

INFORME MACRO CHILE: TPM SEGUIRÍA BAJANDO HACIA LA NEUTRAL ANTE MODERACIÓN ADICIONAL DE LA INFLACIÓN

Resumen

- El inicio de año en materia de actividad económica ha sido algo mejor a lo previsto, lo que nos lleva a incrementar nuestra proyección para el PIB hasta 2%.
- Con todo, la nota de cautela viene por la debilidad de la demanda interna, con un consumo acotado y una caída de la inversión.
- En inflación, el primer trimestre mostró registros algo más elevados a lo previsto, aunque seguimos previendo una moderación hasta 3,5% hacia fin de año y hacia 3% en 2025.
- La inflación subyacente –que excluye precios volátiles– finalizaría en 3% este año y el próximo.
- El Banco Central moderaría la magnitud de los ajustes a 50pb para las próximas tres reuniones, y dos recortes de 25pb en septiembre y octubre, para dejar la tasa de política monetaria en 4,5% a fin de año.
- Para ello es necesario que se materialice la apreciación del peso (prevedemos un \$880 hacia fin de año) y que se inicie la normalización monetaria en EE.UU.

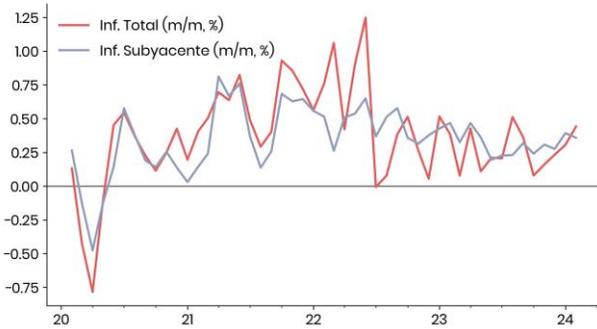
César Guzmán B.
GERENTE MACROECONOMÍA
cesar.guzman@security.cl

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

MEJOR INICIO DE AÑO EN ACTIVIDAD ECONÓMICA

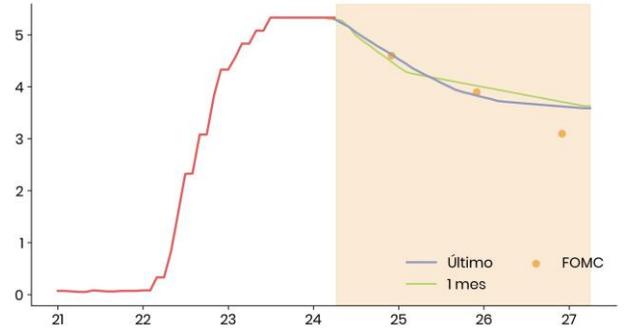
El inicio de año ha mostrado una economía norteamericana que se ha mantenido sólida, sin mostrar señales de moderación –similar a lo ocurrido durante todo 2023–, lo que ha renovado los temores de una nueva aceleración de la inflación, y con ello moderado la expectativa de una normalización rápida de la política monetaria por parte de la Fed. De hecho, en los primeros meses del año, la variación del IPC total y subyacente en EE.UU. exhibieron alzas por sobre los niveles consistentes con la meta, sorprendiendo al mercado que esperaba registros algo menores (gráfico 1).

GRÁFICO 1: INFLACIÓN EE.UU (var % mensual)



Fuente: FRED, Bloomberg y Estudios Security.

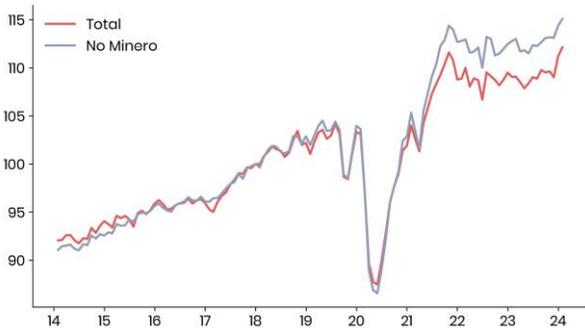
GRÁFICO 2: TPM EE.UU - FED FUNDS (%)



En este contexto **el mercado ha ido postergando la expectativa del inicio del proceso monetario hasta el tercer trimestre**, en línea con la reciente entrega de la guía de la propia Fed (gráfico 2). Asimismo, modificamos nuestra expectativa de cinco recortes de 25pb en la Fed Fund este año a solo tres, iniciando en septiembre.

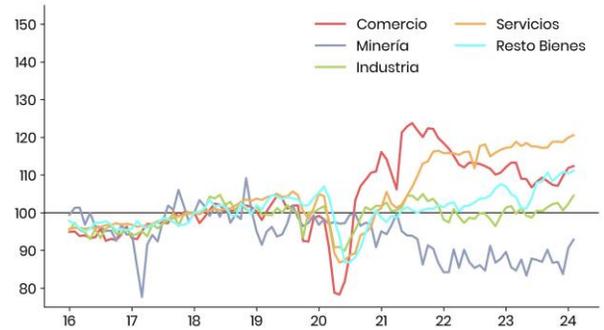
En Chile se ha dado un panorama similar. En actividad económica, el inicio de año ha sido más favorable que lo previsto. En efecto, tanto el Imacec de enero como el de febrero se ubicaron por sobre lo esperado por el mercado, lo que ha alimentado las expectativas de crecimiento para el año. Cabe destacar que las sorpresas en actividad han ido más allá de los efectos puntuales del año bisiestro, como lo refleja el aumento en el margen del Imacec no minero en términos desestacionalizados completando seis meses consecutivos, y retomando hacia los niveles de tendencia. **En este contexto, elevamos nuestra proyección para el aumento del PIB durante 2024 desde 1,5% a 2%, en la parte baja del rango previsto en el IPoM de marzo.**

GRÁFICO 3: IMACEC (Índice, Ene.18=100, desestacionalizado)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

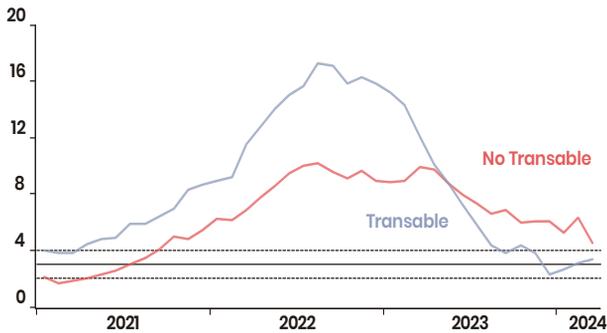
GRÁFICO 4: IMACEC POR SECTORES (Índice, Ene.18=100, desestacionalizado)



A pesar de esta mejora en las perspectivas de crecimiento, **destacamos que las proyecciones del Banco Central muestran un contraste con una demanda interna más débil –con una leve recuperación del consumo, pero una nueva caída de la inversión– visión que compartimos.** Esto tiene implicancias debido a que a pesar de que la brecha del producto es cercana a cero o levemente positiva, el bajo desempeño de la demanda mantiene más contenidas las presiones inflacionarias (gráfico 7).

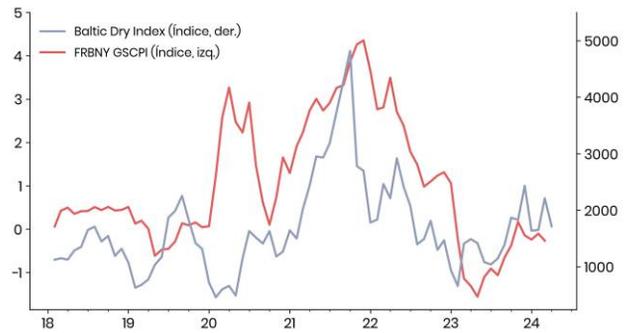
De hecho, **en materia de inflación también se ha observado una reaceleración en los índices subyacentes en los últimos meses que ha sorprendido al mercado.** En el reciente IPoM, el ente rector mencionó que los principales factores detrás de esta sorpresa tienen relación con la depreciación del peso, que impulsa al alza los precios transables (gráfico 5), aumentos de precios externos –que a su vez responden en parte a mayores costos de transporte (gráfico 6), y reajustes de precios locales. Factores que implícitamente se consideran transitorios.

GRÁFICO 5: IPC TRANSABLE Y NO TRANSABLE (var % interanual)



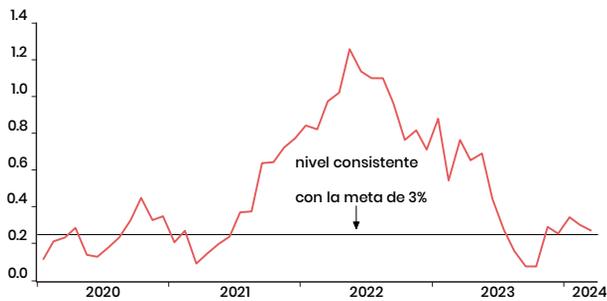
Fuente: INE y Estudios Security.

GRÁFICO 6: COSTOS DE TRANSPORTE GLOBAL



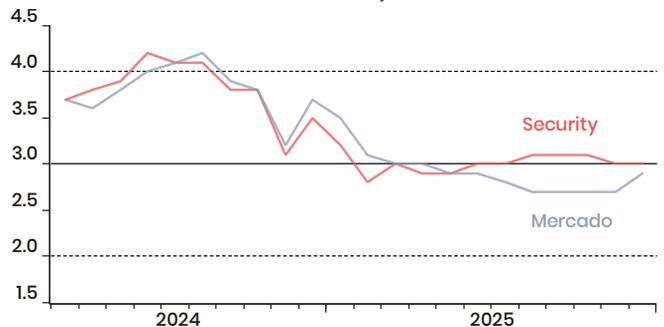
Por su parte, los precios de mercado hasta hace pocas semanas tenían internalizado una significativa moderación adicional del IPC hasta niveles de 2,5%, lo que a nuestro juicio parecía exagerado. Hoy se han ajustado y ya no tenemos diferencias significativas en la trayectoria de los próximos meses (gráfico 8).

GRÁFICO 7: TENDENCIA INFLACIONARIA (var % mensual, pmt desestacionalizado)



Fuente: ICAP, INE y Estudios Security.

GRÁFICO 8: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (var % interanual)

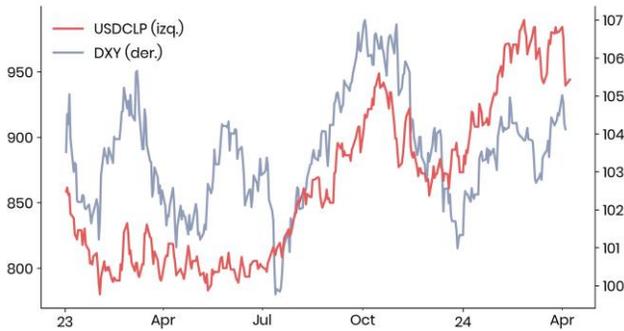


Hacia adelante, la reciente apreciación del peso junto con un consumo privado acotado, deberían llevar a registros mensuales de IPC más bajos que los registrados en el primer trimestre. Mantenemos nuestra proyección de un alza de 3,5% en el IPC a diciembre de este año, y una convergencia al 3% en 2025.

Respecto a la política monetaria, **el mensaje del Banco Central en el reciente IPoM continuó siendo expansivo**. No obstante, con un tono más gradual que lo señalado desde enero cuando se dejó entrever una rápida convergencia hacia el 4% (nivel considerado neutral) frente al nuevo mensaje que apuntaría a que se alcanzaría a mediados de 2025. Esta mayor cautela por parte del instituto emisor llevó a una fuerte apreciación del peso desde \$980 hasta \$940.

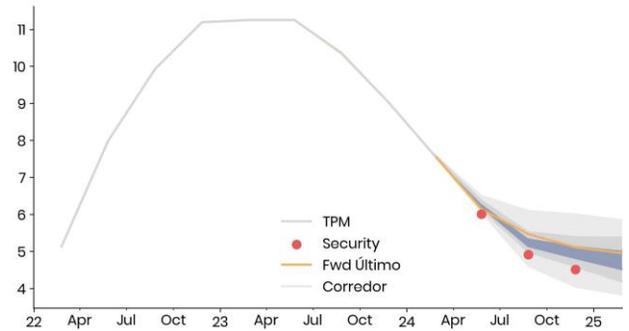
Hacia adelante, nuestra proyección para el IPC de 3,5% para este año, contiene una apreciación adicional del peso (gráfico 9), con indicadores subyacentes con aumentos consistentes con la meta de 3% (gráfico 7). En este contexto, nuestro escenario contiene que el Banco Central moderaría la magnitud de los ajustes a 50pb para las próximas tres reuniones, y dos recortes de 25pb en septiembre y octubre, para dejar la tasa de política monetaria en 4,5% a fin de año (gráfico 10). Para ello es necesario que se materialice la apreciación del peso y que se inicie la normalización monetaria en EE.UU.

GRÁFICO 9: USDCLP Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 10: CORREDOR DE TPM (%)



ANEXO ESTADÍSTICO

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 ^e	2025 ^e
Indicadores Externos Relevantes							
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	3.3	3.0	2.8
Cobre (US\$/Libra, fdp)	275	352	433	380	381	400	400
Petróleo WTI (US\$ p/b)	57	39	68	94	78	83	85
Términos de Intercambio (2018=100)	98.2	108.2	120.8	112.6	115.3	115.9	117.0
Términos de Intercambio (var %)	-1.8	10.1	11.7	-6.8	2.4	0.5	1.0
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	4.8	3.5
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0	4.1	4.0
TIPS EE.UU 10 años (fdp, %)	0.1	-1.0	-1.0	1.4	1.8	1.9	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	145	140
Indicadores de Actividad							
PIB (Var %)	0.6	-6.1	11.3	2.1	0.2	2.0	2.0
PIB No Minero (Var %)	1.1	-6.8	13.4	3.4	0.3	1.9	2.1
Gasto Interno (Var %)	0.8	-9.4	21.3	2.3	-4.2	0.6	2.2
Consumo Privado	0.7	-7.4	21.0	1.6	-5.2	1.2	2.5
Inversión en Capital Fijo	4.5	-10.8	16.0	3.9	-1.1	-2.6	4.0
Crecimiento Sectorial (%)							
Minería	-4.5	0.8	-4.5	-6.4	-0.3	2.6	1.0
Industria	-1.8	-2.2	5.7	-4.2	1.9	2.7	1.5
Electricidad, gas y agua	0.7	-0.3	0.6	9.8	17.8	1.0	2.5
Construcción	4.5	-11.6	5.7	2.2	-0.2	-3.2	0.0
Comercio, restaurantes y hoteles	-0.3	-10.6	23.9	-1.1	-2.5	1.9	2.0
Servicios Financieros y Empresariales	4.9	-1.7	11.4	5.5	0.5	-0.5	2.5
Mercado Laboral							
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
Precios							
IPC dic-dic (%)	3.0	3.0	7.2	12.8	3.9	3.5	3.0
IPC sin Volátiles dic-dic (%)	2.5	3.1	5.3	10.0	4.7	3.0	3.0
Tasas de Interés							
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$)	1.8	0.5	4.0	11.3	8.3	4.5	3.8
BTU-2 base 365d (fdp, % en UF)	-0.5	-2.3	0.7	3.2	3.1	1.1	0.8
BTP-2 base 365d (fdp, % en \$)	2.0	0.5	5.7	7.0	6.2	4.3	4.0
BTU-5 base 365d (fdp, % en UF)	0.1	-1.0	2.0	1.9	2.5	2.3	2.3
BTP-5 base 365d (fdp, % en \$)	2.9	1.6	5.6	5.5	5.5	5.6	5.6
BTU-10 base 365d (fdp, % en UF)	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.4	2.6	2.6
BTP-10 base 365d (fdp, % en \$)	3.3	2.7	5.7	5.3	5.5	6.0	6.0
Tipo de Cambio							
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

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 mantuviera 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.