

MACRO CHILE: OPTIMISTAS EN LA RECUPERACIÓN, NO ASÍ EN EL MEDIANO PLAZO

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

RESUMEN EJECUTIVO

Entorno Externo

- Tras la gran caída de 3,5% del PIB global en 2020, el mundo se está recuperando de la mano del control de la pandemia en los países desarrollados, sustentado en los apoyos monetarios y fiscales, que lo llevaría a crecer 6% este año.
- El impulso externo que están recibiendo las economías emergentes exportadoras de materias primas como la chilena, está siendo mucho mayor de lo previsto.
- El dólar a nivel global retomaría su tendencia a la depreciación durante 2021.
- Ello es consistente con un tipo de cambio en el rango de \$700 - \$720 este año y una apreciación del peso hasta \$680 para 2022.

Panorama Local

- El crecimiento del PIB este año sería de 7%, para moderarse hasta 2,5% en 2022.
- La inflación total subiría hasta 4% a mediados de año, para luego converger hacia 3%-3,5% a diciembre, nivel en el que se quedaría fluctuando durante 2022.
- El Banco Central mantendría la elevada expansividad monetaria durante todo 2021, comenzaría a moderar las medidas no convencionales en el primer semestre de 2022 y subiría la tasa de interés recién a fines del próximo año.
- Las tasas de interés de largo plazo subieron más rápido de lo previsto, llegando a los niveles que preveíamos a fin de año. Esto no significa que vayan a bajar -aunque no se puede descartar algo de volatilidad- sino que difícilmente veremos un aumento similar al de febrero-marzo.
- En una cartera de renta fija local seguimos sugiriendo estar con una duración levemente bajo el *benchmark*, y sin un sesgo entre monedas (pesos/UF).

Mayor Impulso Externo Apoya la Recuperación

El PIB mundial tuvo una caída de 3,5% durante el 2020 debido a las paralizaciones de las diferentes economías a raíz de las restricciones a la movilidad para controlar la pandemia global del covid. No obstante, el año se puede dividir en dos: una primera parte en la cual se recibió el shock -con todas las consecuencias negativas conocidas- lo que gatilló una rápida y significativa respuesta de las autoridades económicas a nivel global, lo que a su vez generó el sustento para la segunda parte, la de la recuperación, una vez que se desarrollaron las vacunas contra el virus. En este contexto, **se prevé un significativo crecimiento de 6% del PIB global en 2021.**

Los mercados financieros reflejan muy bien esta división, ya sea en las bolsas (gráfico 1), los precios de las materias primas, incluido el cobre (gráfico 2), o la renta fija (gráfico 3). En algunos casos, la recuperación ha llevado a los niveles registrados antes de la pandemia y en otros casos (muy) por sobre.

GRÁFICO 1: BOLSA GLOBAL (Índice MSCI)

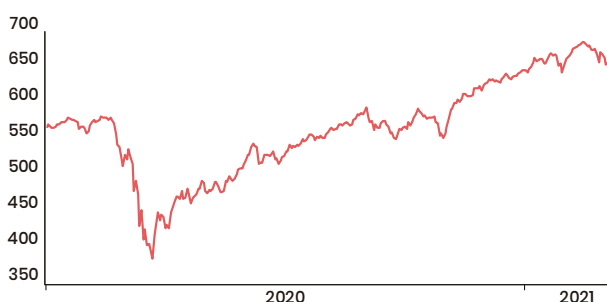
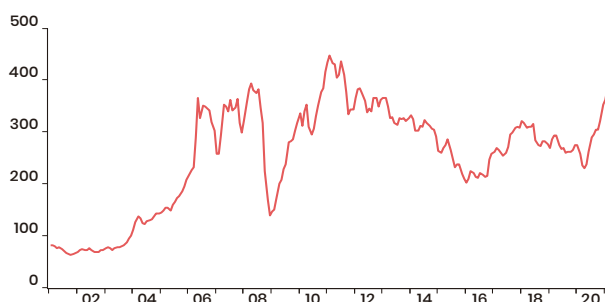


GRÁFICO 2: PRECIO DEL COBRE (US\$/libra)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg.

Lo anterior, ha generado que el impulso externo que están recibiendo las economías emergentes exportadoras de materias primas -como la chilena- sea mucho mayor a lo previsto.

En particular para Chile, al ser el cobre el principal producto de exportación, la variación de su precio tiene una gran incidencia sobre los términos de intercambio (gráfico 4), los que a su vez incentivan el gasto interno tanto por consumo como por inversión (gráfico 5). **Esto es uno de los principales factores que apoyaría la recuperación del PIB este año.**

Cabe destacar que nuestro escenario base considera un cobre de US\$ 3,6 vs el US\$ 3 estimado previamente, lo que implícitamente tiene una baja desde el precio actual, mientras que en el caso del petróleo el alza es desde US\$ 40 a US\$ 60. De mantenerse el cobre en torno a US\$ 4 el impulso externo sería mayor.

Por su parte, **las condiciones financieras son muy favorables**, medidas a través del costo de financiamiento a 5 ó 10 años (tasa del bono del tesoro más el riesgo país), que pese al leve incremento reciente sigue estando en niveles muy bajos en términos históricos (gráfico 6).

GRÁFICO 3: SPREAD CEMBI LATAM (puntos)

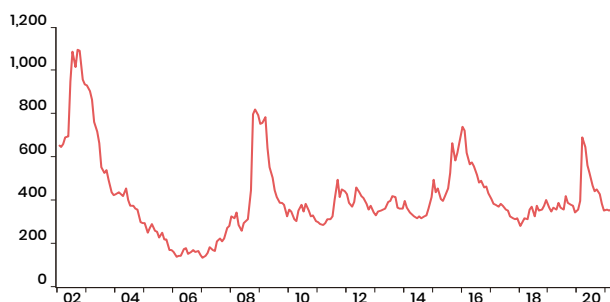
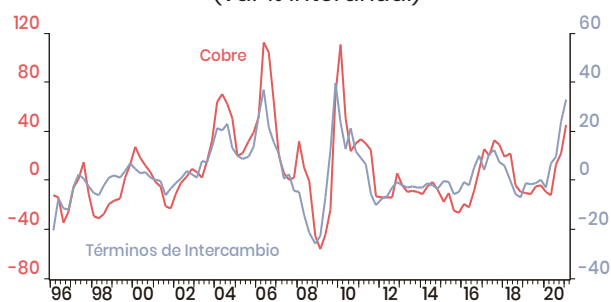
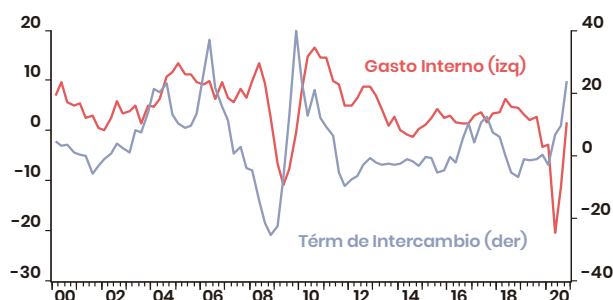
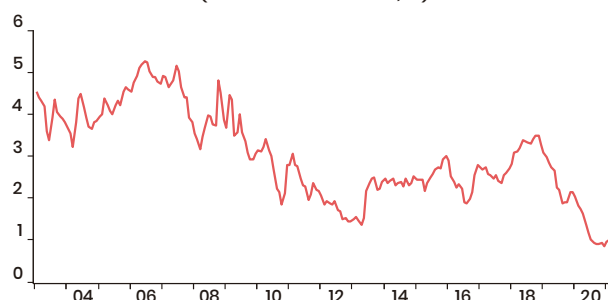


GRÁFICO 4: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y COBRE (var % interanual)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg.

GRÁFICO 5: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y GASTO
(var % interanual)GRÁFICO 6: COSTO FINANCIAMIENTO
(BT5 + EMBI CHILE, %)

Fuente: Estudios Security, Banco Central, Bloomberg.

Al respecto, el alza reciente de las tasas base en EE.UU. respondería a la recuperación de la actividad global ([Ver Correo Security](#)), reflejando la expectativa de un retiro anticipado del estímulo. **No compartimos la visión respecto a que la Fed retiraría el estímulo antes de lo previsto**, por lo que difícilmente observaríamos otro aumento en las tasas de largo plazo de la magnitud que hubo en febrero y lo que va de marzo, además de que las tasas de convergencia implícitas en el mercado están cerca de la neutral en el caso de EE.UU. (que estimamos en 2,5%) y por sobre en el caso de Chile (3,3%) (gráfico 7).

En el mercado cambiario, seguimos previendo espacio para que **el dólar retome su tendencia a la depreciación**, que comenzó a mediados del año pasado, se intensificó a fines de 2020 y que se pausó en lo que va de 2021, en la medida que el proceso de vacunación masiva en el resto del mundo vaya igualando el éxito en EE.UU., lo que apoyaría el flujo de capitales a economías emergentes así como precios de materias primas elevados. En definitiva, un círculo virtuoso que apoyaría la recuperación en los próximos trimestres.

GRÁFICO 7: TASA NOMINAL (5 en 5, %)

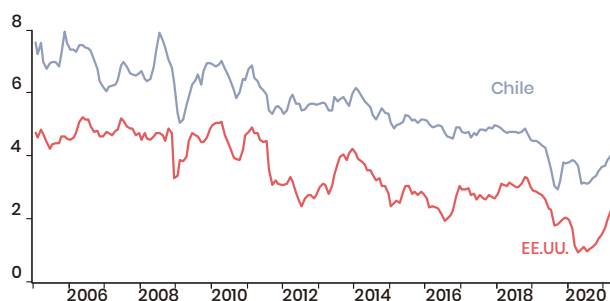
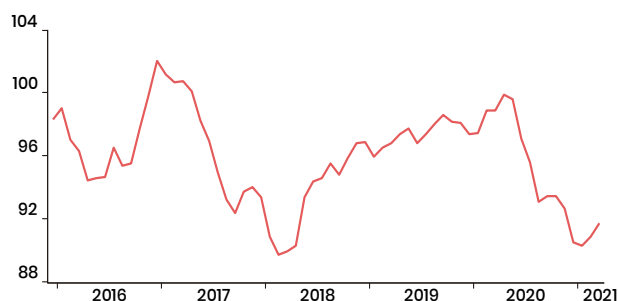


GRÁFICO 8: DÓLAR A NIVEL GLOBAL (Índice DXY)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg, FED.

Capacidad de Reactivación Mejor a lo Esperado

En los últimos meses se ha ratificado que **la economía chilena tiene una buena capacidad de reactivación**, incluso mejor a lo previsto. Ello se refleja en la evolución del Imacec mensual en términos desestacionalizados, el cual ha crecido en promedio 2% mensual entre junio de 2020 y enero de este año (gráfico 9).

Ello se dio en un contexto de reapertura gradual de la economía, por lo que en la medida que el proceso de vacunación continúe, es esperable se vayan eliminando las restricciones sanitarias y por ende los sectores más afectados por éstas (servicios, construcción, transporte) vayan aportando al crecimiento de la economía, especialmente en el segundo semestre del año.

Desde la perspectiva de la demanda interna, **este año estará liderado por el consumo privado**, el cual comenzó su recuperación a fines de 2020 apoyado por las medidas fiscales y el retiro de fondos previsionales, mientras que la inversión estaría más contenida debido a la mayor incertidumbre local (elecciones varias, proceso constituyente), aunque el mayor impulso externo mejoró las perspectivas en el margen.

GRÁFICO 9: IMACEC (Índice desestacionalizado)

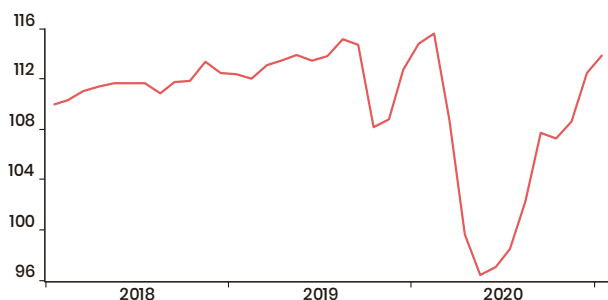
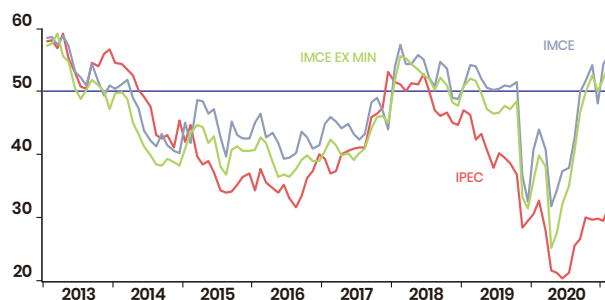


GRÁFICO 10: EXPECTATIVAS PRIVADAS (índice 50)



Fuente: Estudios Security, Banco Central, ICARE, Adimark. IMCE: Confianza Empresarial. IPEC: Percepción del Consumidor.

En efecto, los índices de confianza de empresarios volvieron a terreno optimista (gráfico 10), después de estar más de un año en zona pesimista. Un punto relevante será la mayor inversión pública anticipada, principalmente en infraestructura.

Si bien la recuperación está siendo más rápida de lo previsto y el crecimiento sería más elevado este año, **hay consecuencias de la pandemia que serán más permanentes o que demorarán mucho tiempo en volver a los niveles previos.**

Uno de los más relevantes es el mercado laboral. A grandes números, la crisis llevó a que se perdieran 2 millones de empleos (hubiesen sido más sin la Ley de Protección al Empleo), aumentando la tasa de desocupación desde 7% a 13%. Lo anterior esconde que hubo 1,7 millón de personas que salió de la fuerza laboral, ya sea porque no podía moverse de su hogar por estar en cuarentena o porque consideraba que si salía a buscar trabajo no iba a encontrar. Si todas esas personas no hubiesen salido de la fuerza laboral, la tasa de desempleo hubiera sido de 25% o más.

La recuperación de la actividad ha llevado a que **la mitad de los empleos perdidos se hayan vuelto a generar** (gráfico 11), moderando la tasa de desempleo hasta 10% (gráfico 12). La duda viene por si la economía será capaz de absorber con empleos una normalización rápida de la tasa de participación laboral en los próximos meses, junto con la calidad de los empleos.

GRÁFICO 11: EMPLEO (miles de personas)

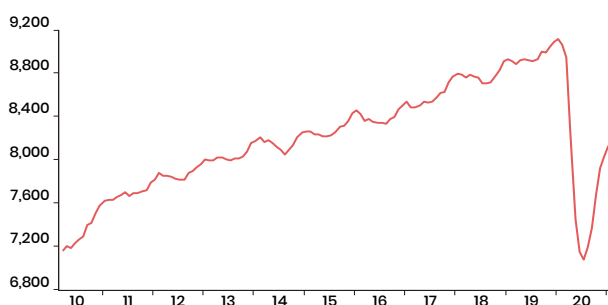
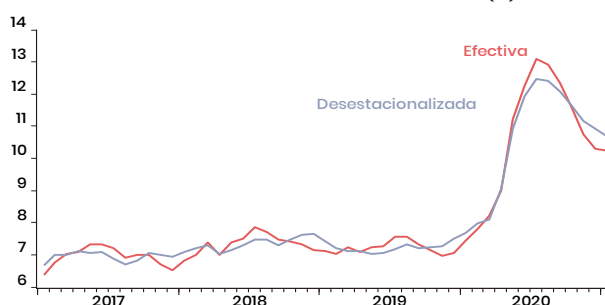


GRÁFICO 12: TASA DE DESEMPLEO (%)



Fuente: Estudios Security, INE.

En definitiva, con el mayor impulso externo que ya recibió la economía chilena y que se mantendría favorable en los próximos trimestres, la prolongación del exitoso proceso de vacunación, la permanencia de los estímulos económicos (monetarios y fiscales) y una baja base de comparación prevemos un alza del PIB de 7% para este año, en la parte alta de las expectativas privadas, las que de todas formas han subido en los últimos meses desde 4,5% a fines del año pasado a 5,3% en marzo acorde a la Encuesta Mensual de Expectativas. Eso sí, esta previsión no considera nuevas interrupciones en los próximos meses por crisis social ni nuevas restricciones a la movilidad. El desafío está hacia 2022, año en el cual la inversión seguiría contenida debido a la incertidumbre local, el mercado laboral continuaría dañado, no habría nuevo impulso externo ni apoyos monetarios ni fiscales. Por lo tanto, prevemos un alza de 2,5% del PIB.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Mayores Gastos y Mayores Ingresos Fiscales

El significativo incremento en el precio del cobre ha sido un alivio para las arcas fiscales, lo que junto al mayor dinamismo de la demanda interna ayudará a que los ingresos del gobierno crezcan más de lo previsto. No obstante, la presión sobre el gasto fiscal sigue siendo muy grande: pandemia, elecciones, reforma de pensiones, etc.

En este contexto, el resultado fiscal se moderaría desde el 7,3% del PIB registrado en 2020 hasta cerca de 4% este año (gráfico 13). De esta forma, la deuda pública tras finalizar 2020 en 35% del PIB llegaría a 38% del PIB este año (gráfico 14), niveles por debajo de lo previsto hace unos meses, lo que mantendría contenidas las perspectivas de las clasificadoras de riesgo. Con todo, para cumplir los compromisos fiscales en 2022, el gasto fiscal tendrá que crecer de manera muy acotada en 2022 (por debajo del PIB) llevando a que el impulso fiscal pase a ser negativo ese año.

GRÁFICO 13: RESULTADO FISCAL (% PIB)

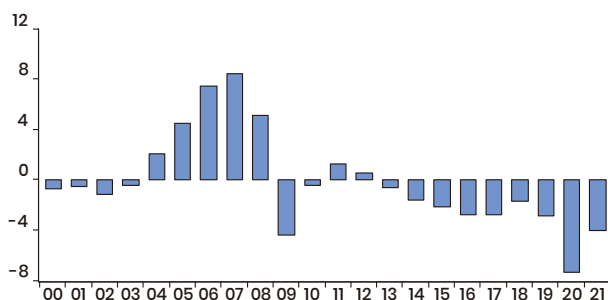
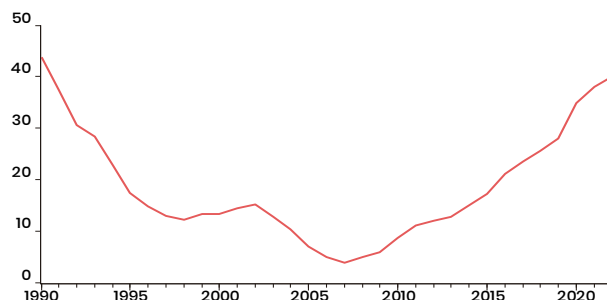


GRÁFICO 14: DEUDA FISCAL (% PIB)



Fuente: Estudios Security, Dipres.

Eventual Aumento de la Inflación Sería Transitorio

La recuperación de la economía, y de los precios de los productos básicos, también generó un aumento en las expectativas de inflación. Al respecto, algunas consideraciones a tener en cuenta. Por un lado, un eventual aumento de la inflación por este factor sería transitorio ([Ver Correo Security](#)).

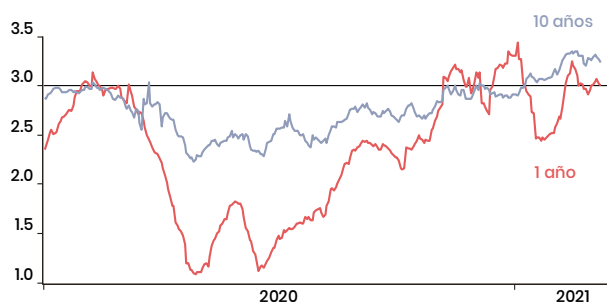
Por otro lado, hay que recordar que la economía chilena venía de varios años creciendo por debajo del potencial, lo que amplió las holguras de capacidad. La gran caída del PIB en 2020 exacerbó esta tendencia, por lo que la economía sigue operando con amplias brechas de capacidad, que tardarán varios trimestres en cerrarse, lo que mantendría acotadas las presiones subyacentes de la inflación. En el corto plazo, la inflación total estará determinada por el alza de los alimentos y los combustibles, pero en una perspectiva de mediano plazo también incidirá la apreciación cambiaria.

En este contexto, **la inflación anual subiría hasta cerca de 4% a mediados de año por la baja base de comparación, pero de ahí en más volvería al rango 3%-3,5% a diciembre de 2021 nivel en el que se quedaría fluctuando también en 2022.**

GRÁFICO 15: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (var % interanual)



GRÁFICO 16: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (bonos, %)



Fuente: Estudios Security, INE, ICAP, Riskamerica.

Dicha trayectoria no es muy distinta a la implícita en los precios de mercado (gráfico 15). En tanto, las compensaciones inflacionarias (derivadas de los bonos) que en algún momento anticipaban un escenario de inflación muy baja, han repuntado con la recuperación de los precios de las materias primas, las mejores cifras de actividad y la gradual reapertura, ubicándose en torno a 3% a diferentes plazos (gráfico 16).

Banco Central Mantendría la TPM al Menos Hasta el Primer Semestre de 2022

El mencionado repunte en la actividad y en las expectativas de inflación ha llevado a parte del mercado a esperar un retiro más anticipado de la expansividad monetaria por parte del Banco Central, explicando en parte el alza en las tasas de interés del último mes. **Nuestra visión en cambio apunta a que el ente rector mantendría la TPM durante todo 2021 y al menos el primer semestre de 2022** (gráfico 17).

Ello debido a que como se mencionó, un eventual incremento de la inflación en el corto plazo sería transitorio, como lo refleja el anclaje de las expectativas de inflación en torno al 3%. Pero también se suma al lento cierre de las brechas de capacidad, que la recuperación de la economía todavía es frágil, y necesitará de la expansividad monetaria y las medidas no convencionales para sustentar la recuperación. Estos apoyos se retirarían antes de ver los ajustes de la TPM.

GRÁFICO 17: TPM ESPERADA (%)

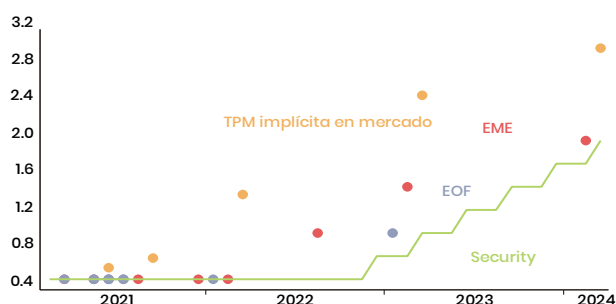
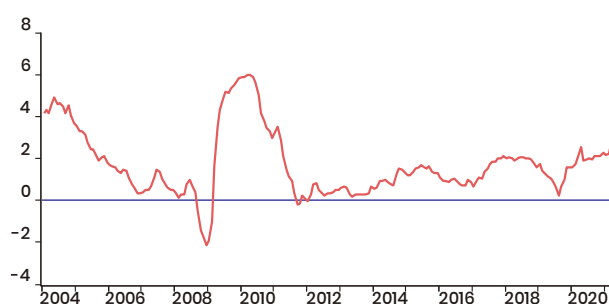


GRÁFICO 18: PENDIENTE CURVA (BCPI0-TPM, %)



Estudios Security, Banco Central, Bloomberg.

Con todo, las tasas de interés de largo plazo exhibieron un alza en respuesta al incremento de las tasas externas, a la mejora de las perspectivas de actividad y de inflación. **Este incremento en la pendiente de la curva** (gráfico 18) **estaba dentro de lo esperado, aunque la velocidad del aumento fue más rápida, por lo que las tasas de interés ya llegaron a los niveles que preveíamos a fin de año.**

Esto no significa que las tasas de interés de largo plazo vayan a bajar –aunque no se puede descartar algo de volatilidad– sino que difícilmente veremos un aumento similar al de febrero–marzo.

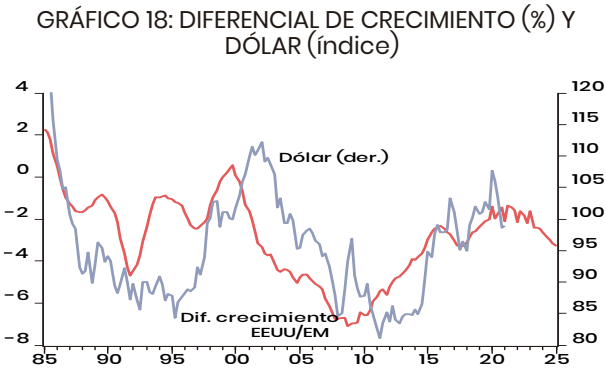
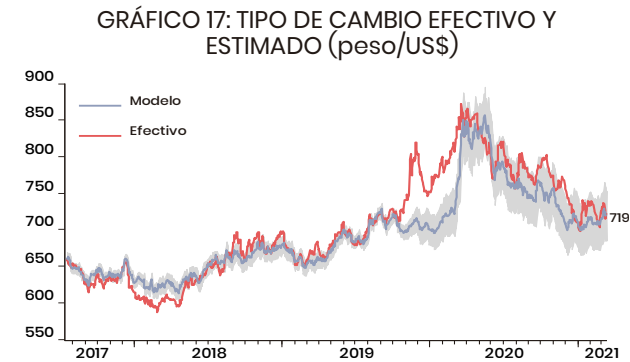
La trayectoria sería similar para las tasas reajustables en UF, debido a que las compensaciones inflacionarias están en torno a 3%, lo que consideramos su valor coherente con el panorama local. **En definitiva, en una cartera de renta fija local seguimos sugiriendo estar con una duración levemente bajo el benchmark, y sin un sesgo entre monedas (pesos/UF).**

Peso Seguiría Apreciándose

Al ser el peso una moneda que flota libremente, y siendo Chile una economía muy abierta, la variación del tipo de cambio responde mayoritariamente a cómo se mueven las variables externas. El estallido social de octubre de 2019 rompió esta correlación, aunque luego se volvió a acoplar, y desde entonces se ha mantenido fluctuando en la parte alta de lo sugerido, reflejando un castigo local, que se mantendría por varios trimestres.

Nuestra visión es que el dólar a nivel global -con volatilidad- retomaría su tendencia a la depreciación durante los próximos meses, principalmente contra las monedas de las economías emergentes en la medida que éstas se recuperarían con mayor fuerza de lo que lo haría EE.UU.

En este contexto, **el tipo de cambio fluctuaría en el rango \$700 - \$720 durante el año para transitar hacia \$680 nivel que estimamos de equilibrio hacia 2022.** Cabe destacar que a nuestro juicio los factores domésticos pueden interrumpir, exacerbar o amortiguar la tendencia, pero difícilmente revertirla. Dicho de otra forma, de no haber incertidumbre política social, el tipo de cambio podría apreciarse más aún dado el contexto internacional que prevemos.



ANEXO ESTADÍSTICO

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 ^e	2022 ^e
Indicadores Externos Relevantes								
Crecimiento Mundial PPP (%)	3.5	3.4	3.8	3.6	2.8	-3.5	5.9	4.0
Cobre (US\$/Libra, fdp)	210	257	308	276	275	352	360	350
Petróleo WTI (US\$ p/b)	49	43	51	65	57	39	59	52
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	0.4	0.8	1.5	2.5	1.8	0.3	0.3	0.3
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	2.2	2.5	2.4	2.8	1.9	0.9	1.4	2.0
Euro (fdp, US\$)	1.09	1.05	1.18	1.14	1.11	1.22	1.25	1.30
Yen (fdp,¥/US\$)	122	116	113	112	109	104	100	95
Indicadores de Actividad								
PIB (Var %)	2.3	1.7	1.2	3.9	1.1	-6.0	7.0	2.5
Gasto Interno (Var %)	2.5	1.8	2.9	4.8	1.1	-8.1	7.6	4.3
Consumo Privado	2.1	2.7	3.4	3.7	1.1	-6.6	7.7	4.0
Inversión en Capital Fijo	-0.3	-1.3	-3.1	4.8	4.2	-12.3	8.0	4.5
Crecimiento Sectorial (%)								
Minería	-0.9	-2.1	-1.3	5.7	-2.3	0.9	1.3	0.9
Industria	0.2	-1.1	1.1	5.2	0.6	-3.4	1.6	2.0
Electricidad, gas y agua	3.4	1.7	4.2	4.8	-0.8	-0.2	3.5	2.5
Construcción	4.3	3.4	-3.8	3.0	4.9	-18.6	-6.7	5.3
Comercio, restaurantes y hoteles	2.2	1.7	3.0	3.8	0.1	-9.0	8.5	2.0
Servicios Financieros y Empresariales	1.3	0.3	-1.3	3.7	3.8	-2.3	2.3	2.0
Mercado Laboral								
Tasa de Desempleo (prom %)	6.3	6.7	7.0	7.4	7.2	10.7	10.1	9.8
Crecimiento del Empleo (%)	1.7	1.2	2.4	2.2	2.1	-12.3	9.4	2.8
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	1.5	1.6	2.7	2.6	2.0	-8.9	8.7	2.5
Cuentas Externas								
Balanza Comercial (miles de millones US\$)	3.4	4.9	7.4	4.6	4.2	16.8	15.8	12.6
Exportaciones (miles de millones US\$)	62.0	60.7	68.8	75.2	69.9	71.7	88.7	88.2
Importaciones (miles de millones US\$)	58.6	55.9	61.5	70.6	65.7	54.9	72.8	75.6
Cuenta Corriente (miles de millones US\$)	-5.7	-5.0	-6.4	-10.6	-10.9	3.1	4.0	0.4
Cuenta Corriente (% del PIB)	-2.4	-2.0	-2.3	-3.6	-3.9	1.2	1.4	0.1
Finanzas Públicas								
Balance Gobierno (% del PIB)	-2.1	-2.7	-2.8	-1.7	-2.8	-7.3	-4.0	-3.5
Precios								
IPC dic-dic (%)	4.4	2.7	2.3	2.6	3.0	3.0	3.2	3.2
IPC sin Volátiles dic-dic (%)	5.2	3.1	2.1	2.3	2.5	3.3	2.8	3.0
Inflación Externa Relevante BCCh (prom, %)	-9.8	-2.8	3.9	2.3	-2.4	-1.4	10.8	3.9
Salarios Nominales (var prom,%)	6.2	4.0	5.7	4.5	4.7	3.7	4.5	4.3
Costos Laborales Unitarios (var prom,%)	5.6	3.5	7.0	2.7	5.8	-3.3	6.9	4.3
Tasas de Interés								
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$)	3.5	3.5	2.5	2.8	1.8	0.5	0.5	0.8
BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	1.5	1.9	1.6	0.5	-0.1	0.0	0.1
BCP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.6	4.4	4.6	4.3	3.3	2.7	3.2	3.3
Tipo de Cambio								
T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)	707	667	615	696	745	711	720	680

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Étienne Célèry P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Roberto Valladares R.
Analista de Inversiones
roberto.valladares@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.cl • (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.