

Reserva Federal cambia el tono y tensiona los mercados financieros globales

Nuevas sorpresas inflacionarias intensifican el estrechamiento de condiciones financieras globales y llevan a fuertes correcciones en los precios de los activos.

Puntos destacados

- **Reserva Federal concreta agresiva alza de tasa.** Sorpresivo IPC de mayo en EE.UU. y un mercado laboral aún robusto llevaron a un inédito incremento en la tasa de referencia de 75 pb, por sobre lo previsto, y al anuncio de nuevas alzas en las próximas reuniones. El Banco Central Europeo iniciará los retiros de sus estímulos en julio, en tanto que el Banco de Inglaterra seguirá subiendo su tasa.
- **Mercados globales presentan ajustes generalizados.** El estrechamiento de las condiciones financieras y los riesgos latentes por la guerra en Ucrania y los confinamientos en China han llevado a severas caídas bursátiles, aumentos de las tasas de largo plazo y un fortalecimiento global del dólar.
- **Economía local comenzará a evidenciar su desaceleración en los próximos meses.** El Imacec de abril, aunque se contrajo en el margen (-0,3% m/m), ratificó que los sectores asociados al consumo aún muestran resiliencia. Sin embargo, distintos antecedentes apuntan a que la inversión ya se está moderando. Así, mantenemos nuestra proyección de crecimiento para el año en torno a 1,5%.
- **Activos financieros locales se acoplan a volatilidad internacional.** El IPSA y el tipo de cambio revirtieron las ganancias que habían logrado a fines de mayo -y durante junio presentan pérdidas significativas- alineadas con las caídas en el precio del cobre y la mayor aversión al riesgo.
- **El IPC de mayo (1,2%) siguió dando cuenta de fuertes presiones inflacionarias.** En el corto plazo, los precios seguirán escalando por nuevos aumentos en las cotizaciones internacionales del petróleo y alimentos y por un mayor tipo de cambio. Así, esperamos que la variación anual del IPC se empine hasta 12,5% en junio, para luego comenzar a descender en la segunda parte del año y cerrar en torno a 10%.
- **En línea con lo esperado, Banco Central aumentó su TPM a un máximo histórico de 9%.** Esto, junto con un IPoM algo más *hawkish*, hace prever que la tasa seguirá subiendo, en al menos 50 pb, antes de cerrar el ciclo de alzas. Luego, conforme los datos de inflación y actividad evidencien una moderación, hacia fines de año o comienzos del próximo se podría iniciar el proceso de recortes.

CLAUDIO SOTO

Economista Jefe

claudio.soto.gamboa@santander.cl

LORENA PALOMEQUE

Economista

lorena.palomeque@santander.cl

CARMEN GLORIA SILVA

Economista

carmengloria.silva@santander.cl

MIGUEL SANTANA

Economista

miguelpatricio.santana@santander.cl

RODRIGO CRUZ

Economista

rodrigo.cruz@santander.cl

Escalada inflacionaria global acelera retiros de estímulos monetarios

Desde nuestro último informe mensual, las presiones inflacionarias en el mundo han seguido incrementándose. El precio del petróleo ha alcanzado sus máximos en más de una década y los datos de IPC en los países avanzados han vuelto a subir (EE.UU.: 8,6% a/a vs 8,3% previo; Zona Euro: 8,1% a/a vs 7,5% anterior; Reino Unido: 9% a/a vs 7% previo). Lo anterior ha llevado a los mercados a apostar fuertemente por rápidos retiros de los estímulos monetarios, siendo secundado por comunicaciones más agresivas de parte de los principales bancos centrales.

La Reserva Federal incrementó su tasa de referencia en 75 pb, por sobre lo esperado por el consenso de mercado, y entregó un sesgo *hawkish* para su guía de política hacia delante. Si bien el presidente Jerome Powell afirmó que incrementos de una magnitud similar no serían frecuentes, las proyecciones entregadas por los “dots” apuntan a alzas sustantivas en la tasa durante este año y el próximo. Así, si hasta marzo la Fed preveía que cerraría 2022 con su tasa rectora en el rango 1,75%-2%, ahora proyecta que terminará en el rango 3,25%-3,5%. Esto implica subidas adicionales por 175 pb en las próximas cuatro reuniones. Para 2023, los “dots” apuntan a incrementos por 50 puntos base adicionales, para culminar el ciclo de alzas con la tasa entre 3,75% - 4%, bastante por sobre lo que estimaba en marzo (2,75%-3%) y en diciembre del año pasado (1,5%-1,75%).

Este sesgo había sido internalizado previamente por el mercado, aunque los precios apuntaban a un ritmo más rápido, concluyendo ya este año con la tasa cerca de 4%. Con todo, la preocupación mostrada por la Fed respecto de la inflación y los sesgos al alza para la evolución de esta variable en los próximos meses podrían llevar a nuevas correcciones en los precios de mercados, con incrementos adicionales de tasas —hasta antes de la decisión de la Fed los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo habían subido más de 50 pb y la tasa a 10 años alcanzaba sus mayores niveles en más de una década (T10: 3,3%)—, caídas bursátiles y un nuevo fortalecimiento global del dólar.

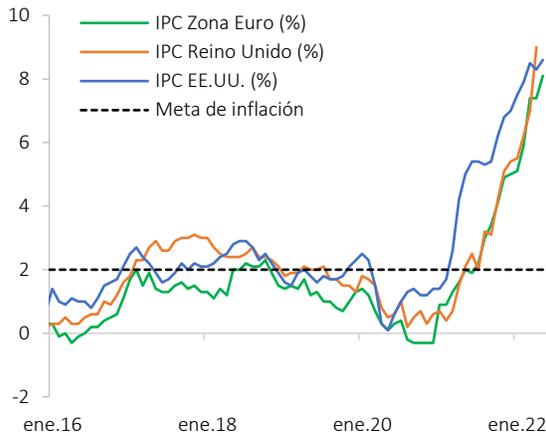
El Banco Central Europeo (BCE), que ya anunció que en julio iniciaría el proceso de alzas de tasas (+25 pb) —la primera en más de una década—, realizó una reunión de emergencia previo a la sesión de la Fed para elaborar un plan que redujera la fragmentación observada en el mercado de bonos comunitario. El inicio del proceso de alzas de tasas y el inminente fin del programa de compras de activos había comenzado a presionar las tasas soberanas de los países europeos más endeudados. El plan que elaborará el BCE busca evitar que se produzca una brecha muy significativa entre los precios de estos papeles y los de los países más estables.

El significativo aumento en las tasas de interés, sumado a la prolongación de la guerra en Ucrania, han incrementado la posibilidad de una recesión a nivel global. Por ahora, varios organismos internacionales han revisado a la baja sus expectativas de crecimiento para este año de manera sustantiva (Banco Mundial: desde 4,1% a 2,9%; OCDE: desde 4,5% a 3%). La Fed, en tanto, recortó de manera muy significativa sus proyecciones de crecimiento para este año, desde 2,8% hasta 1,7%.

En este contexto, se han producido ajustes generalizados en los precios de los activos, con importantes caídas en las principales bolsas (MSCI global: -4% en el mes; MSCI Latam: -2%; EE.UU.: -4%; Zona Euro: -3%; Reino Unido: -1%). El dólar, por su parte, se ha fortalecido tanto por el alza de tasas en EE.UU. como por la mayor aversión al riesgo. Con ello, ha alcanzado máximos que no se registraban desde 2002 (DXY: 105 puntos).

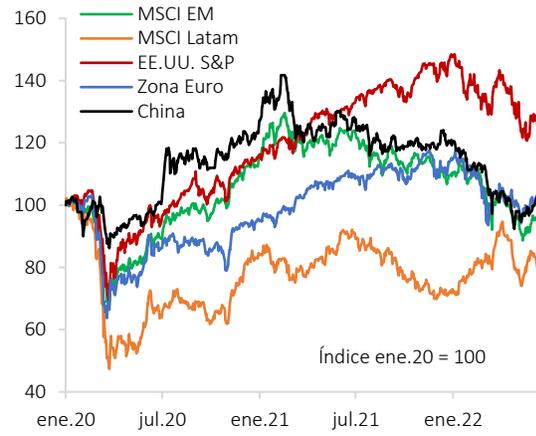
A diferencia de los países avanzados, los activos chinos han recuperado valor en las últimas semanas. Tras el levantamiento de las medidas de confinamiento que afectaron la población de las principales ciudades por casi dos meses hubo una recuperación parcial de la actividad (PMI manufacturero: 48,1 mayo vs 46 abril; PMI servicios: 41,1 mayo vs 36,2 abril; ventas minoristas: -6,7% a/a vs -11,1% previo; producción industrial: 0,7% a/a vs -2,9% anterior), y la bolsa subió con fuerza (CSI 300: +8%). A pesar de ello, los riesgos para la economía de este país siguen elevados, toda vez que las autoridades mantienen vigente la política de cero-tolerancia al Covid-19, lo que podría significar nuevas restricciones más adelante.

Inflación global continúa escalando...



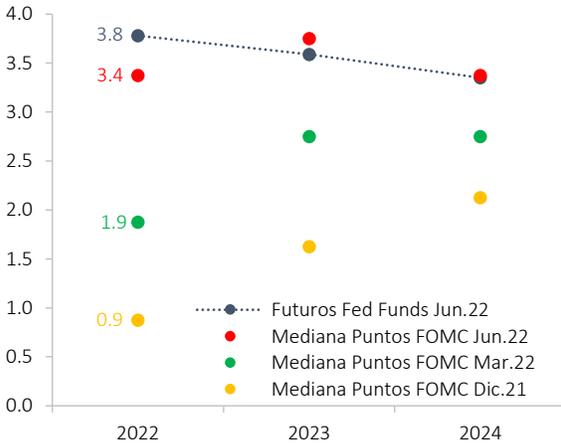
Fuente: Bloomberg y Santander

...y los activos riesgosos reaccionan con caídas



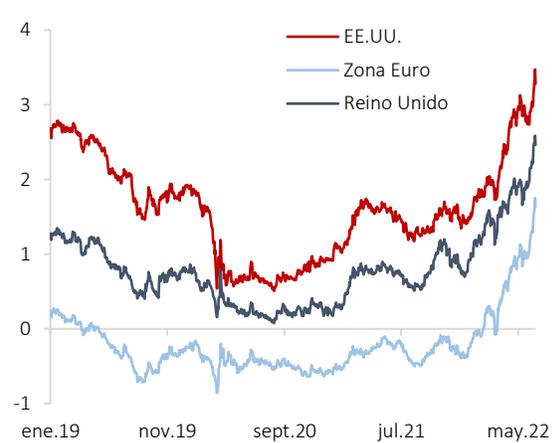
Fuente: Bloomberg y Santander

Fed corrige fuertemente al alza la trayectoria de tasas respecto de lo previsto en marzo



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal (Fed) y Santander

Rendimientos de los bonos de gobierno de largo plazo mantienen su tendencia alcista



Fuente: Bloomberg y Santander

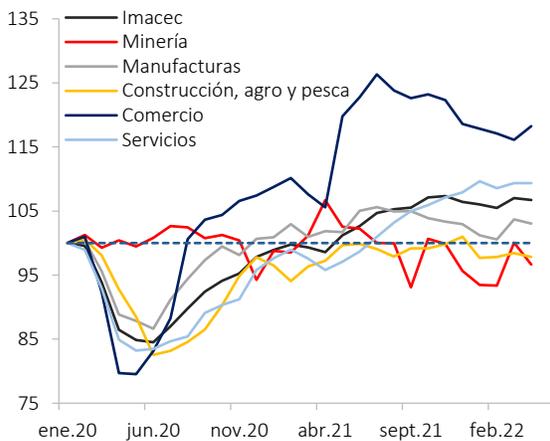
Actividad local se mantiene apuntalada por el consumo, pero se espera una importante desaceleración

El Imacec tuvo una moderada contracción en abril (-0,3% m/m desestacionalizado) arrastrada por la caída en la minería (-3,4% m/m desestacionalizado) luego del fuerte rebote que esta había tenido en marzo. Los sectores vinculados al consumo (comercio y servicios) se mantuvieron elevados, en tanto que los asociados a la formación de capital (manufacturas y el “resto de bienes”, que incluyen a la construcción) mostraron debilidad. Así, continuaron algunas de las tendencias observadas en los primeros meses del año, con el consumo mostrando cierta resiliencia y con la inversión cayendo.

Hacia delante, proyectamos que ambos componentes de la demanda mostrarán una disminución de impulso. El exceso de liquidez se ha ido mermando con la fuerte subida de tasas de interés, en tanto que los ingresos laborales se han deteriorado, tanto por la pérdida de dinamismo de la creación de empleos (40 mil en promedio en el trimestre culminado en abril vs 85 mil en el trimestre culminado en enero) como por la caída de los salarios reales debido a la inflación. Además, la demanda por trabajo se ha debilitado en el margen.

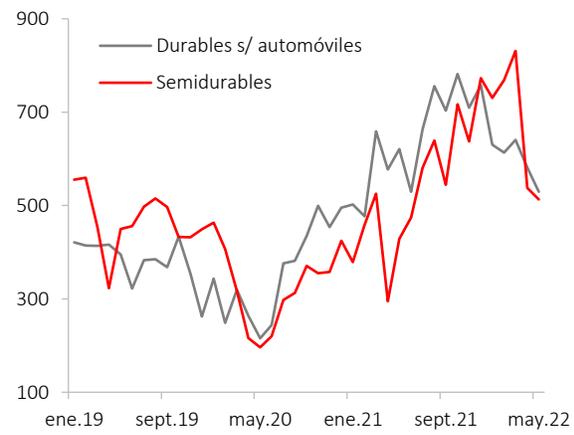
A su vez, las importaciones de algunas líneas asociadas al consumo (bienes durables sin automóviles; semidurables) continúan desacelerándose significativamente. Estos factores, sumados a estándares crediticios más restrictivos, harán que el consumo retroceda en los próximos meses.

Sectores ligados al consumo se han mantenido resilientes



Fuente: Banco Central y Santander

Las importaciones se contraen fuertemente



Fuente: ANAC y Santander

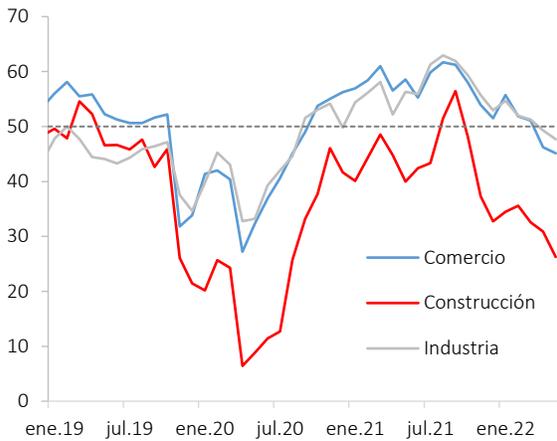
Por su parte, el escenario para la inversión sigue siendo complejo. Al estrechamiento de las condiciones financieras se agrega un elevado nivel de incertidumbre debido al ambiente político interno. Distintas mediciones de confianza empresarial muestran un severo deterioro en los últimos meses, evidenciando una moderación en los proyectos aprobados en el Servicio de Evaluación Ambiental. Esto augura un freno prolongado en la formación de capital. Por el lado externo, la caída de los términos de intercambio y el debilitamiento del crecimiento global tendrán un impacto en el sector exportador.

En línea con lo anterior, se observa una importante merma en la actividad crediticia. Las colocaciones totales crecieron 2,7% real anual en mayo (vs 3,3% en abril), reflejando el ajuste que ya empieza a vivir la economía y condiciones financieras más estrechas. Los préstamos a empresas subieron solo 2,9% real, en línea con menores proyectos de inversión y un entorno de mayor riesgo crediticio. De igual modo, el crédito para personas se ha moderado. Los préstamos para vivienda subieron 3,4% anual, casi la mitad del ritmo de crecimiento de 2021, y con una velocidad mensual nula. Las menores ventas de viviendas, así como perspectivas laborales y de ingreso débiles han llevado a la desaceleración de este segmento. Finalmente, las colocaciones de consumo permanecen en terreno negativo (-1,3%), aunque menores en comparación al mes previo.

Dados estos antecedentes, mantenemos nuestras perspectivas de crecimiento para este año en torno a 1,5%, algo por debajo del punto medio del rango del último IPoM (1,5% - 2,25%). Esto implica que, luego de dos trimestres con crecimientos elevados por las bajas bases de comparación, en la segunda parte del año observaremos cifras negativas. En mayo, puntualmente, estimamos que el Imacec habría tenido una expansión anual cercana a 5%.

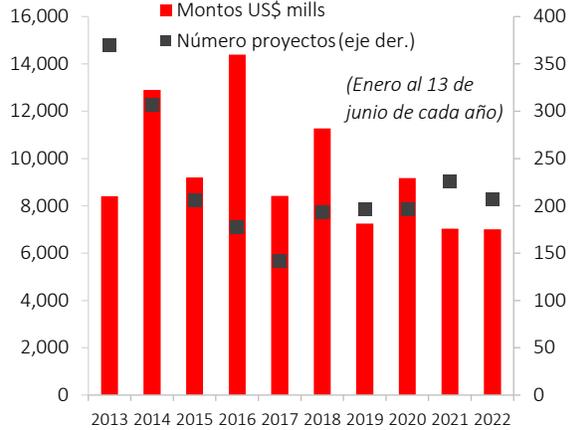
Para el próximo año mantenemos, por ahora, nuestra proyección de expansión de la actividad en torno a 0,5%, por sobre el rango presentado por el Banco Central (-1% - 0%). Con todo, una vez conocidas las cifras de Cuentas Nacionales —para el próximo 18 de agosto— revisaremos el encuadre macroeconómico y es probable que revisemos a la baja las cifras de crecimiento de 2023.

Confianza empresarial sigue deteriorándose, quedando en sector pesimista



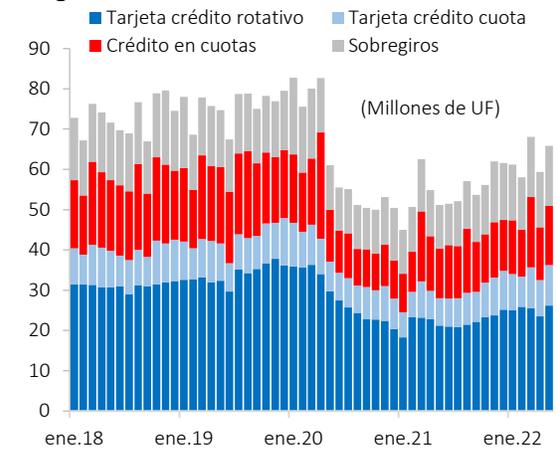
Fuente: ICARE y Santander

Proyectos aprobados por el SEIA se mantienen bajos



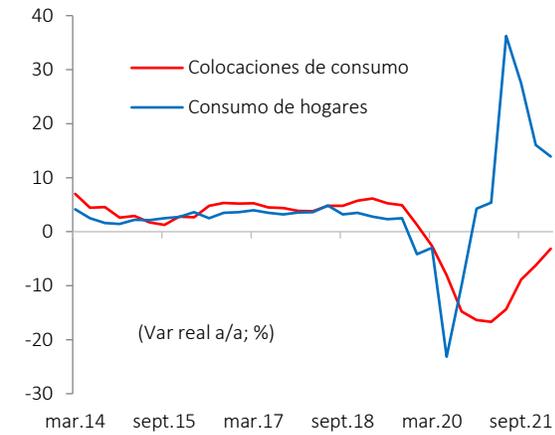
Fuente: Servicio Evaluación Ambiental (SEA) y Santander

Flujos de crédito de consumo se aceleran en el margen...



Fuente: Banco Central y Santander

...en línea con un elevado nivel de consumo de los hogares



Fuente: Banco Central y Santander

Mercados locales se acoplan a la tendencia global y caen durante el mes

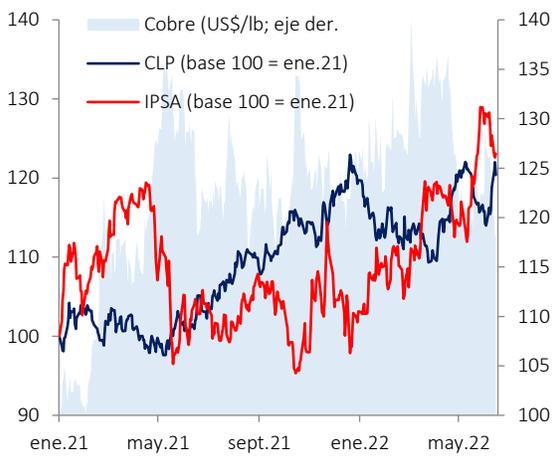
Los precios financieros en Chile han estado sujetos a una fuerte volatilidad, siguiendo el ritmo de sus referentes internacionales. La bolsa, luego de acumular ganancias en la última parte de mayo y alcanzar su nivel más elevado desde febrero de 2019 (5.380 puntos), retrocedió de manera importante durante el último período, en línea con las correcciones globales de los principales activos financieros. Aun así, al cierre de este informe el IPSA se cotizaba en torno a 5.140 puntos, con un incremento mensual de 9%.

El tipo de cambio se apreció hasta casi \$810 a fines de mayo, pero comenzó junio con una sostenida tendencia al alza, impulsada tanto por el debilitamiento del cobre (-3% en lo que va del mes) como por el fortalecimiento del dólar global. Lo anterior se vio reforzado por flujos de no residentes que, en las últimas semanas, revertieron la importante apuesta por el peso observada a fines de mayo. Con ello, al cierre de este informe la paridad oscilaba en torno a \$860 (+4% en junio).

Estimamos que el tipo de cambio se mantendrá elevado hasta fines de año, debido a una normalización del precio del cobre hacia sus niveles de tendencia (en torno a US\$4 la libra) y la fortaleza del dólar a nivel global por la normalización monetaria de la Fed, lo cual está parcialmente compensado por el estrechamiento de las condiciones financieras locales y un posible acotamiento de la incertidumbre política tras el plebiscito de salida del proceso constituyente.

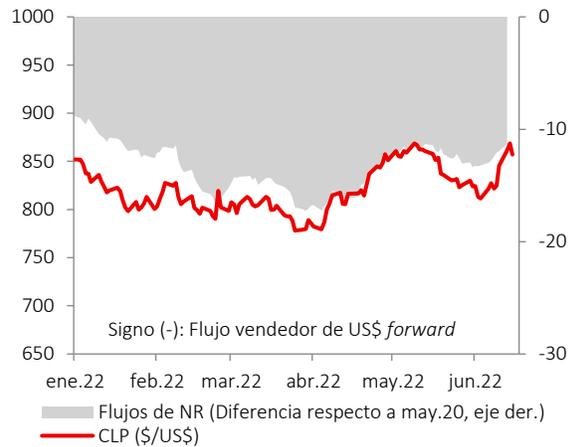
Por su parte, el mercado de renta fija ha seguido profundizando una curva de retornos invertida. Las tasas de corto plazo subieron, apostando por alzas adicionales de la TPM hasta entrado el tercer trimestre (tasa *swap* a 1 año: 10%), en tanto que las tasas nominales de largo plazo han tenido ciertos retrocesos (BTP10: 6,6%; -13pb y BTP5: 6,6%; -36 pb) debido a la visión de un enfriamiento sustantivo de la economía. Las tasas en UF de largo plazo, por el contrario, suben de la mano de expectativas de menores registros inflacionarios en el mediano plazo (BTU10: 2,2%; 6pb y BTU5: 1,9%; 7 pb).

Activos riesgosos ceden ante refugio de inversionistas en el dólar



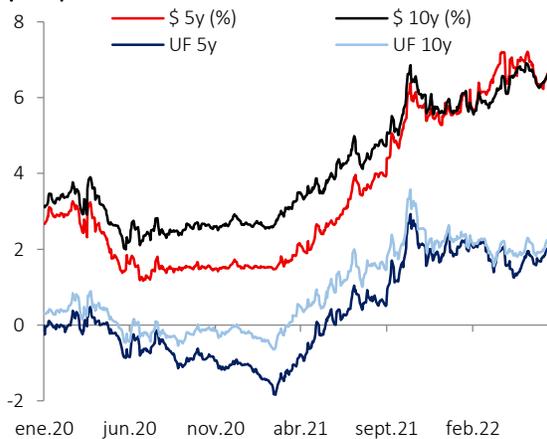
Fuente: Bloomberg y Santander

Flujo de venta de dólares se reduce



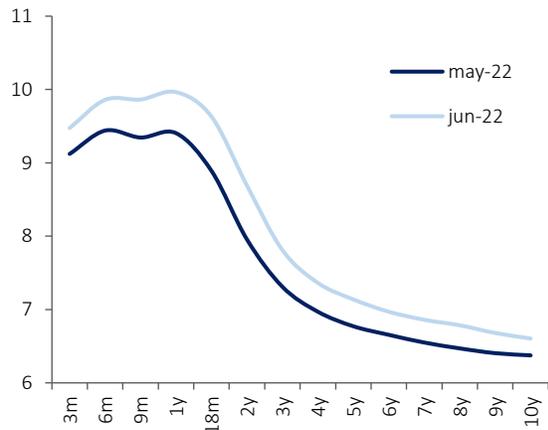
Fuente: Bloomberg y Santander

Tasas de largo plazo disminuyen ante menores perspectivas económicas



Fuente: Banco Central, RiskAmerica y Santander

Curva de retornos amplía su diferencia



Nota: En base a las tasas *swap*.
Fuente: Bloomberg y Santander

Presiones inflacionarias se mantienen elevadas

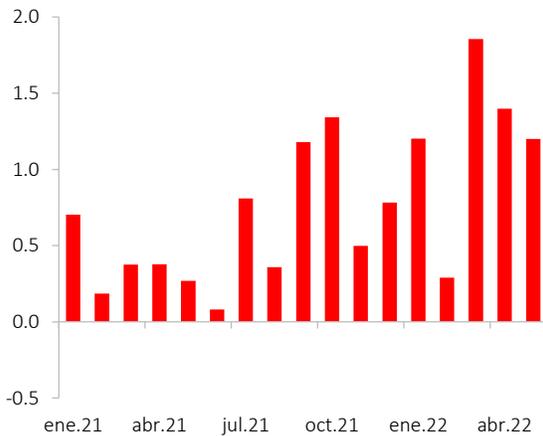
Aun cuando el IPC de mayo (1,2% m/m) estuvo dentro de lo esperado, la cifra sigue dando cuenta de fuertes y amplias presiones inflacionarias. Los indicadores subyacentes siguen elevados (IPC sin volátiles: 0,9%; IPC sin alimentos y energía: 1%), y el índice de difusión —que mide el porcentaje de ítems de la canasta cuyos precios suben de un mes para otro— se mantiene bastante por sobre los promedios históricos.

Con el registro de mayo, la inflación ascendió a 11,5% a/a su mayor nivel en 28 años. Por componentes, lideran la división de Alimentación (17,1% a/a) que aporta una incidencia de 3,5%, vale decir casi un tercio de la variación anual del IPC. Sin embargo, ya han sido evidentes los efectos de segunda vuelta en los precios, tal como se refleja en las significativas alzas que volvió a tener la división de Restaurantes y Hoteles (1,4% mensual en mayo; 16,5% interanual).

En tanto, se siguen observando alzas generalizadas en la mayoría de los ítems vinculados al tipo de cambio, destacando automóviles nuevos (1,1%), muebles (1,9%), productos de limpieza para el hogar (0,8%), y artículos para recreación (2,2%), mientras que por el lado de bajas relevantes están celulares (-3,4%) y repuestos para automóviles (-1,9%).

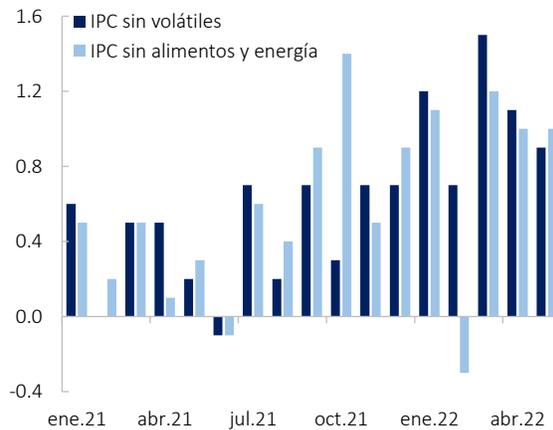
En el corto plazo, los precios seguirán presionados al alza, particularmente por nuevos aumentos en el precio del petróleo y los combustibles en los mercados globales. Con ello, la variación anual del IPC podría empinarse hasta cerca de 12,5% en junio. En la segunda parte del año, la desaceleración de la actividad económica, un mercado laboral débil y una moderación de los precios internacionales incidirán en un paulatino descenso de la inflación. Con todo, estimamos que esta cerraría el año en torno a 10%.

IPC sube más de 1% mensual por tercer mes consecutivo



Fuente: INE, Banco Central y Santander

Medidas subyacentes siguen elevadas



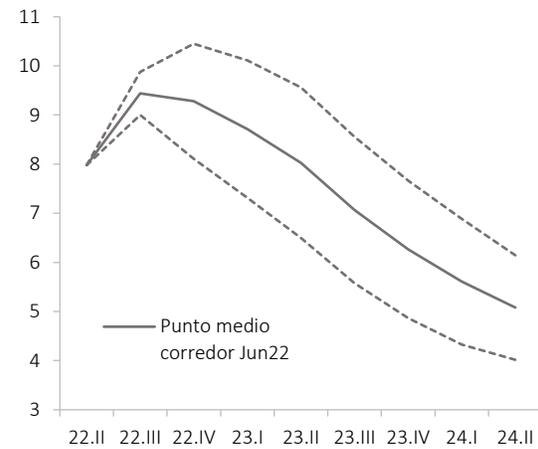
Fuente: INE, Banco Central y Santander

Ciclo de alzas de tasas podría estar próximo a concluir

En su Reunión de Política Monetaria (RPM) de junio, el Consejo del Banco Central elevó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 75 pb, en línea con lo esperado. Con ello, ubicó la tasa rectora en 9%, su máximo nivel desde iniciado el proceso de nominalización a mediados de 2001. En el IPoM comunicó una significativa revisión al alza en su proyección de inflación (desde 5,6% hasta 9,9% para diciembre de 2022) y, con ello, ajustó hacia arriba el corredor para la TPM. Ambas decisiones no fueron sorpresa para el mercado, que ya había advertido un cambio en el tono del Banco Central tras la sorpresa inflacionaria de marzo.

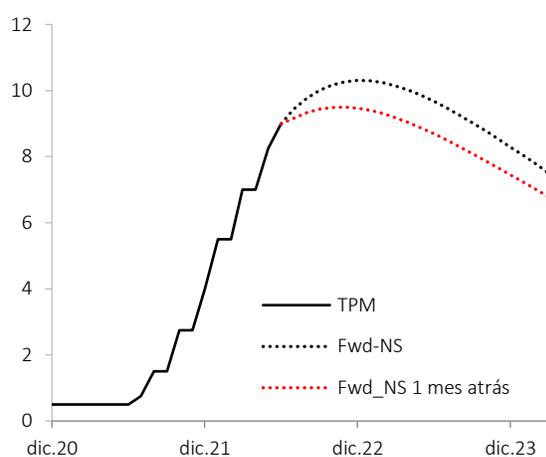
El nuevo corredor para la TPM apunta a una tasa terminal en torno a 9,5% durante el tercer trimestre de este año. Esto sugiere que en la próxima RPM de julio podría haber un alza adicional de 50 pb, ratificando movimientos más moderados en la tasa. Posteriormente, en la reunión de comienzos de septiembre, el Consejo tendrá a su disposición datos de inflación y actividad que ya mostrarían una moderación, lo que podría llevar a pausar las alzas de tasas. De este modo, el incremento en la siguiente RPM de julio podría ser la última de este ciclo. Hacia fines de año, la evidencia de un mayor deterioro de la actividad y perspectivas de precios moderándose permitiría al Consejo iniciar la discusión sobre recortes de la tasa.

IPoM corrige de manera significativa el corredor de tasas



Fuente: Banco Central y Santander

Mercado apunta a una mantención prolongada de la TPM en niveles altos



Fuente: Bloomberg, Banco Central y Santander

Cuentas Nacionales	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 P	2023 P
PIB (var. real % a/a)	1.8	1.4	4.0	0.8	-6.0	11.7	1.5	0.5
Demanda interna (var. real % a/a)	1.9	2.9	5.0	1.0	-9.3	21.6	-0.3	-1.2
Consumo total (var. real % a/a)	4.1	3.8	3.6	0.7	-7.2	18.2	0.0	-0.5
Consumo privado (var. real % a/a)	3.3	3.6	3.8	0.7	-8.0	20.3	-0.4	-0.8
Consumo público (var. real % a/a)	7.6	4.7	3.1	0.5	-4.0	10.3	1.7	-0.4
Formación capital fijo (var. real % a/a)	-2.4	-3.3	6.5	4.7	-9.3	17.6	-2.0	-1.5
Exportaciones (var. real % a/a)	0.6	-1.0	4.9	-2.5	-1.1	-1.5	1.1	1.4
Importaciones (var. real % a/a)	1.2	4.5	8.6	-1.7	-12.7	31.3	-4.4	-4.5
PIB (US\$ miles de millones)	249.5	276.5	296.0	279.0	253.5	316.8	320.7	330.5
PIB per cápita (US\$ miles)	13.7	15.0	15.8	14.6	13.0	16.1	16.2	16.5
Población (millones)	18.2	18.4	18.8	19.1	19.5	19.7	19.8	20
Balanza de Pagos	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 P	2023 P
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	5.0	7.5	4.4	3.0	19.0	10.6	11.3	10.9
Exportaciones (US\$ miles de millones)	60.8	68.9	74.8	68.8	73.1	94.7	96.9	91.0
Importaciones (US\$ miles de millones)	55.8	61.4	70.4	65.8	55.1	84.1	85.6	80.1
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	-6.5	-7.6	-13.3	-14.5	-4.3	-20.3	-11.7	-12.1
Cuenta Corriente (% PIB)	-2.6	-2.8	-4.6	-5.2	-1.7	-6.6	-3.6	-3.7
Precio del cobre (promedio anual. US\$/lb)	2.2	2.8	3.0	2.7	2.8	4.2	4.4	4.2
Precio del petróleo WTI (prom. anual. US\$/bbl)	43.2	50.9	64.8	57.0	39.0	68.0	102.0	92.0

Mercado Monetario y Cambiario	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 P	2023 P
Inflación del IPC (var. a/a. % a diciembre)	2.7	2.3	2.6	3.0	3.0	7.2	10.1	5.1
Inflación del IPC (var. a/a. % promedio)	3.8	2.2	2.4	2.3	3.0	4.5	10.6	6.7
Inflación del IPCSAE (var. a/a. % a diciembre)	2.8	1.9	2.3	2.5	2.6	6.4	6.3	5.1
Tipo de cambio CLP/US\$ (cierre año)	667	615	696	745	711	852	850	860
Tipo de cambio CLP/US\$ (promedio año)	677	649	640	703	792	759	835	855
Tasa de política monetaria (%. cierre año)	3.5	2.5	2.8	1.8	0.5	4.0	9.5	5.8
Tasa de política monetaria (%. promedio año)	3.5	2.7	2.5	2.5	0.8	1.2	8.3	7.4

Política Fiscal	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 P	2023 P
Gasto público (var. real % a/a)	3.8	4.8	3.5	4.1	11.0	31.6	-25.7	2.1
Balance del Gobierno Central (% PIB)	-2.7	-2.8	-1.7	-2.9	-7.3	-7.3	-2.0	-3.0
Deuda bruta Gob. Central (US\$ miles de mill.)	53.4	68.9	70.2	74.4	91.6	102.0	125.1	135.5

CONTACTO



(56 2) 2320 1021

Accede a nuestros informes en:



<https://banco.santander.cl/estudios>

Este informe ha sido preparado solo con el objetivo de brindar información a los clientes de Banco Santander Chile. No es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguna de las acciones o activos financieros que en él se mencionan, cuyas cotizaciones son esencialmente variables, por lo que no es posible garantizar que la rentabilidad presente o pasada se repita en el futuro. Esta información y aquella en la que está basada, han sido obtenidas de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles; lo que no implica que éstas efectivamente se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe no serán necesariamente actualizadas y pueden ser modificadas sin previo aviso. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, requerirá de un análisis propio del cliente y será de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.