8               | 1.8               |
| Riesgo Soberano Latam, EMBI (fdp, %)        | 357  | 395   | 410   | 493   | 470   | 460               | 450               |
| Riesgo Corporativo Latam, CEMBI (fdp, %)    | 341  | 351   | 359   | 422   | 380   | 360               | 350               |
| Euro (fdp, US\$)                            | 1.11 | 1.22  | 1.13  | 1.06  | 1.09  | 1.11              | 1.14              |
| Yen (fdp,¥/US\$)                            | 109  | 104   | 114   | 135   | 144   | 140               | 135               |
| <b>Indicadores de Actividad</b>             |      |       |       |       |       |                   |                   |
| PIB (Var %)                                 | 0.7  | -6.1  | 11.7  | 2.4   | -0.2  | 1.5               | 2.0               |
| PIB No Minero (Var %)                       | 1.2  | -6.8  | 13.5  | 3.5   | -0.3  | 1.6               | 2.1               |
| Gasto Interno (Var %)                       | 1.0  | -9.4  | 21.7  | 2.3   | -4.6  | 1.5               | 2.2               |
| Consumo Privado                             | 0.7  | -7.4  | 20.8  | 2.9   | -4.7  | 1.9               | 2.5               |
| Inversión en Capital Fijo                   | 4.5  | -10.8 | 15.7  | 2.8   | -2.2  | -0.8              | 4.0               |
| <b>Crecimiento Sectorial (%)</b>            |      |       |       |       |       |                   |                   |
| Minería                                     | -3.7 | 0.7   | -1.6  | -4.1  | 0.4   | 2.6               | 1.0               |
| Industria                                   | -1.5 | -2.3  | 8.1   | -2.5  | 0.1   | 1.2               | 1.5               |
| Electricidad, gas y agua                    | 0.7  | -0.3  | 2.5   | 9.9   | 10.9  | 1.0               | 2.5               |
| Construcción                                | 4.5  | -11.6 | 9.3   | 0.6   | -0.8  | -3.4              | 0.0               |
| Comercio, restaurantes y hoteles            | -0.3 | -10.6 | 23.6  | -0.9  | -3.0  | 2.2               | 2.0               |
| Servicios Financieros y Empresariales       | 4.9  | -1.7  | 10.0  | 3.7   | -0.2  | 0.4               | 2.5               |
| <b>Mercado Laboral</b>                      |      |       |       |       |       |                   |                   |
| Tasa de Desempleo (prom %)                  | 7.2  | 10.7  | 8.8   | 7.9   | 8.7   | 9.2               | 9.5               |
| Crecimiento del Empleo (%)                  | 2.1  | -12.3 | 5.5   | 6.7   | 2.4   | 1.0               | 1.5               |
| Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)     | 2.0  | -8.9  | 3.4   | 5.6   | 3.3   | 1.6               | 1.8               |
| <b>Precios</b>                              |      |       |       |       |       |                   |                   |
| IPC dic-dic (%)                             | 3.0  | 3.0   | 7.2   | 12.8  | 3.9   | 3.5               | 3.0               |
| IPC sin Volátiles dic-dic (%)               | 2.6  | 3.3   | 5.2   | 10.7  | 5.4   | 3.0               | 3.0               |
| <b>Tasas de Interés</b>                     |      |       |       |       |       |                   |                   |
| Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$) | 1.8  | 0.5   | 4.0   | 11.3  | 8.3   | 4.5               | 3.8               |
| BCU-2 base 365d (fdp, % en UF)              | -0.5 | -2.3  | 0.7   | 3.2   | 3.1   | 0.9               | 0.8               |
| BCP-2 base 365d (fdp, % en \$)              | 2.0  | 0.5   | 5.7   | 7.0   | 6.2   | 4.1               | 4.0               |
| BCU-5 base 365d (fdp, % en UF)              | 0.1  | -1.0  | 2.0   | 1.9   | 2.5   | 2.3               | 2.3               |
| BCP-5 base 365d (fdp, % en \$)              | 2.9  | 1.6   | 5.6   | 5.5   | 5.5   | 5.6               | 5.6               |
| BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)             | 0.5  | -0.1  | 2.3   | 1.7   | 2.4   | 2.6               | 2.6               |
| BCP-10 base 365d (fdp, % en \$)             | 3.3  | 2.7   | 5.7   | 5.3   | 5.5   | 6.0               | 6.0               |
| <b>Tipo de Cambio</b>                       |      |       |       |       |       |                   |                   |
| T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)        | 745  | 711   | 850   | 860   | 885   | 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](http://inversionessecurity.cl)

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviere actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). 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.