

Escenario macro - Chile



17 de abril de 2024

Economía global

La elevada inflación y una actividad todavía robusta posponen los recortes de tasa en EE.UU. 2

Estados Unidos: modificamos nuestra expectativa para el inicio de recortes de tasa de junio a diciembre de este año, además de seguir previendo 3 recortes en 2025.

Chile

Presiones al alza 8

Con todo, la inflación por encima de la meta, junto a una postura más cautelosa de la Fed nos llevan a esperar recortes de 50 y 25pb de aquí en adelante hasta que la tasa de política alcance el 5,25% a fin de año.

Revisión de Escenario

Mundo

	2023	2024		2025	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,1	3,1	3,1	3,3	3,3

Brasil

	2023	2024		2025	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,9	2,3	2,0	1,8	2,0
BRL / USD (dic)	4,86	5,00	4,90	5,20	5,10
Tasas de interés (dic) - %	11,75	9,75	9,25	9,75	9,25
IPCA (%)	4,6	3,7	3,6	3,6	3,5

Argentina

	2023	2024		2025	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,6	-3,0	-3,0	2,5	2,5
ARS / USD (dic)	809,0	1500,0	1695,0	2350,0	2650,0
Tasa de referencia - %	100,0	70,0	80,0	60,0	60,0
IPC - %	211,4	180,0	180,0	60,0	60,0

Colombia

	2023	2024		2025	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,6	1,0	1,0	2,6	2,9
COP / USD (dic)	3855	4000	3880	4000	3890
Tasas de interés (dic) - %	13,00	8,75	8,25	6,00	5,25
IPC - %	9,3	5,2	4,8	3,0	3,0

América Latina y el Caribe

	2023	2024		2025	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB (%)	2,2	2,0	1,8	2,3	2,4

México

	2023	2024		2025	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,2	2,8	2,8	1,8	1,8
MXN / USD (dic)	16,97	17,90	18,20	18,90	19,30
Tasas de interés (dic) - %	11,25	9,75	9,50	7,75	7,50
IPC - %	4,7	4,2	4,2	3,7	3,7

Chile

	2023	2024		2025	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,2	2,4	1,7	2,0	2,2
CLP / USD (dic)	879	920	890	850	830
Tasas de interés (dic) - %	8,25	5,25	4,75	4,50	4,50
IPC - %	3,9	4,1	3,5	3,1	3,0

Perú

	2023	2024		2025	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-0,6	2,5	2,5	3,0	3,0
PEN / USD (dic)	3,70	3,75	3,75	3,77	3,77
Tasas de interés (dic) - %	6,75	5,75	5,25	4,25	4,25
IPC - %	3,2	2,8	2,8	2,5	2,5

Fuente: Itaú.

Economía global

La elevada inflación y una actividad todavía robusta posponen los recortes de tasa en EE.UU.

- ▶ **Estados Unidos:** modificamos nuestra expectativa para el inicio de recortes de tasa de junio a diciembre de este año, además de seguir previendo 3 recortes en 2025. La fortaleza de la actividad, junto con una inflación más persistente, deberían llevar a la Reserva Federal a esperar más tiempo y recopilar más datos, a fin de tener la confianza suficiente para iniciar el ciclo de recortes en de tasa en el país.
- ▶ **Europa:** seguimos esperando el inicio de recortes de tasa de interés en junio, en un contexto de debilidad de la actividad y moderación de la inflación. Prevemos que la tasa de referencia baje desde 4,0% actualmente a 2,75% para fin de 2024 y a 2,0% en 2025.
- ▶ **China:** mejora de la actividad en el 1T24, aunque en un escenario de persistente incertidumbre. Mantenemos nuestras estimaciones de crecimiento del PIB en 4,7% en 2024 y 4,5% en 2025.
- ▶ **Mundial:** otros MD se están desacoplando de la Reserva Federal y señalan que los recortes de tasa comenzarán pronto.
- ▶ **América Latina:** Un escenario adverso.

EE.UU.: recortes de tasa empezarán en diciembre

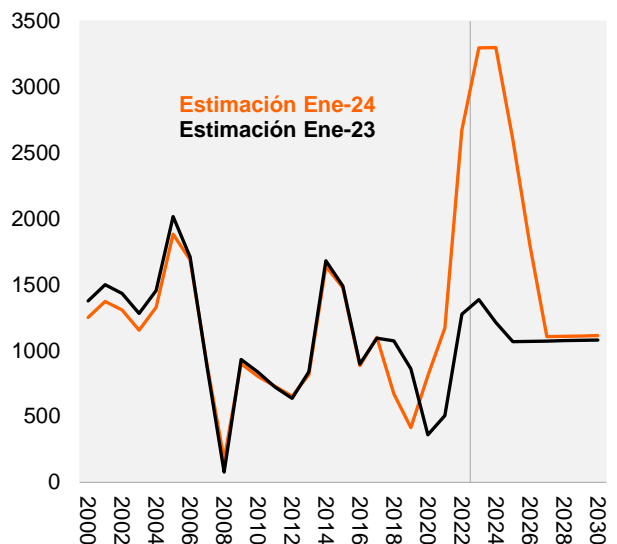
El crecimiento y el empleo deberían mantenerse sólidos en el primer semestre del 2024. Prevemos un crecimiento del PIB de 2,5% en el 1T24, aún robusto e impulsado por el gasto de los hogares (2,3% trimestral anualizado desestacionalizado).

Una de las razones de la solidez de la actividad vista recientemente es el aumento de la inmigración en los últimos años, la cual eleva el PIB potencial a través de un crecimiento más rápido de la mano de obra. El aumento de la inmigración se hizo más evidente tras una revisión de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO), que ahora calcula que cada año llegan a EE.UU. 3 millones de nuevos inmigrantes (ver gráfico), en su mayoría personas no autorizadas (~2 millones), lo que provoca un choque de oferta por mayor mano de obra en la economía. Estimamos que el aumento de la inmigración incrementa el PIB potencial 0,5 p.p. a 2,5%-3,0%.

Este choque migratorio estaría detrás del alza en el empleo, donde sería más evidente en el sector industrial el cual absorbe más inmigrantes en términos relativos (ver gráfico). Por tanto, también esperamos un fuerte crecimiento de las nóminas

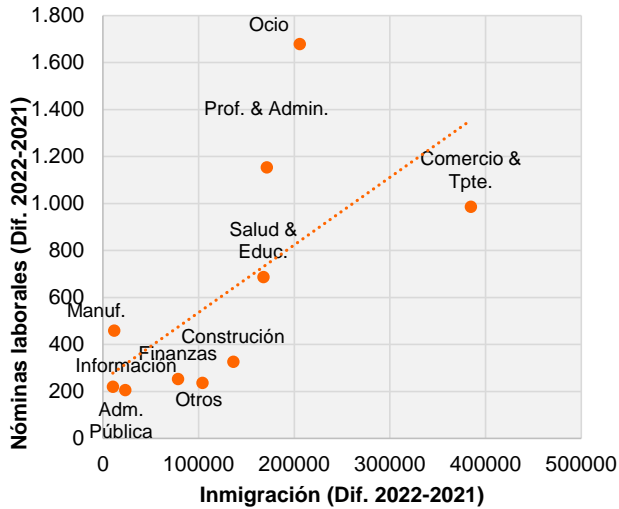
laborales -por encima de 200.000 al mes- a lo largo del primer semestre. En este sentido, nuestra estimación de nómina neutral (consistente con un desempleo constante) fue de 250.000 el año pasado y debería ubicarse en torno a 210.000 este año, y así, manteniendo una tasa de desempleo estable en 2024.

Revisión al alza de las estimaciones sobre inmigración



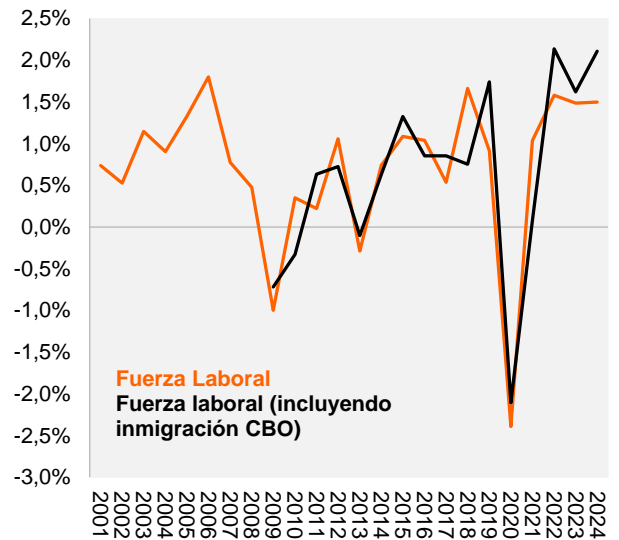
Fuente: CBO, Itaú

La inmigración y el aumento en el empleo estarían correlacionados



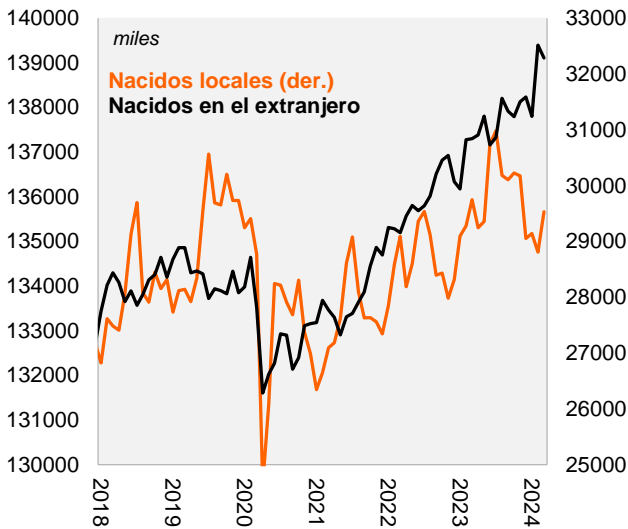
Fuente: Haver, CBO, Itaú

Aumenta la fuerza laboral



Fuente: Haver, Itaú

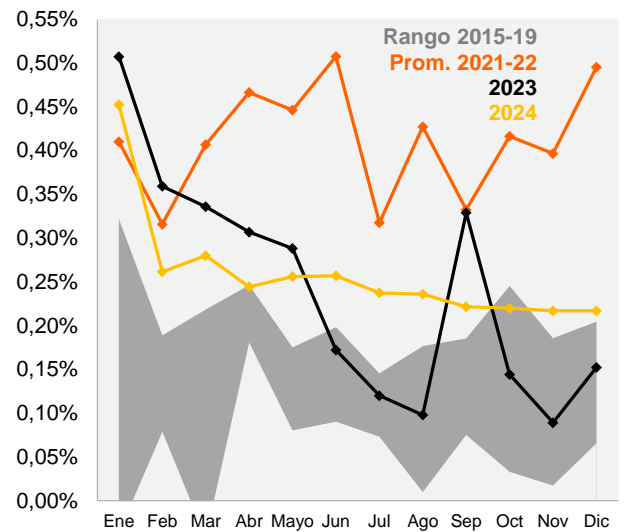
Aumenta la fuerza laboral nacida en el extranjero



Fuente: Haver, Itaú

Al mismo tiempo, a pesar mejores perspectivas por el lado de la oferta, la inflación sorprendió al alza por tercer mes consecutivo en marzo. La persistencia de la alta inflación, la cual sigue en niveles superiores a la meta, aumenta las dudas de que el repunte en la inflación visto en la primera parte del año haya sido transitorio. Seguimos esperando una desaceleración del deflactor de los GCP subyacente en los próximos meses, sin embargo, esta trayectoria podría ser aún más errática al considerar una actividad resiliente, y con salarios aún bajo presión, en medio de recientes sorpresas al alza.

Ritmo deflactor del gasto del consumo personal (GCP) subyacente



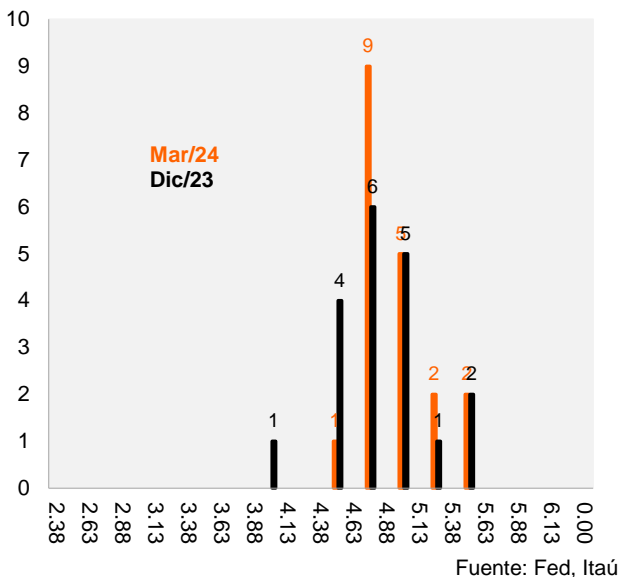
Fuente: Haver, Itaú

Con una actividad robusta y una inflación más persistente, la Fed necesitará más tiempo para recuperar la confianza en la trayectoria de desinflación, retrasando así el inicio de los recortes de tasa de interés.

Modificamos nuestra previsión del inicio de los recortes de tasa de junio a diciembre, manteniendo 3 recortes el año que viene. En la reunión de marzo, los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto señalaron que la mediana de las expectativas se ubicaría en tres recortes de tasa para este año, aunque con una distribución asimétrica hacia menos recortes. En este sentido, la nueva sorpresa inflacionaria debería bastar para que la mayoría de los miembros descarten la posibilidad de recortes de tasa de interés en el primer semestre del año, especialmente en un escenario de crecimiento y empleo fuerte, el cual se espera que continúe. Preveamos una tasa terminal de 4,25-4,50%, la cual alcanzará en septiembre de 2025.

También revisamos al alza nuestra estimación para la tasa del Tesoro a 10 años a 4,35% (desde 4,0%) este año y a 4,0% (desde 3,75%) el año próximo.

La Fed prevé tres recortes este año, pero la distribución apunta a menos

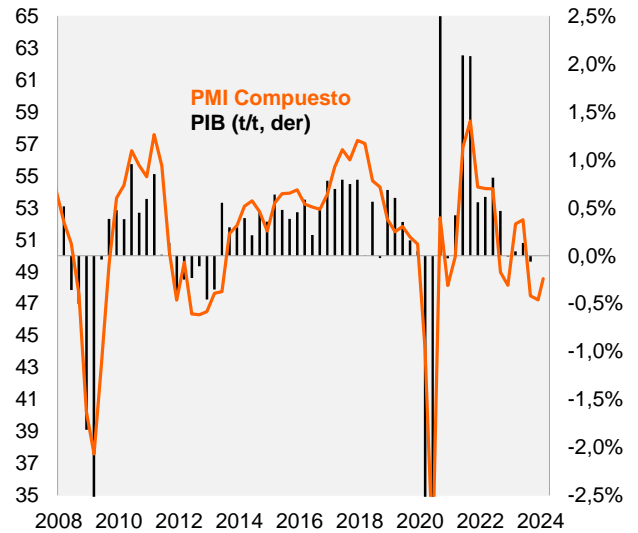


Europa: Recortes de tasa comenzarán en junio en un contexto de debilidad de la actividad y moderación de la inflación

Indicadores apuntan a una estabilización de la actividad a un nivel bajo. Las encuestas de PMI

mostraron una mejora en el 1T24 impulsada por los servicios, mientras que los avances en el sector manufacturero siguieron siendo modestos. Los PMI indican un PIB estable a principios de 2024, a un ritmo aún lento, aunque abandonando el terreno negativo. Preveamos un crecimiento de 0,5% en el año, promediando 0,2% por trimestre.

PMI de la zona euro: en línea con un PIB plano en el 1T24



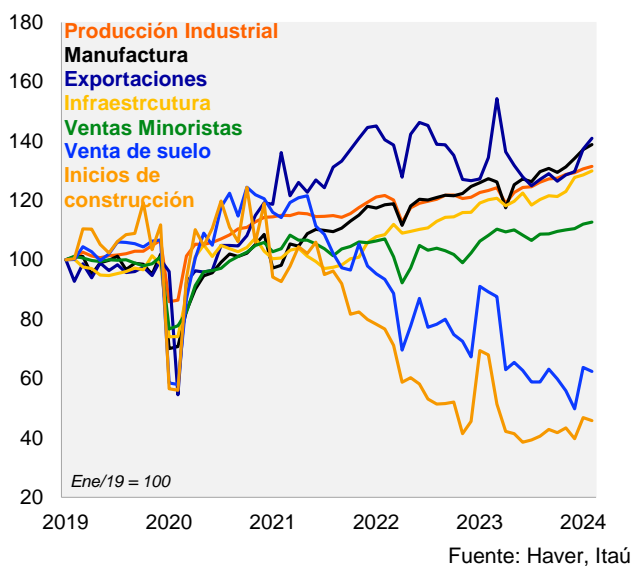
Esperamos una continua moderación de la inflación, lo que permitirá recortes en las tasas de interés a partir de junio. En marzo, la inflación subyacente retrocedió a 0,24% mensual desestacionalizado desde 0,38% en febrero. A futuro, la inflación subyacente debería volver a ubicarse en torno a 0,2% mensual, con una moderación de la inflación de servicios (en un contexto de debilidad de la actividad) y una inflación de bienes ubicándose en un nivel bajo. En este contexto, el primer recorte de la tasa de interés debería producirse en la reunión de junio, alcanzando 2,75% a fines de 2024 y 2,0% en 2025.

El ciclo de recortes del BCE, más pronunciado que el de la Reserva Federal, junto a una actividad débil, debería traducirse en una mayor debilidad del euro a futuro. Esperamos que el euro alcance 1,05 frente al dólar en 2024 y 2025, desde 1,08 anteriormente.

China: mejora de la actividad en el 1T24, en un escenario de persistente incertidumbre

Mejora de la actividad en el 1T24... Las cifras del PIB del 1T24 de un crecimiento anual de 5,3% dan cuenta de mejores perspectivas en el dinamismo de la actividad. Además, las cifras sectoriales de marzo mostraron que el sector manufacturero y de infraestructura siguen siendo los principales motores del dinamismo. Además, las encuestas del PMI siguen señalando un buen comportamiento de la industria en marzo, ubicándose en 50,8 (febrero de 2024: 49,1).

Manufactura e infraestructura compensan la debilidad del sector inmobiliario



...en un escenario de persistente incertidumbre. El modelo de crecimiento implantado por China en los últimos años -fomentar la infraestructura nacional y la industria manufacturera para compensar la desaceleración del sector inmobiliario- tuvo importantes repercusiones en la economía mundial, al mismo tiempo de plantear dudas sobre cuánto tiempo se mantendrá. En primer lugar, China tiene un exceso de capacidad de producción en múltiples industrias (como automóviles eléctricos, baterías, paneles solares), lo que crea una presión negativa sobre los precios internacionales de los artículos manufacturados. En segundo lugar, un entorno geopolítico mundial más complejo probablemente desencadenará respuestas proteccionistas de otros países, frenando las exportaciones chinas. Por último, los buenos resultados del sector nacional manufacturero y de infraestructura tienen un límite para compensar la debilidad del sector inmobiliario. Las ventas inmobiliarias diarias mejoraron algo en

marzo, pero se necesitan de más pruebas de la estabilización del sector. [\(Ver Visión macroeconómica: China: una economía dual\)](#)

En este contexto, nuestras previsiones de crecimiento se mantienen en 4,7% en 2024 y 4,5% en 2025.

Otros MD se desacoplan de la Fed y señalan que pronto recortarán la tasa, sin embargo, el Banco de Japón se mueve en dirección contraria y deja atrás las tasas negativas

Las políticas monetarias de los países desarrollados se hicieron evidentemente más divergentes en marzo, a pesar de la cautela de la Reserva Federal sobre el inicio de su ciclo de flexibilización.

Por un lado, los bancos centrales de Suiza, Australia y el Reino Unido se mostraron más moderados en sus decisiones. El Banco Nacional Suizo fue el primero del grupo de mercados desarrollados (MD) en recortar la tasa de interés, sorprendiendo al mercado. El Banco de la Reserva de Australia eliminó el sesgo alcista de su comunicado. El Banco de Inglaterra transmitió un mensaje conciliador, con un voto a favor de un recorte de la tasa en la última reunión y una guía por parte del presidente de que es posible que se produzcan recortes a futuro.

Por otro lado, el Banco de Japón dejó atrás las tasas de interés negativas, alcanzando un rango entre 0,0% y 0,1%. Sin embargo, sin la perspectiva de más alzas, prevemos que el yen se ubicará en un nivel más débil de 150 yenes/dólar este año y 145 el próximo (135 anteriormente para ambos años) y, en consecuencia, junto con nuestra revisión del euro, nuestra proyección del DXY se revisó a 105,5 y 105,1, respectivamente.

América Latina: Un escenario adverso

Déja vu. Desde nuestra última revisión mensual, la principal novedad fue (nuevamente) otro aplazamiento en la estimación del mercado sobre el inicio del ciclo de flexibilización de la Fed, provocado por una serie de datos más altos de lo esperado en Estados Unidos. Al considerar nuestra previsión de menos recortes de la Fed para este año, un dólar más fuerte y mayores riesgos inflacionarios derivados de los precios spot del petróleo (en medio de una elevada incertidumbre geopolítica), prevemos una mayor cautela en los ciclos de flexibilización actualmente en curso en la región.

Se prevé una senda de flexibilización más gradual.

Los bancos centrales de toda la región siguieron relajando la política monetaria, tal como habíamos previsto desde nuestro último informe, con México iniciando el ciclo de recortes a un ritmo de 25pb, llevando la tasa de política a 11,00%. Específicamente, aunque los nuevos descensos de la inflación subyacente en el país, y un comienzo más suave de la actividad este año apoyan a que continúe el ciclo de flexibilización en mayo, cambiamos nuestra proyección a que se dará una pausa en la reunión de aquel mes. Nuestra previsión para la tasa de política a fin de año se sitúa ahora en 9,75% (9,5% anteriormente) y 7,75% (7,5% anteriormente) para fines de 2025.

En Brasil, el BCB optó por unanimidad por un recorte de 50pb, en línea con lo esperado, llevando la tasa Selic a 10,75%, aunque redujo sus lineamientos en medio de una mayor incertidumbre, señalando que prevé un último movimiento de 50pb en su próxima reunión (eliminando el plural de las declaraciones anteriores), seguido de recortes de 25pb a partir de junio. Revisamos al alza nuestra proyección de tasa para fin de 2024 a 9,75% (9,25% anteriormente).

En Chile, el BCCh introdujo por unanimidad un esperado recorte de 75pb, situando la tasa de política en 6,5%, con lo que el total de recortes desde el inicio del ciclo asciende a 475pb, junto a una guía futura sugiriendo nuevos recortes, aunque eliminando la referencia explícita a alcanzar el nivel neutral de 4% durante el segundo semestre de 2024 (incorporada en la reunión de enero). La decisión y los cambios en el corredor de tasa se ajustaron básicamente a nuestras previsiones sobre la senda futura de la TPM, en las que proyectábamos una reducción secuencial del ritmo de recortes tras la decisión de enero de 100pb. Con todo, revisamos al alza nuestra previsión de la tasa de política para fin de año a 5,25% (desde 4,75%).

En Colombia, la Junta de BanRep aceleró finalmente el ritmo de recortes a 50pb, llevando la tasa de política a 12,25%, como habíamos anticipado. Aunque en la decisión tuvimos nuevamente miembros que votaron de a favor de mayores recortes, esperamos que BanRep continúe flexibilizando su política monetaria en 50pb en el corto plazo. Sin embargo, revisamos nuestra previsión para fines de 2024 a 8,75% (desde 8,25%). Al mismo tiempo, en Perú, revisamos nuestra previsión para 2024 a 5,75% (desde 5,25%).

No se acaba hasta que se acaba. El debilitamiento de la trayectoria cambiaria, junto a factores idiosincrásicos propios de cada país, nos llevaron a revisar al alza nuestras previsiones de inflación para 2024 en Chile (+60pb a 4,2%) y Colombia (+40pb a 5,2%). También revisamos nuestras previsiones de inflación para 2024 y 2025 en Brasil a 3,7% y 3,6% respectivamente (+10pb en cada año). Mantuvimos nuestras previsiones para el IPC de fin de año para México (4,2%) y nuestra previsión de inflación de fin de año para Perú por encima del consenso (2,8%).

En Argentina, de momento, va bien. El programa de estabilización avanza, produciendo una mejora más rápida de lo esperado en los datos nominales y una consolidación fiscal sin precedentes, contribuyendo a una recuperación de los activos argentinos. La inflación mensual se desaceleró, favorecida por la apreciación de la moneda, mientras que la balanza presupuestaria fue positiva en los dos primeros meses del año. Ahora prevemos un superávit fiscal primario de 0,5% del PIB en 2024 (frente a 0% del PIB en nuestro escenario anterior), ya que seguimos esperando que la economía se contraiga 3% en 2024, con riesgos a la baja teniendo en cuenta la enorme consolidación fiscal y el descenso de los salarios reales. Seguimos previendo una inflación de 180% para fines de 2024, con riesgos al alza, frente a 211,4% en 2023. También revisamos a la baja nuestra estimación del tipo de cambio nominal a 1.500 pesos/dólar para fin de 2024 (frente a 1.695 pesos en nuestro escenario anterior), suponiendo una aceleración más suave de la política de paridad móvil a partir del 2T24, y redujimos nuestra previsión de tasa de política monetaria a 70% para fin de año, frente a 80% anteriormente. Las perspectivas macroeconómicas continúan siendo frágiles, y la confianza de la población en el Gobierno, que sigue siendo elevada, se verá puesta a prueba por los efectos del escenario de estanflación en los próximos meses.

Proyecciones: Economía global

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
Economía mundial									
Crecimiento del PIB Mundial - %	2,8	-2,8	6,3	3,5	3,1	3,1	3,1	3,3	3,3
EUA - %	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,5	2,5	2,0	2,0
Zona del Euro - %	1,6	-6,2	5,9	3,4	0,5	0,5	0,5	0,9	0,9
China - %	6,0	2,3	8,1	3,0	5,2	4,7	4,7	4,5	4,5
Tasas de interés y monedas									
Tasa Fed - %	1,6	0,1	0,1	4,4	5,3	5,1	4,6	4,4	3,9
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,00	0,93	1,47	3,88	3,88	4,35	4,00	4,00	3,75
USD/EUR - final del período	1,12	1,22	1,13	1,07	1,10	1,05	1,08	1,05	1,08
CNY/USD - final del período	7,0	6,5	6,4	6,9	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2
Índice DXY (*)	96,4	89,9	95,7	103,5	101,3	105,5	102,2	105,1	101,7

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

* El DXY es un índice para el valor internacional del dólar americano, que mide su desempeño en relación a una cesta de monedas incluyendo: euro, yen, libra, dólar canadiense, franco suizo y corona sueca.

Chile

Presiones al alza

- ▶ El repunte de la actividad esperado para este año se verá impulsado por el consumo privado, al mismo tiempo de tener mejores resultados en la producción minera. La revisión de las cuentas nacionales, y un comienzo de año mejor de lo esperado, nos llevaron a mejorar en 70pb nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2024 a 2,4% (0,2% en 2023). Sin embargo, esta revisión fue contenida por las revisiones al alza de nuestras estimaciones de inflación, tasas de interés y de la trayectoria del peso.
- ▶ Si bien seguimos creyendo que el peso chileno seguirá bajo presión en el corto plazo debido a la reducción en los diferenciales de tasas de interés, el tipo de cambio debería apreciarse gradualmente desde sus niveles actuales a medida que las trayectorias de política monetaria a nivel mundial empiecen a normalizarse. Sin embargo, dada la trayectoria más elevada del peso durante este año, además de las altas sorpresas positivas en el IPC durante el 1T24, y la incorporación de aumentos en el precio de la electricidad, ahora prevemos una inflación a fin de 2024 en 4,1% (0,6 p.p. por encima de nuestro escenario anterior).
- ▶ Con todo, la inflación por encima de la meta, junto a una postura más cautelosa de la Fed nos llevan a esperar recortes de 50 y 25pb de aquí en adelante hasta que la tasa de política alcance el 5,25% a fin de año (+50pb por encima de nuestro escenario de marzo y del rango neutral de 3,5-4,5%).

Una recuperación más rápida de la actividad

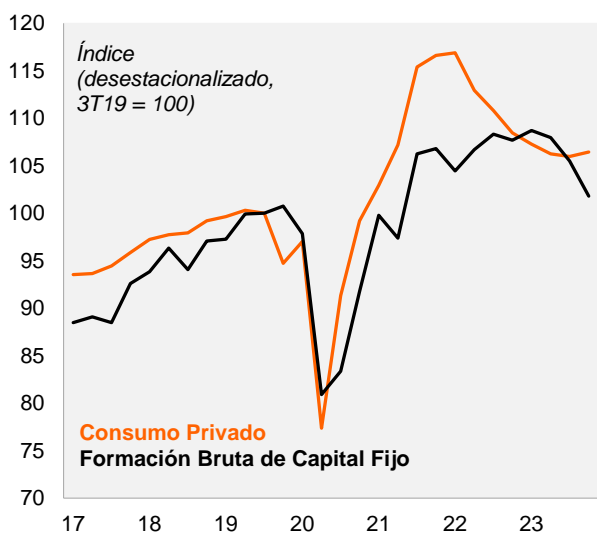
El indicador mensual del PIB (IMACEC) aumentó 2,0% (desestacionalizado) de diciembre a enero, y otro 0,8% desde febrero, lo que llevó a un crecimiento promedio anual de 3,4%. El incremento anual se vio impulsado en gran parte por los efectos del año bisiesto (estimado en +1 p.p.), al mismo tiempo de apreciar mejoras secuenciales en todos los sectores. En términos trimestrales, el IMACEC aumentó 4,3% anualizado desestacionalizado (0,6% en el 4T), impulsado por la minería y 4,4% por el alza del sector no minero (2,5% en el 4T) debido al avance del sector comercial y de los servicios. El gasto fiscal también respaldó la actividad en el año. Los gastos reales del Gobierno central subieron 15,1% interanual en febrero, aumentando sustancialmente por segundo mes consecutivo (7,5% en enero). Por su parte, los gastos corrientes subieron 9% interanual, debido principalmente a subsidios y donaciones, así como a los efectos de base de los pagos de pensiones financiados por el Estado. Los gastos de capital tuvieron un incremento de 86,3% interanual, impulsado por un alza de 146,9% interanual en la inversión pública y de 66,7% interanual en las transferencias de capital a las regiones. En nuestra opinión, los grandes aumentos reflejados en los últimos meses reflejan una recuperación del menor gasto de diciembre de 2023, el cual consistió en un esfuerzo por cumplir con las metas fiscales del año pasado, en un contexto de bajos activos líquidos. Los

gastos en el año aumentaron 11,2% interanual acumulados hasta febrero, muy por encima del incremento interanual de 5,6% previsto por el Ministerio de Hacienda para 2024. Por otro lado, los indicadores adelantados siguen apuntando a una recuperación de la actividad. La confianza empresarial ICARE mejoró en el margen en marzo, aumentando por tercer mes consecutivo, aunque permanece en territorio pesimista. La confianza empresarial subió a 46,3 puntos (50 = neutral; 44,9 en febrero), y el índice no minero se ubicó en 42,2 (40,8 en febrero). Además, las importaciones de bienes de consumo muestran resultados positivos durante el primer trimestre (pero junto a una mayor debilidad en las importaciones de bienes de capital). El crecimiento anual del crédito bancario real se mantuvo ligeramente positivo por segundo mes consecutivo en febrero, mientras que el crecimiento mensual del empleo, y el aumento de los salarios, llevaron a una mejora de la masa salarial real. Con todo, el fuerte inicio de año de la actividad llega luego de un 2023 mejor de lo esperado. Secuencialmente, la economía subió 0,1% del 3T23 al 4T23, sumando el aumento de 0,8% del trimestre anterior. Como resultado, la economía aumentó 0,2% el 2023, sorprendiendo al alza la estimación previa del IMACC de -0,2%.

El déficit de cuenta corriente registró un importante ajuste el año pasado, en línea con la caída de la demanda interna de 4,2%. El déficit de cuenta corriente del PIB de 3,6 % en 2023 se situó

muy por debajo del 8,7% observado en 2022, lo que refleja una economía más equilibrada y una menor vulnerabilidad a los shocks externos. Durante el año, la balanza comercial de bienes se mantuvo prácticamente estable con respecto a 2022, mientras que el déficit de servicios se redujo notablemente. El déficit de ingresos siguió aumentando mientras los precios del cobre se mantuvieron elevados. El desglose del financiamiento del déficit de cuenta corriente siguió mejorando: la mayor parte provino de la IED a largo plazo.

Desacople entre Consumo Privado e Inversión



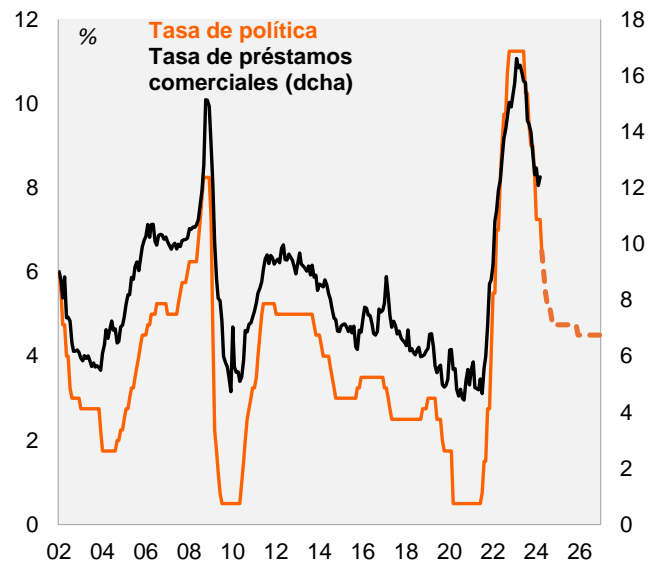
Fuente: BCCh, Itaú.

Repunte de la inflación

La inflación del año pasado estuvo muy por debajo de las expectativas, pero los registros durante 2024 sorprenden al alza. Los precios al consumidor aumentaron 0,7% de diciembre a enero y otro 0,6% a febrero, antes de desacelerar a 0,4% en marzo (precios implícitos de activos en 0,35%, 0,14% y 0,35% respectivamente para cada mes). Los precios transables (0,9% mensual) impulsaron la inflación total en enero, mientras que los servicios fueron los principales impulsores en febrero (0,9% mensual) y marzo (0,7%). La inflación anual de la serie empalmada se sitúa en 3,7% (3,9% en 2023). En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el trimestre fue de 5,2% (anualizada desestacionalizada), desde 3,2% en el 4T23. Por su parte, la inflación sin volátiles alcanzó 4,1% (anualizada desestacionalizada; 2,6% en el 4T23). Es probable que la dinámica del peso este año (depreciación de aproximadamente 8% en lo que va

de año) se traduzca en una mayor presión sobre los precios de los productos transables en los próximos meses, especialmente teniendo en cuenta que la nueva canasta del IPC da una mayor ponderación a los bienes. Mientras tanto, el crecimiento secuencial del empleo, junto con el crecimiento de los salarios nominales (que promedió el 7,1% interanual en el último trimestre) plantean riesgos al alza para la dinámica de la inflación de servicios.

Transmisión de la tasa de política



Fuente: BCCh, Itaú.

El Banco Central redujo el ritmo del ciclo de flexibilización, al mismo tiempo que señaló una senda de recortes de tasa más gradual en el futuro.

La evolución del escenario macroeconómico durante el paréntesis de dos meses entre las dos primeras reuniones de política monetaria de 2024 llevó al BCCh a reducir el ritmo de recortes desde 100pb a 75pb. A fines de enero, el Banco Central recortó la tasa de política monetaria 100pb a 7,25% y señaló que, dado que la inflación caía más rápido de lo esperado (antes de las cifras de enero y febrero), el Consejo esperaba acelerar el ciclo de recortes, sosteniendo explícitamente que la tasa de política monetaria alcanzaría la neutralidad (3,5%-4,5%) durante el 2S24. En este sentido, el Consejo evaluó recortes que fueron incluso superiores a 100pb (hasta 150pb) en enero. Sin embargo, el IPoM del 3 de abril incorporó los efectos de amplias sorpresas positivas en inflación, la nueva canasta de IPC, la depreciación del peso, las cuentas nacionales revisadas, mayores costos internacionales y el escenario cambiante de la Fed sobre la estrategia de política monetaria. La trayectoria actualizada de la tasa del BCCh sigue señalando más recortes de tasa debido,

en parte considerando corrección de desequilibrios macroeconómicos anteriores, pero con una guía menos agresiva en comparación con enero. Se prevé que la tasa de política monetaria promedie 5% en el 4T24, por encima del rango neutral, y que disminuya gradualmente durante 2025.

Reformas bajo un escenario adverso

En el frente político, las reformas avanzan lentamente. La Cámara Baja aprobó el proyecto de ley de cumplimiento tributario del Gobierno que planea aumentar los ingresos en 1,5% del PIB por año una vez en régimen, según las estimaciones del Ministerio de Hacienda. Los ingresos adicionales financiarían gastos adicionales, en lugar de acelerar el proceso de consolidación fiscal. Si bien el Gobierno aún no presentó formalmente una nueva reforma tributaria al Congreso, comenzó a ajustar ciertas medidas para buscar apoyo en la Cámara Baja. Reportes de prensa informan que el Ministerio de Hacienda enviaría al Congreso una reforma tributaria que propondría aumentar las tasas marginales del impuesto sobre la renta personal para los trabajadores que ganan salarios mensuales a partir de 4,5 millones de pesos (aproximadamente 4.600 dólares), aumentar la tasa impositiva marginal más alta del 40% al 43% y reducir el umbral de ingresos para pagar impuestos más altos. En cambio, expertos y organizaciones internacionales solicitaron que se amplíe la base imponible de los impuestos sobre la renta de las personas físicas. La oposición está pidiendo medidas pro-crecimiento, incluidos impuestos más bajos, revisiones y recortes de gastos. El Gobierno aún tiene una minoría en la Cámara Baja y el Senado, por lo que es probable que sus propuestas de reforma enfrenten un escenario desafiante.

Revisiones al alza

El repunte de la actividad este año se verá impulsado por el consumo privado, mientras que la producción minera mejoraría. A pesar de la caída de las tasas de interés, es probable que la inversión se mantenga débil, ya que el sentimiento privado continúa siendo pesimista, las tasas siguen siendo elevadas y la incertidumbre política sobre los tiempos de aprobación de los proyectos de inversión se mantiene. Es probable que el fuerte gasto fiscal a principio de año deba reducirse durante la última parte de 2024 para cumplir las metas fiscales. En este sentido, la revisión de las cuentas nacionales y el rápido inicio de año de

la actividad nos llevaron a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2024 70pb a 2,4% (0,2% en 2023). Asimismo, el aumento de la inflación y de las tasas de interés impide una mayor revisión al alza. Además, la volatilidad de los datos mensuales continuará en marzo, dado la excepcionalidad del feriado de Semana Santa en el mes, seguida de un efecto de calendario favorable en abril.

La depreciación del peso superó el debilitamiento de las monedas de países pares, impulsada por la reducción en el diferencial de las tasas de interés. Dado que el BCCh está reduciendo rápidamente los diferenciales de tasas de interés con los EE.UU. por un total de 475pb en este ciclo de flexibilización, el peso chileno sintió finalmente aquella presión, que debería afectar a los precios al consumidor, incluso si las presiones del lado de la demanda siguen siendo moderadas. Esperamos que el peso chileno se recupere gradualmente desde sus niveles actuales a medida que las trayectorias de política monetaria en todo el mundo converjan a fines de este año y en 2025. Sin embargo, la expectativa de menos recortes por parte de la Fed en el futuro nos llevó a revisar nuestra estimación para el peso a 850 para fines de 2025 (830 anteriormente). A corto plazo esperamos que el peso continúe bajo presión. Dada la trayectoria promedio más alta del peso (que ya se filtra a los precios de la gasolina), las grandes sorpresas al alza del IPC en el 1T24, el mayor crecimiento y la incorporación de ajustes en los precios de la electricidad, ahora prevemos una inflación de 4,1% este año (0,6 p.p. más que en nuestro escenario anterior).

Esperamos menores recortes de tasa hacia adelante, junto a una tasa terminal más alta para 2024. La inflación por encima de la meta y una postura más cautelosa de la Fed nos llevaron a esperar recortes de 50 y 25pb de aquí en adelante hasta que la tasa de política alcance 5,25% a fines de este año (+50pb desde nuestro escenario anterior). A medida que la Fed avanza con el ciclo de flexibilización el próximo año, prevemos nuevos recortes a 4,5% (el extremo superior del rango neutral de 3,5-4,5%).

**Andrés Pérez M.
Vittorio Peretti
Ignacio Martínez Labra**

Proyecciones: Chile

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P	
					Actual	Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica									
Crecimiento real del PIB - %	0,7	-6,1	11,3	2,1	0,2	2,4	1,7	2,0	2,2
PIB nominal - USD mil millones	274	254	311	303	332	315	318	355	364
Población (millones de habitantes)	19,1	19,5	19,7	19,8	20,0	20,1	20,1	20,2	20,2
PIB per cápita - USD	14.329	13.068	15.810	15.294	16.617	15.679	15.826	17.584	17.995
Tasa de desempleo (prom. anual)	7,2	10,8	8,9	7,9	8,7	8,6	8,6	8,4	8,3
Inflación									
IPC - %	3,0	3,0	7,2	12,8	3,9	4,1	3,5	3,1	3,0
Tasa de interés									
Tasa de referencia - final del año - %	1,75	0,50	4,00	11,25	8,25	5,25	4,75	4,50	4,50
Balanza de pagos									
CLP / USD - final del período	753	711	851	851	879	920	890	850	830
Balanza comercial - USD mil millones	3,0	18,9	10,5	3,8	15,5	12,0	9,0	7,5	6,5
Cuenta Corriente - % PIB	-5,3	-1,9	-7,4	-8,6	-3,6	-3,8	-3,7	-4,0	-4,0
Inversión Extranjera Directa - % PIB	5,0	4,5	4,9	6,0	6,6	5,7	5,3	5,1	4,7
Reservas Internacionales - USD mil millones	40,7	39,2	51,3	39,2	46,3	46,0	46,0	50,0	50,0
Finanzas Públicas									
Resultado Nominal - % del PIB	-2,9	-7,3	-7,7	1,1	-2,4	-2,3	-2,3	-2,0	-2,0
Deuda Pública neta - % del PIB	7,9	13,4	20,2	20,4	23,1	24,5	23,8	26,0	26,0

Fuente: IMF, Bloomberg, BCCh, INE, Haver and Itaú

Estudio macroeconómico - Itaú

Mario Mesquita – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696 –

E-mail: macroeconomia@itaubba-economia.com

Información relevante

- Este informe fue elaborado y publicado por el Departamento de Investigación Macroeconómica de Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú Unibanco o Itaú Corretora de Valores SA y no debe considerarse como un informe de análisis a los efectos del artículo 1 de la Instrucción CVM 20 de 2021.
- Este informe está destinado únicamente a proporcionar información macroeconómica y no constituye y no debe interpretarse como una oferta de compra o venta o como una solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en una estrategia determinada de negocios en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe fue considerada razonable al momento de su publicación y se obtuvo de fuentes públicas que se consideraron confiables. Sin embargo, Itaú Unibanco no ofrece ninguna seguridad o garantía, ya sea expresa o implícita, en cuanto a la integridad, confiabilidad o exactitud de esta información. Este informe tampoco pretende ser una lista completa o resumida de los mercados o desarrollos que se abordan en él. Las opiniones, estimaciones y proyecciones expresadas en este informe reflejan la opinión actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha de su publicación y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Itaú Unibanco no tiene la obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informar al lector.
- Las opiniones expresadas en este informe reflejan con precisión, única y exclusivamente las visiones y opiniones personales del analista a cargo y fueron producidas de manera independiente e autónoma, incluso en relación con Itaú Unibanco, Itaú Corretora de Valores SA y otras compañías del grupo económico de Itaú Unibanco.
- Este informe no puede reproducirse ni redistribuirse a ninguna otra persona, en su totalidad o en parte, para ningún propósito sin el consentimiento previo por escrito de Itaú Unibanco. Información adicional sobre los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a pedido. Itaú Unibanco y / o cualquier otra compañía de su grupo económico no es responsable y no será responsable de ninguna decisión, inversión o de otro tipo, basada en los datos aquí divulgados.

Nota adicional: Este material no tiene en cuenta los objetivos específicos, la situación financiera o las necesidades de ningún cliente en particular. Los clientes deben obtener asesoramiento financiero, legal, contable, económico, crediticio y de mercado individual en función de sus objetivos y características personales antes de tomar cualquier decisión basada en la información aquí contenida. Al acceder a este material, usted reconoce que conoce las leyes de su jurisdicción con respecto a la provisión y venta de productos de servicios financieros. Usted reconoce que este material contiene información de propiedad exclusiva y acepta conservar esta información únicamente para su uso exclusivo. También confirma que comprende los riesgos relacionados con el mercado discutidos en este material.

Por consultas, sugerencias, quejas, críticas y cumplidos, comuníquese con el SAC de Itaú: 0800 728 0728. O contáctenos a través de nuestro portal <https://www.itaub.com.br/atenda-itaub/para-voce/>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.