

INFORME MACRO CHILE: TPM RUMBO A LA NEUTRAL

Resumen

- La actividad económica se moderó en el segundo trimestre revirtiendo la sorpresa al alza del primero. Con todo mantenemos nuestra proyección para el crecimiento PIB de 2,5% para el año en su conjunto.
- La nota de cautela sigue estando en la debilidad de la demanda interna, con una recuperación gradual del consumo privado y una inversión prácticamente estancada.
- En inflación, los reajustes en tarifas eléctricas llevarán la variación anual a cerca de 4,5% este año. Para 2025 seguimos previendo un alza de 3%.
- El Banco Central retomaría los ajustes de 25pb en la TPM, señalando que las condiciones macroeconómicas justificarían llevarla a la parte alta del rango considerado neutral.
- Dos factores que apoyan esta visión son la apreciación reciente del peso y que se inicie la esperada normalización monetaria en EE.UU.
- Distinto es el caso para las tasas largas, las cuales no tendrían espacio para caer, sin la presión a la baja de las tasas externas y un nivel de deuda pública que solo tiende a subir, por lo que el BTP10 debería volver a 6%.

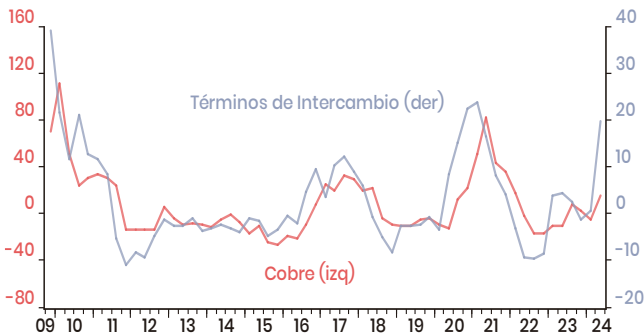
César Guzmán B.
GERENTE MACROECONOMÍA
cesar.guzman@security.cl

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

ACTIVIDAD ECONÓMICA SE MODERÓ EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

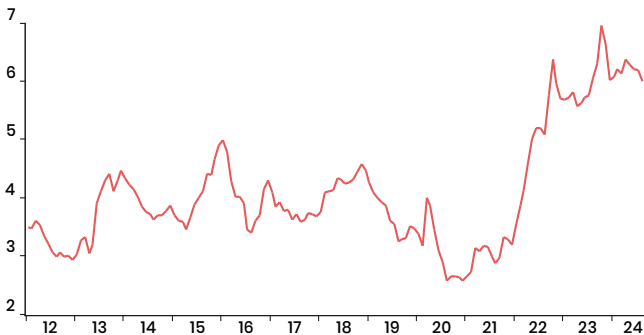
El panorama externo que ha enfrentado la economía chilena en lo que va del año se podría calificar como moderadamente favorable. Por un lado, el crecimiento global sigue en torno a 3%, aunque más equilibrado entre regiones. Por su parte, las condiciones financieras externas han sido buenas, con términos de intercambio que subieron en la primera parte del año, aunque en el margen algo se han devuelto, siguiendo una trayectoria similar a la observada en el precio del cobre (gráfico 1). En tanto, el costo de financiamiento si bien no está tan bajo como en los años previos, ha bajado en el margen (gráfico 2). Por último, el dólar si bien se mantiene alto en una perspectiva histórica, en lo más reciente ha mostrado una tendencia hacia un mayor debilitamiento, debido al inminente inicio del proceso de normalización monetaria en EE.UU (gráfico 3).

GRÁFICO 1: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y COBRE
(Var % interanual)



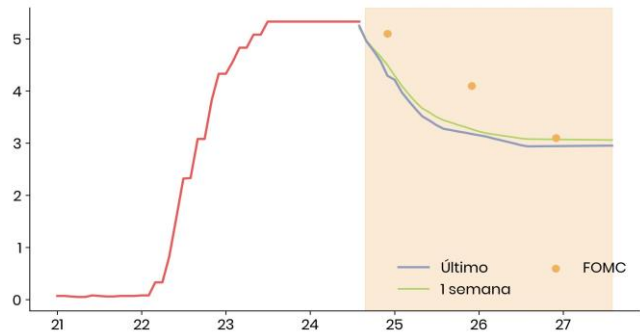
Fuente: Banco Central, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: COSTO DE FINANCIAMIENTO
(Bono Tesoro+Embi a 10 años, %)



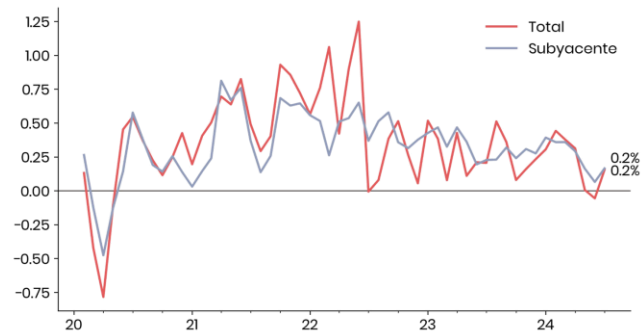
Ello por cuanto se dio la moderación de la inflación en los últimos meses (gráfico 5), incluso con indicadores bajando más de lo previsto, acompañado con ciertas señales de moderación en la actividad económica y en el mercado laboral. En definitiva, es casi un hecho que la Reserva federal iniciará las ansiadas bajas de TPM en la reunión de septiembre, entregando un mensaje respecto a que las tasas irían gradualmente hacia el nivel neutral. Con todo, dicho nivel estaría más cerca de 3% que el 2,5% estimado hace algunos años, algo que está internalizado en los precios de mercado (g6 TPM neutral).

GRÁFICO 3: TASA FED EFECTIVA Y ESPERADA
(%)



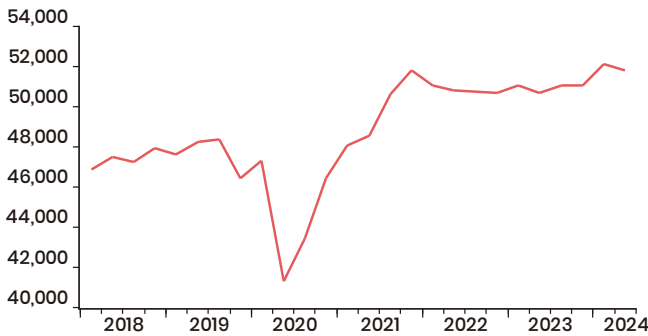
Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 4: IPC EE.UU.
(var % mensual)



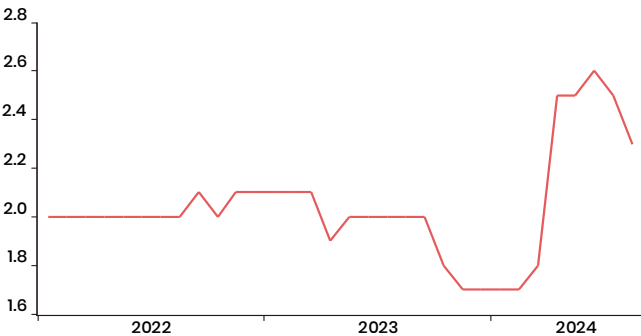
En materia de actividad económica, **el PIB moderó el ritmo de expansión interanual en el segundo trimestre**, revirtiendo la sorpresa al alza del primero. Es más, en cifras desestacionalizadas se contrajo -0,6% respecto al trimestre inmediatamente anterior (gráfico 5). A su vez, se ratificó la debilidad de la demanda interna medida en el margen, con un consumo privado que retrocedió -0,3% t/t desestacionalizado, y una inversión que se recuperó menos de lo previsto, con un alza de 1,4% t/t desestacionalizado, pero acumulando una caída interanual de 5% en el primer semestre. En este contexto, las estimaciones de crecimiento del PIB para el año en su conjunto del consenso pasaron desde 2,6% en junio a 2,3% en agosto (gráfico 6), acorde a la Encuesta de Expectativas del Banco Central, lo que llevaría a la entidad a recortar la parte superior del rango previsto en el IPoM de junio de 2,25%-3%, hasta 2,25%-2,75% en el próximo IPoM a difundirse el 4 de septiembre. **Para 2025, mantenemos la previsión de un alza de 2% -en línea con el crecimiento de tendencia- asumiendo que el impulso externo sería prácticamente neutral.**

GRÁFICO 5: PIB (miles de millones de pesos, desestacionalizado)



Fuente: Banco Central y Estudios Security.

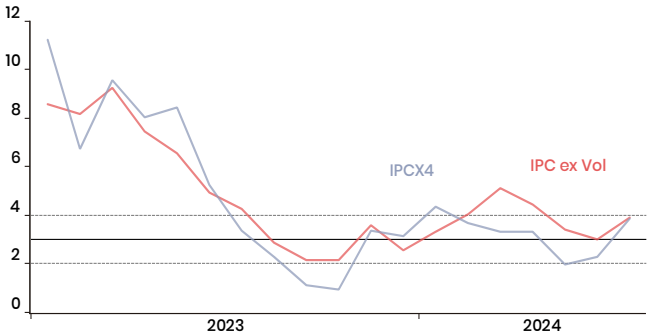
GRÁFICO 6: CONSENSO VARIACIÓN DEL PIB 2024 (Encuesta Expectativas, %)



Respecto a la inflación, los reajustes de precios específicos (tarifa eléctrica principalmente, pero también locomoción colectiva) y la mantención de un tipo de cambio elevado, han evitado una moderación de la variación interanual del IPC e incluso se dio una aceleración desde 3,7% en marzo hasta 4,6% en julio. De esta forma, **el IPC se encamina a cerrar el año cerca de 4,5%, lo que también vendrá en las nuevas proyecciones del IPoM**, aunque el cierre 2024 pierde relevancia para la conducción de la política monetaria.

Lo que sí es relevante es que en julio también **se observó una leve aceleración de los indicadores subyacentes en el margen** (gráfico 7). Pero dicha aceleración no habría respondido a una aceleración del gasto interno, por lo que la consideramos transitoria. La moderación de la actividad en los últimos meses y la caída reciente del tipo de cambio, son factores que llevarían a la moderación del IPC a la meta durante 2025, dentro del horizonte de proyección del Banco Central, lo que está internalizado en los precios de mercado (gráfico 8).

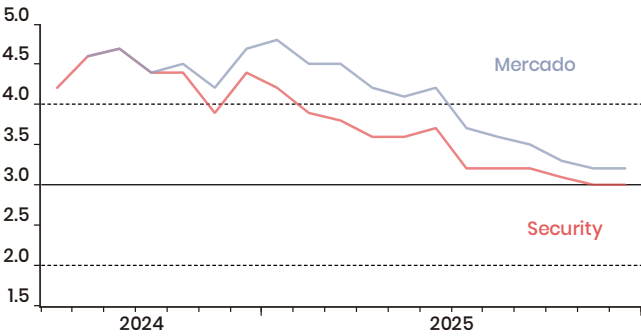
GRÁFICO 7: MEDIDAS DE IPC SUBYACENTE (pmt var % mensual sa, anualizado)



Fuente: ICAP, INE y Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 8: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (var % interanual)

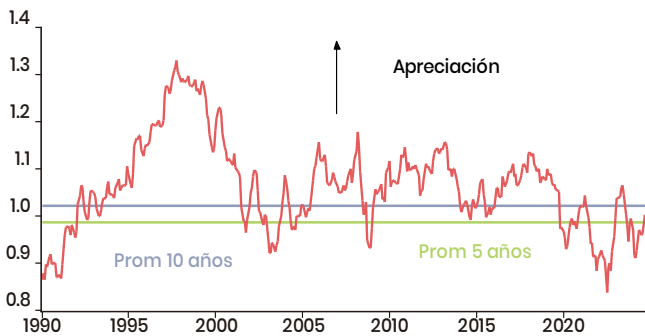


De hecho, **mantenemos la proyección respecto al que el tipo de cambio continuaría apreciándose hasta \$880 hacia el cierre del año**, de la mano de un dólar a nivel global que se seguiría debilitando. Con todo, con la paridad cerca de los \$900 los desequilibrios cambiarios se han reducido significativamente (gráfico 9).

En definitiva, el contexto macroeconómico (PIB creciendo en torno a la tendencia, nula brecha de capacidad, IPC convergiendo a la meta y tipo de cambio bajando) es consistente con una TPM que debiera continuar acercándose a 4,5%, en la parte alta del rango considerado neutral.

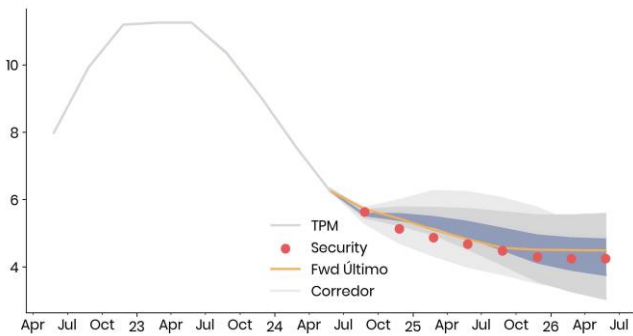
Ese sería el principal mensaje de la próxima reunión de política monetaria, en la cual el Banco Central volvería a recortar la TPM en 25pb, señalando que la TPM iría gradualmente hacia la neutralidad.

GRÁFICO 9: TIPO DE CAMBIO REAL
(índice 1986=1)



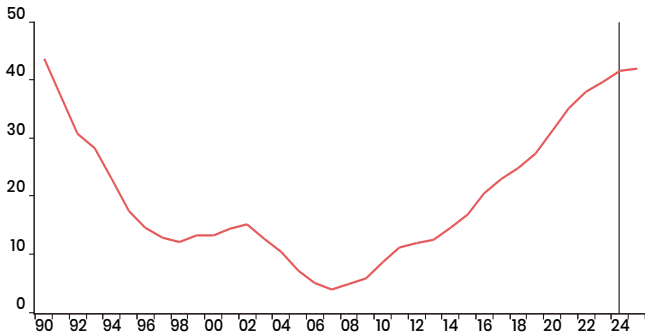
Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 10: CORREDOR DE TPM (%)



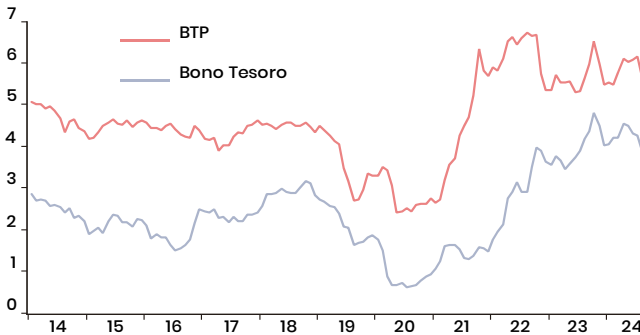
Distinto es el caso para las tasas largas, las cuales no tendrían espacio para caer, ya que por un lado ya no está la presión a la baja de las tasas externas, y por otro lado, el de los fundamentos, vemos un nivel de deuda pública que solo tiende a subir (gráfico 11), y en el mejor de los casos a estabilizarse, lo que presiona al alza a las tasas de interés, en un contexto de premios por plazo que están en torno a sus promedios históricos y que no vemos razones para que disminuyan, si es algo, podría subir otro poco. En este contexto, el BTP10 debería volver a acercarse a 6% en los próximos meses (gráfico 12).

GRÁFICO 11: DEUDA PÚBLICA
(% PIB)



Fuente: BCCh, Dipres, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 12: TASAS DE INTERÉS
(BTP y Bono del Tesoro, 10 años %)



Recuadro I

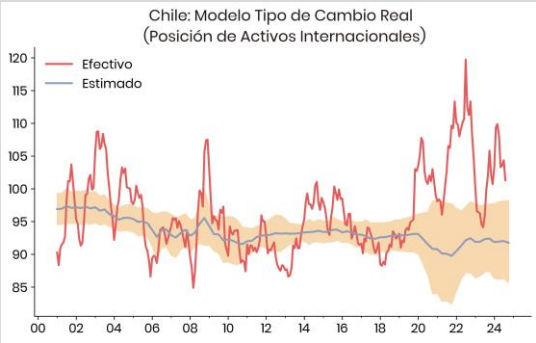
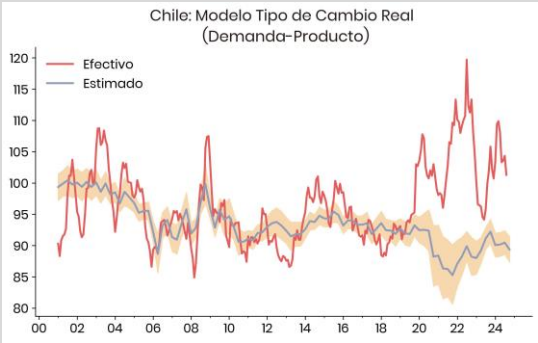
El crecimiento económico ha bajado sustancialmente en las últimas décadas, destacando la caída en la contribución de la productividad total de los factores. De acuerdo con nuestras estimaciones, hacia el cierre del año la economía estaría promediando un crecimiento de 2,5%, cifra que se vería explicada por la variación en el empleo y capital, más no por la PTF, que ha dejado de ser motor de crecimiento en las últimas décadas, reflejando una posible desaceleración en la innovación y eficiencia productiva. Por su parte, el crecimiento del capital también ha caído en el último tiempo, lo que ha perpetuado la debilidad en la demanda que hemos visto recientemente. Así, estimamos que hacia adelante la economía continuará con una dinámica de crecimiento acotado, considerando el leve impulso proveniente de la PTF y del capital.

Por décadas	PIB	Empleo	Capital	Empleo	Capital	PTF
	(Variación, %)			Contribución		
1980-1989	3.6	3.5	2.2	1.8	1.1	0.8
1990-1999	6.1	2.0	6.6	1.0	3.2	1.9
2000-2009	4.2	2.3	6.2	1.2	3.0	0.1
2010-2019	3.3	3.1	5.2	1.6	2.5	-0.8
2020-2023	1.9	0.6	3.4	0.3	1.6	-0.1
2024	2.5	2.2	2.8	1.1	1.4	0.0
Pesimista	0.6	1.0	2.5	0.6	1.0	-1.0
Base	1.9	1.5	3.8	0.9	1.5	-0.5
Optimista	3.2	2.0	5.0	1.2	2.0	0.0

Fuente: Estudios Security.

Recuadro II

A modo de estimar el tipo de cambio real se han implementado dos modelos. Además de la demanda interna y la posición de activos internacionales, según corresponda para cada especificación, ambos modelos consideran en sus variables los términos de intercambio, gasto de gobierno y diferencial de productividad entre sector transable y no transable. También, los parámetros fueron calculados en base al período comprendido entre 2000 y 2019 y se trabaja con un tipo de cambio que llega a los \$900 durante el cuarto trimestre de este año, manteniendo el resto de las variables con el último valor publicado. Esta estimación indica que el tipo de cambio real estaría entre un 9% y un 12% más depreciado versus el valor que entregan los modelos hacia el cuarto trimestre.



Fuente: BCCh, Bloomberg, INE y Estudios Security.

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	3.4	3.1	3.0
Crecimiento Socios Comerciales (%)	2.9	-2.0	6.8	2.9	3.3	3.0	3.0
Cobre (US\$/Libra, fdp)	275	352	433	380	381	450	450
Petróleo WTI (US\$ p/b)	57	39	68	94	78	80	83
Términos de Intercambio (2018=100)	98.2	108.2	120.8	112.6	115.3	121.5	118.5
Términos de Intercambio (var %)	-1.8	10.1	11.7	-6.8	2.4	5.4	-2.4
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	4.8	3.8
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0	4.4	4.0
TIPS EE.UU 10 años (fdp, %)	0.1	-1.0	-1.0	1.4	1.8	2.2	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	1.10	1.14
Yen (fdp,¥/US\$)	109	104	114	135	144	143	140
Indicadores de Actividad							
PIB (Var %)	0.6	-6.1	11.3	2.1	0.2	2.5	2.0
PIB No Minero (Var %)	1.1	-6.8	13.4	3.4	0.3	2.4	2.1
Gasto Interno (Var %)	0.8	-9.4	21.3	2.3	-4.2	0.9	2.2
Consumo Privado	0.7	-7.4	21.0	1.6	-5.2	1.4	1.8
Inversión en Capital Fijo	4.5	-10.8	16.0	3.9	-1.1	-2.6	4.8
Crecimiento Sectorial (%)							
Agropecuaria -sílvicola	-1.0	0.7	3.7	-0.8	-1.8	-1.5	2.0
Minería	-4.5	0.8	-4.5	-6.4	-0.3	3.7	2.5
Industria	-1.8	-2.2	5.7	-4.2	1.9	-0.7	1.0
Electricidad, gas y agua	0.7	-0.3	0.6	9.8	17.8	11.6	5.0
Construcción	4.5	-11.6	5.7	2.2	-0.2	1.6	2.4
Comercio, restaurantes y hoteles	-0.3	-10.6	23.9	-1.1	-2.5	3.2	1.6
Servicios Financieros y Empresariales	4.9	-1.7	11.4	5.5	0.5	0.0	0.4
Mercado Laboral							
Tasa de Desempleo (prom %)	7.2	10.7	8.8	7.9	8.7	9.0	9.3
Crecimiento del Empleo (%)	2.1	-12.3	5.5	6.7	2.4	2.2	1.5
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	2.0	-8.9	3.4	5.6	3.3	2.6	1.8
Precios							
IPC dic-dic (%)	3.0	3.0	7.2	12.8	3.9	4.5	3.0
IPC sin Volátiles dic-dic (%)	2.5	3.1	5.3	10.0	4.7	3.6	2.7
Tasas de Interés							
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$)	1.8	0.5	4.0	11.3	8.3	5.0	4.5
BTU-2 base 365d (fdp, % en UF)	-0.5	-2.3	0.7	3.2	3.1	1.8	1.6
BTP-2 base 365d (fdp, % en \$)	2.0	0.5	5.7	7.0	6.2	4.9	4.7
BTU-5 base 365d (fdp, % en UF)	0.1	-1.0	2.0	1.9	2.5	2.4	2.4
BTP-5 base 365d (fdp, % en \$)	2.9	1.6	5.6	5.5	5.5	5.7	5.7
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

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

Juan Manuel Mira

Analista de Inversiones

juanmanuel.mira@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 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.