



mar asset
management

Visão Macro Chile

Paulo Coutinho
pcoutinho@marasset.com.br
marasset.com.br

8 de março de 2022

Tese Chile: maior crescimento, maior taxa de juros?

O Chile foi um dos países que mais estimularam e, conseqüentemente, cresceram desde o início do surto de Covid-19. Conseqüentemente, houve um forte aumento da inflação no País.

O Chile vem mostrando pressões inflacionárias similares às vistas em outros países como Brasil e EUA. Enquanto a reabertura da economia levou à uma normalização da dinâmica inflacionária dos serviços, a esperada redução da inflação de bens industriais não ocorreu. Ao contrário, a inflação de bens industriais continua pressionando bastante nos últimos meses.

O Banco Central do Chile foi forçado a revisar, várias vezes, a sua perspectiva para normalização das condições monetárias. Essa revisão deu-se por conta de um cenário de atividade muito mais forte do que o antevisto. Esses movimentos foram contrários ao o que a instituição deixava transparecer em seu forward guidance.

Veremos continuação dessa dinâmica daqui para a frente? A minha visão é que o cenário tornou-se mais simétrico. A continuação de surpresas altistas do PIB demandaria que os consumidores utilizassem uma proporção muito grande da poupança circunstancial de 17% do PIB acumulada nos meses de pandemia.

Econ 101: determinantes da inflação e taxa de juros

- De maneira resumida, a inflação depende da inflação passada (inércia), expectativa futura de inflação, inflação externa (câmbio, commodities e etc.), do hiato do produto (demanda vs. oferta agregada), além de outros fatores como clima, choques de oferta, produtividade.
- O instrumento utilizado pelo Banco Central é a taxa de juros corrente. Ela afeta a inflação através de três canais: (i) aumenta/reduz a demanda agregada (hiato); (ii) aprecia/deprecia taxa de câmbio (inflação externa); (iii) ancora as expectativas de inflação. A Regra de Taylor é uma *sugestão* de como os Bancos Centrais deveria agir para atingir o objetivo de controle de inflação.
- A cada momento, existem várias incertezas que dificultam o trabalho do Banco Central. Por exemplo, o hiato do produto não é observado e, sim, estimado; a economia está suscetível a vários choques de oferta e demanda não incluídos no modelo (e.g., clima); os parâmetros das próprias equações não são observados e mudam com o tempo.
- Por conta dessas incertezas é que os Bancos Centrais estão suscetíveis à erros e tem que corrigir o curso da política monetária de maneira quase contínua.

Modelo de pequeno porte para a inflação

Curva de Phillips:

$$inflação_t = \beta_1 inflação_{t-1} + \beta_2 E[inflação_{t+1}] + \beta_3 inflação\ externa_{t-1} + \beta_4 hiato_{t-1} + \varepsilon_t$$

Curva IS:

$$hiato_t = \alpha_1 hiato_{t-1} + \alpha_2 fiscal_{t-1} - \alpha_3 (Taxa\ referencia_{t-1} - Taxa\ neutra_{t-1}) + \delta_t$$

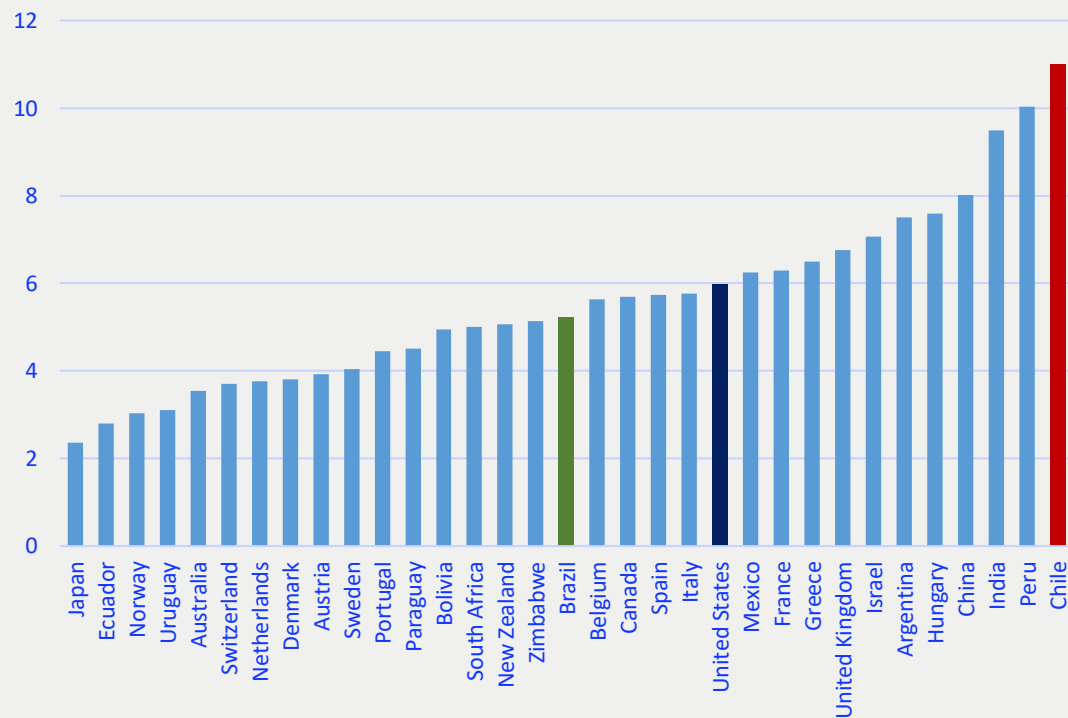
Regra de Taylor:

$$Taxa\ referência_t = Taxa\ Neutra_t + \eta_1 (inflação_t - meta_t) + \eta_2 (hiato_t)$$

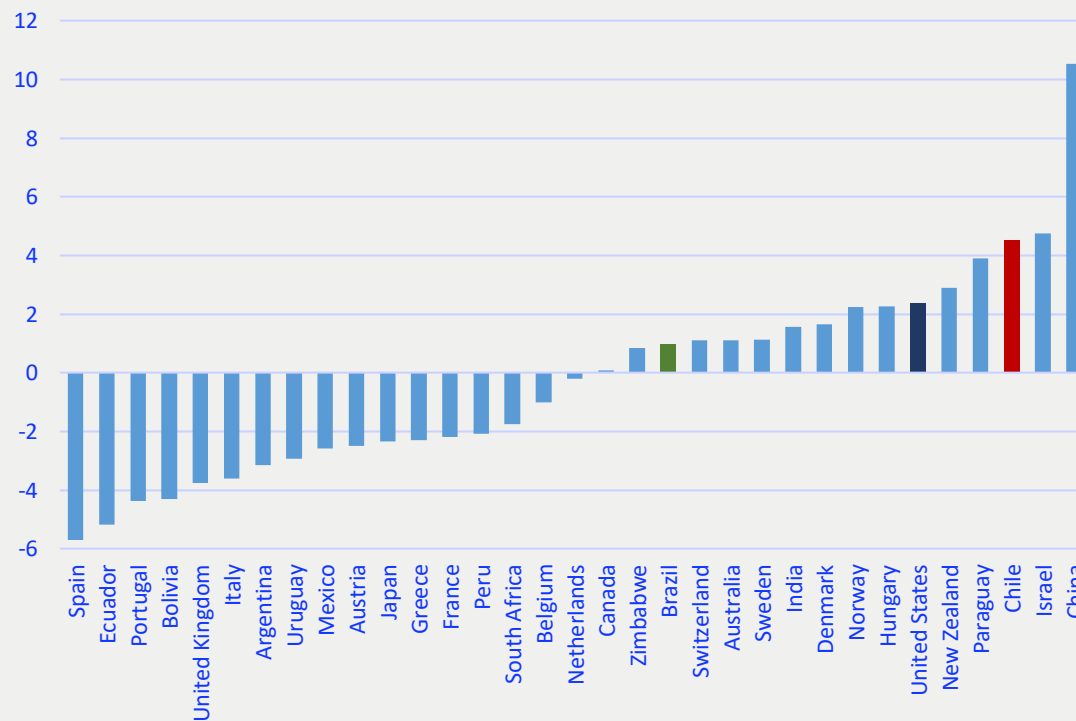
Crescimento do Chile em 2021 será um dos maiores

- O PIB do Chile teria crescido acima de 10% em 2021. Caso concretizado, esse será o maior crescimento entre diversos países emergentes e desenvolvidos.
- O Chile sairá com um dos PIB mais fortes no pós-crise. No biênio 2020-2021, apenas China (10,5%) e Israel (4,8%) crescerão mais do que o Chile (4,5%). Isso é muito acima do Brasil (1,0%) e Estados Unidos (2,7%)

Crescimento do PIB em 2021 (% yoy)



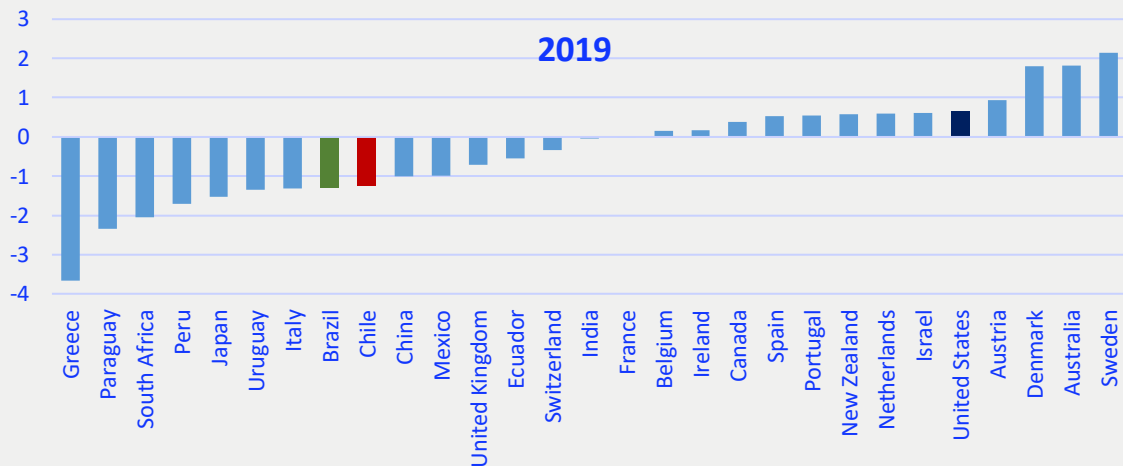
Crescimento do PIB no biênio 2020-21 (% yoy)



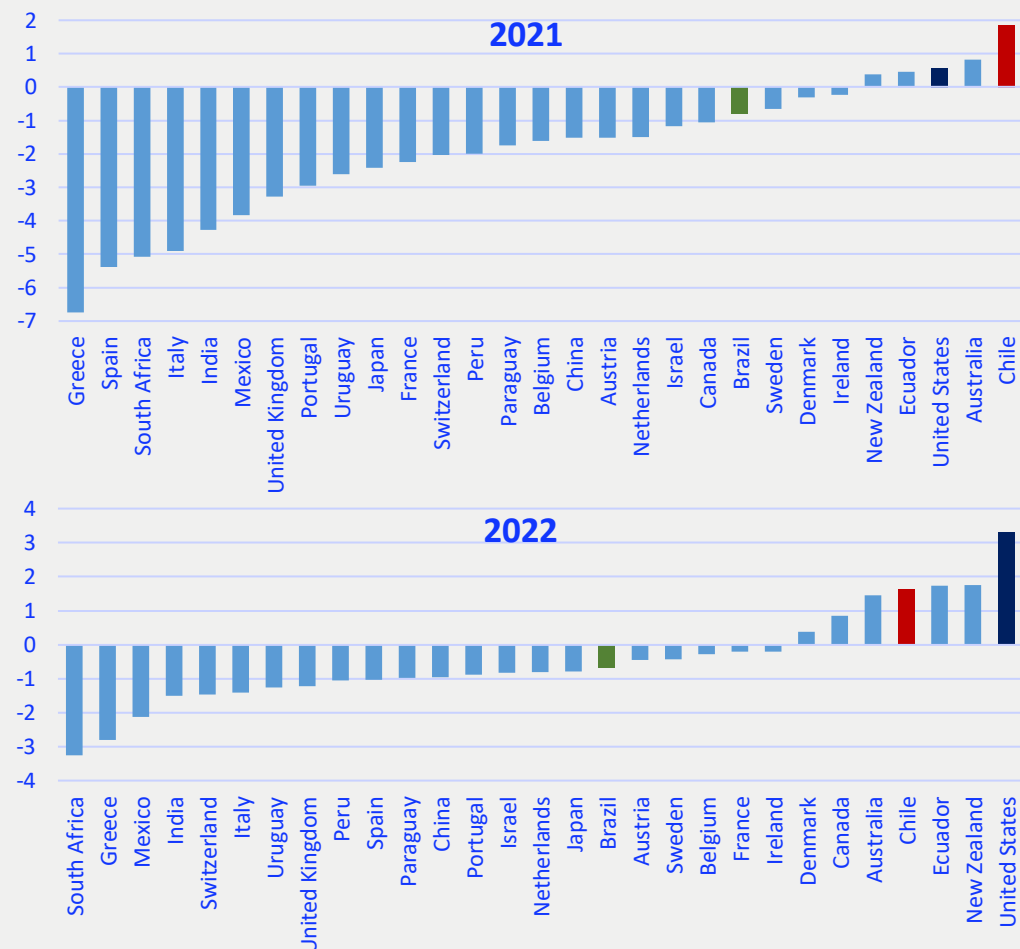
Chile terá hiato positivo em 2021 e 2022

- O Chile será um dos poucos países com hiato do produto positivo em 2021. A maior parte dos países não estará em pleno emprego em 2022.
- A discrepância tende a ser ainda maior. Os dados foram calculados com base nas projeções do FMI feitas em outubro de 2021. Desde então, houve revisões para baixo no crescimento do PIB em 2021-22 na maior parte dos países. No Chile, por outro lado, as revisões foram para mais crescimento.
- A recuperação do Chile é ainda mais evidente quando consideramos o ponto de partida. Diferente dos EUA e de muitos países europeus, o Chile apresentava um hiato negativo superior a 1% do PIB potencial em 2019, antes da crise.

Hiato do produto em 2019 (% do PIB potencial)



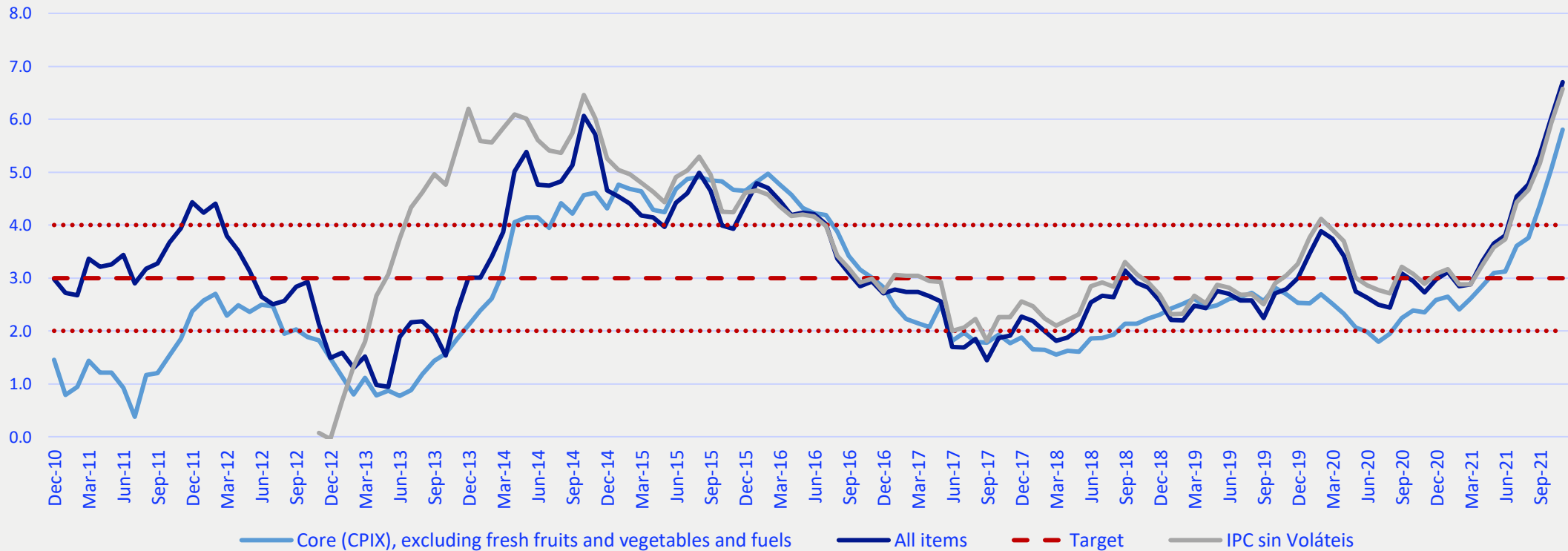
Hiato do produto em 2021-22 (% do PIB potencial)



Núcleo de Inflação acima do centro da meta de inflação

- A inflação ex-combustíveis e alimentos perecíveis no Chile está no maior nível desde, pelo menos, 2010. Após esse núcleo de inflação ter sido atingido valor abaixo do limite inferior da meta de inflação em julho de 2020, a inflação acumulada em 12 meses atingiu 5,8% em agosto de 2021. A inflação cheia e os núcleos estão acima do limite superior da meta estipulada pelo Banco Central.

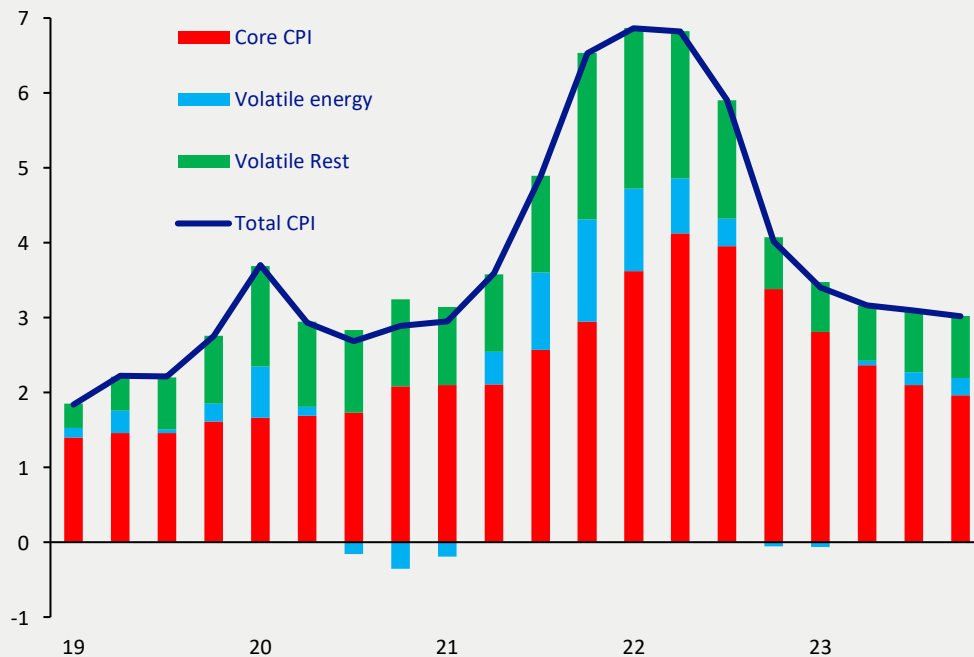
Inflação headline e núcleo (% , yoy)



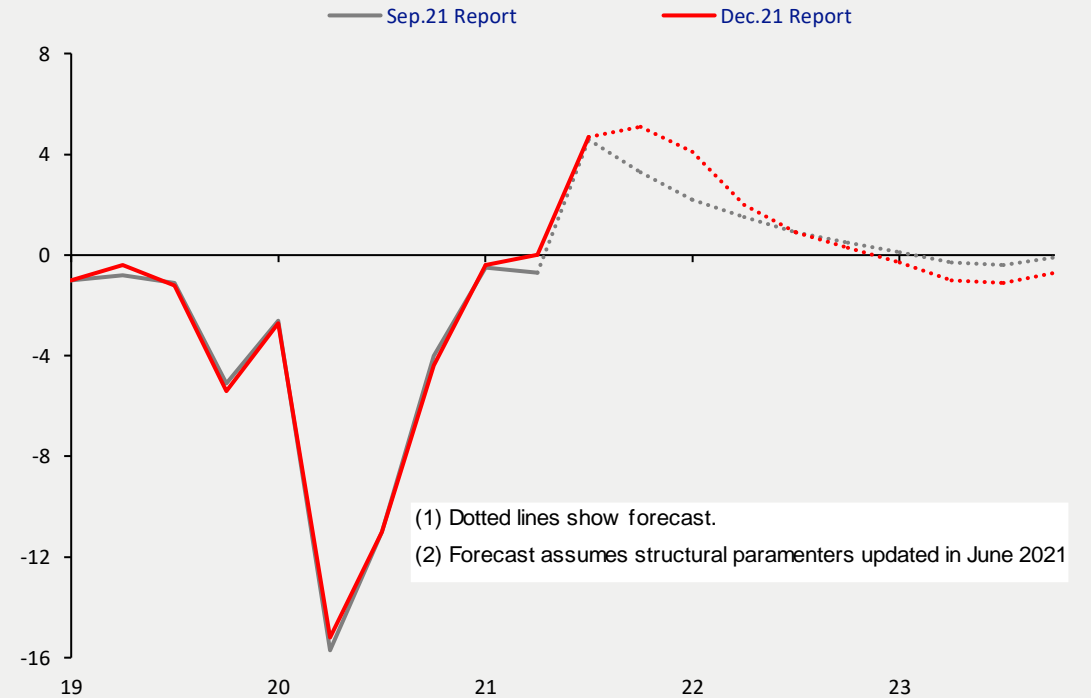
Tese Chile: maior crescimento, maior taxa de juros 1

- O cenário do Banco Central do Chile (BCCh) é um em que há convergência gradual do da inflação para a meta. Uma hipótese que utiliza para basear o cenário é de convergência do hiato do produto para próximo de zero ao final de de 2022.
- Portanto, o seu cenário leva em consideração a dissipação dos choques de energia e de outros itens voláteis e também da dissipação da pressão advinda de uma economia aquecida.

Projeção BCCh para a inflação e sua composição (% , yoy)



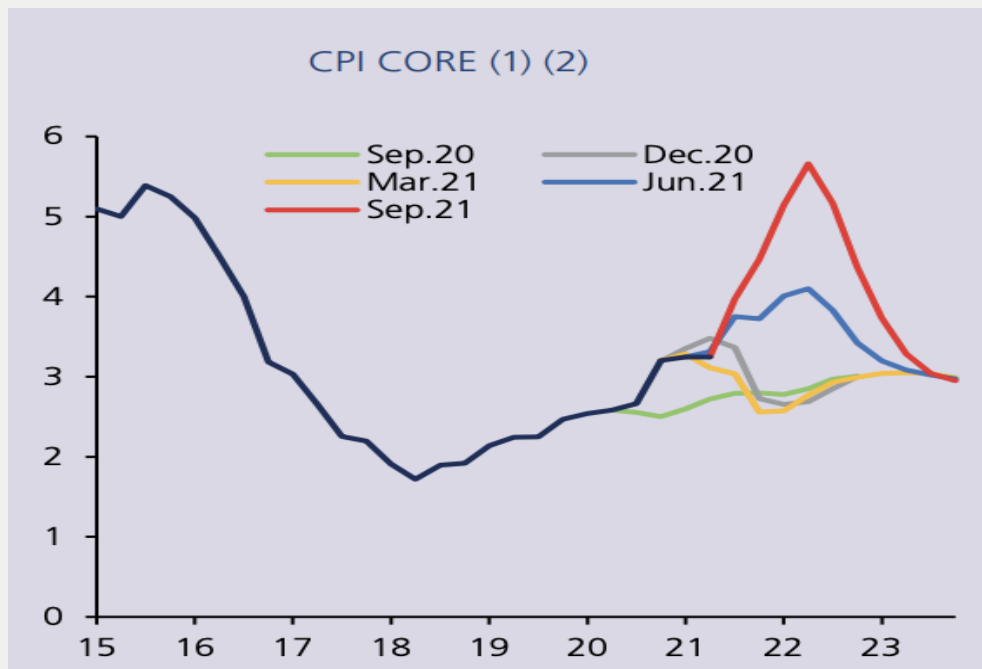
Projeção BCCh para o hiato do produto (%)



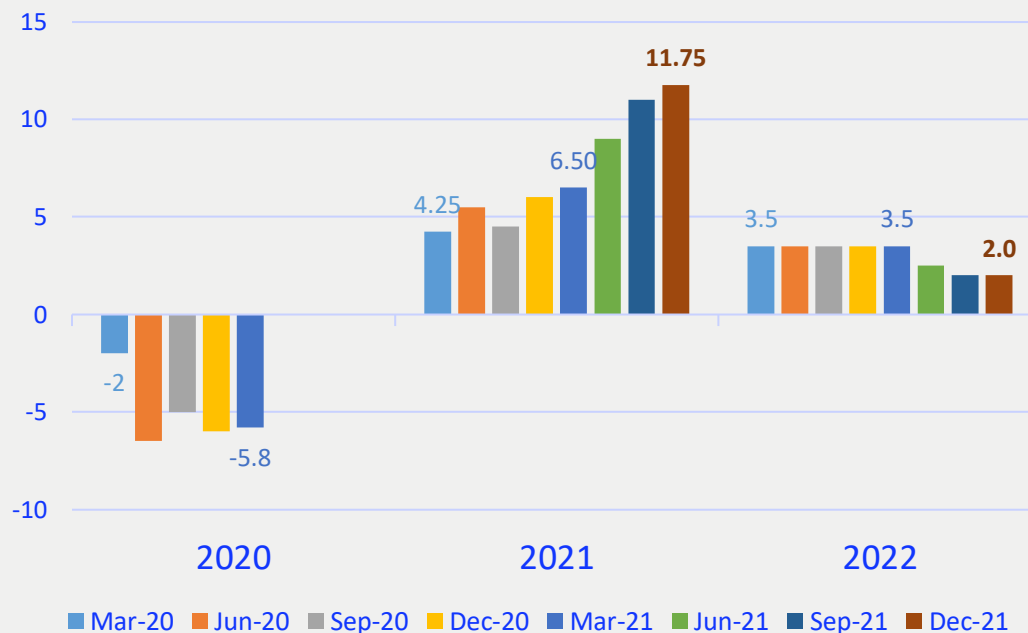
Tese Chile: maior crescimento, maior taxa de juros 2

- Julgamos que há um risco assimétrico para o cenário do Banco Central. Como detalharemos nos slides a seguir, o volume de estímulos fiscais e parafiscais foi tão grande no Chile que, provavelmente, sustentará um nível maior de crescimento do PIB por mais tempo.
- Caso concretizado, o BCCh seria forçado a revisar as suas previsões para crescimento e inflação. De fato, revisões altistas tem sido muito frequentes nos últimos trimestres. Em março de 2021, o BC esperava crescimento de 6,5% para o ano e pico do núcleo de inflação próximo a 4,0% em 2022. Em dezembro do mesmo ano, esperava crescimento de 11,75% e pico acima de 6,0%.

Projeção do BCCh para núcleo de inflação em diferentes momentos (% yoy)

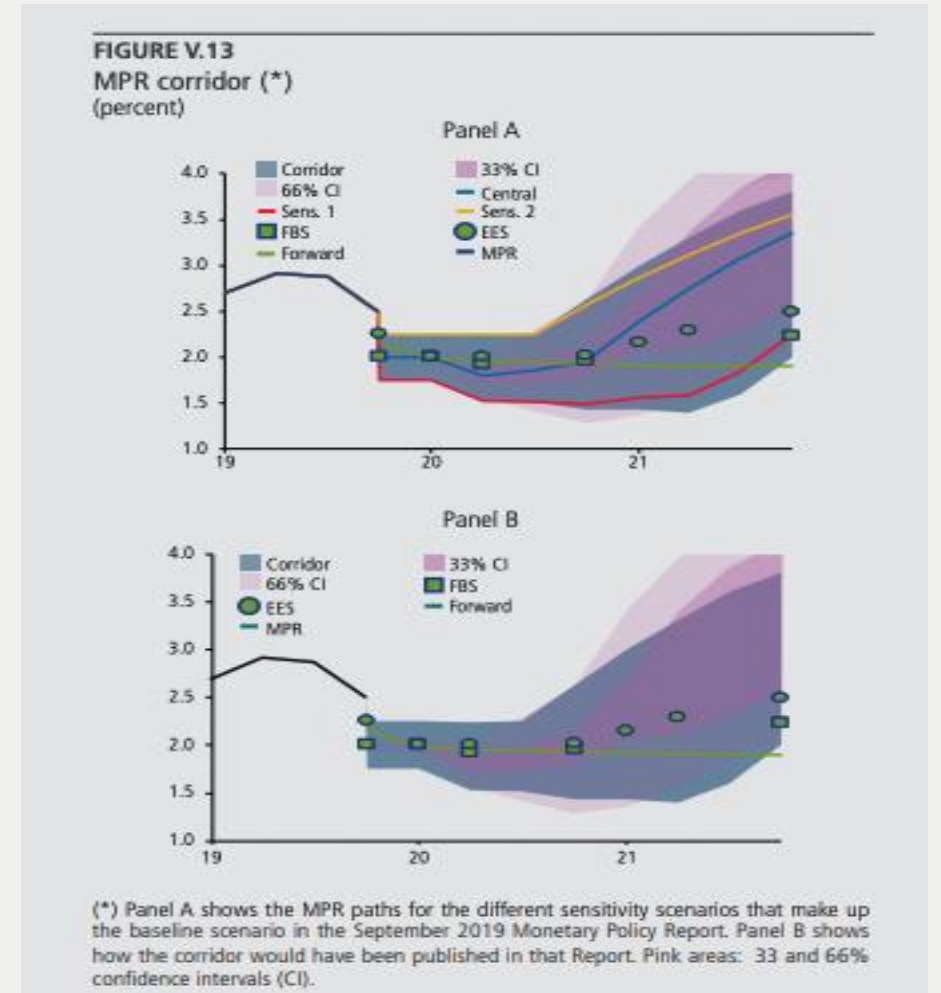


Projeção do BCCh para crescimento do PIB em 2020-21-22 em diferentes momentos (%)



BCCh implementou forward guidance em Mar-20

- Em março de 2020, o Banco Central do Chile implementou o forward guidance. Ou seja, o BC passou a indicar qual é a sua expectativa sobre a taxa de juros curtas nos trimestres subsequentes. Esse instrumento é utilizado por outros Bancos Centrais do mundo e tem por objetivo controlar as taxas de juros em vértices mais longos em que o BC não atua diretamente através de seu instrumento básico – taxa de juros overnight.
- A maneira pela qual o BCCh optou foi a de publicar um “corredor” pela qual espera que a taxa de juros seguirá no médio prazo. O corredor é calculado da seguinte forma.
 - Com base nas informações disponíveis no momento, o BCCh estima qual seria a trajetória da taxa de juros consistente com a convergência da inflação para a meta de 3% em dois anos. Essa é a linha azul no gráfico acima.
 - O BCCh também calcula diferentes trajetórias para a taxa de juros com base em cenários alternativos para dinâmica do PIB “consistent with output growth in the forecast ranges”. Em todo MPR, o BCCh descreve cenários alternativos para o cenário econômico, sobretudo de crescimento do PIB. O corredor é calculado pelo upper e lower bound das taxas de juros necessárias para levar a inflação à meta nesses cenários alternativos. Esse corredor é representado pela área em azul nos gráficos à direita.
 - Em todo MPR, o BC apresenta cenários extremos em que a taxa de juros estaria fora do corredor.
 - Além disso, o BC também calcula intervalos de acordo com desvio padrão histórico da taxa de juros. Esse intervalo de confiança é representado pelas áreas rosa e roxa.



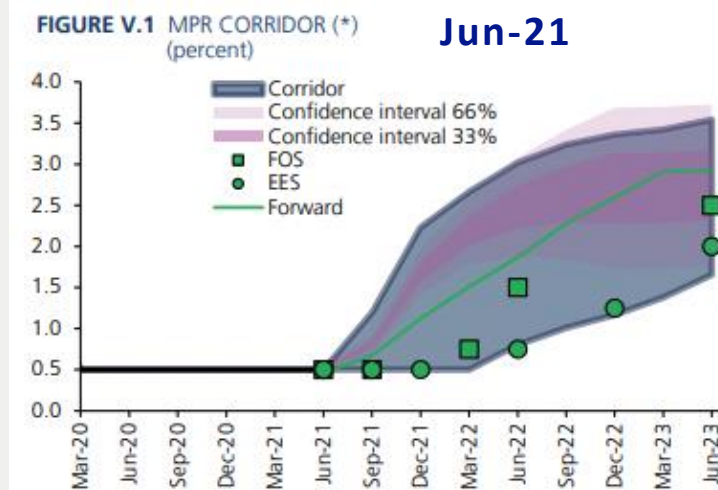
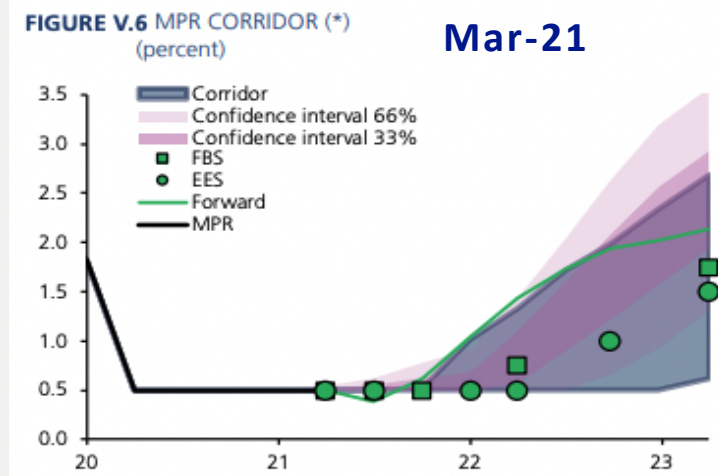
Forward guidance não deve ser levada ao pé-da-letra

- Em março de 2021, pouco antes de montarmos a nossa posição, o corredor apresentado pelo BC não apresentava uma MPR acima de 2,5% até, pelo menos, o 1Q21. Além disso, não considerava em suas considerações, que poderia rever o corredor caso a atividade fosse mais forte. De fato, o risco de uma atividade mais forte estava “dentro do corredor”. O único cenário alternativo delineado para uma MPR fora do corredor era um baixista:

“These estimates also consider risk scenarios whose consequences could push growth outside the range of projections for the coming years. These include a more negative scenario for the pandemic at the global level, as well as adjustments in financial conditions caused by a possible de-anchoring of inflation expectations in the face of significant international fiscal packages.”

- Em junho de 2021, a comunicação foi parecida. O risco positivo de uma demanda mais forte do que a esperada devido as transferências fiscais estavam contempladas no corredor. O risco de a MPR estar fora do corredor delineado no Ipm era baixista.

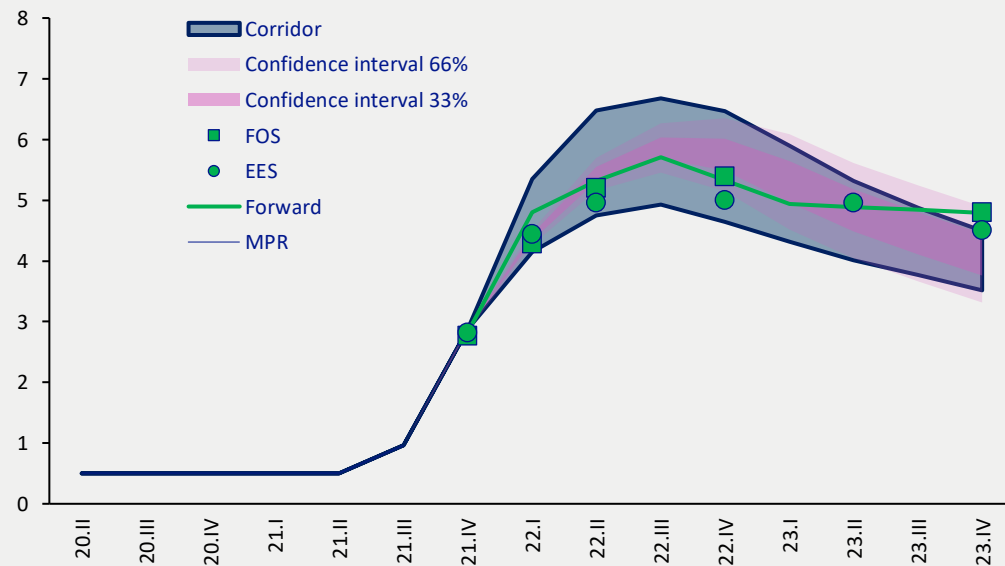
“Besides the sensitivity exercises, risk scenarios in which the changes in the economy would be more significant and where the monetary policy reaction should be more intense are also analyzed. Locally, the risks associated with an evolution of public finances that is unclear as to their long-term stabilization are worth noting, which could affect local financial conditions, investment, and the perception of country risk. Internationally, the main risk continues to be an abrupt change in global financial conditions, an event that has become more prevalent due to doubts about the evolution of inflation in the U.S. The intensity of these scenarios may jeopardize the convergence of inflation within the policy horizon, placing activity below the expected ranges and/or compromising the proper functioning of financial markets”



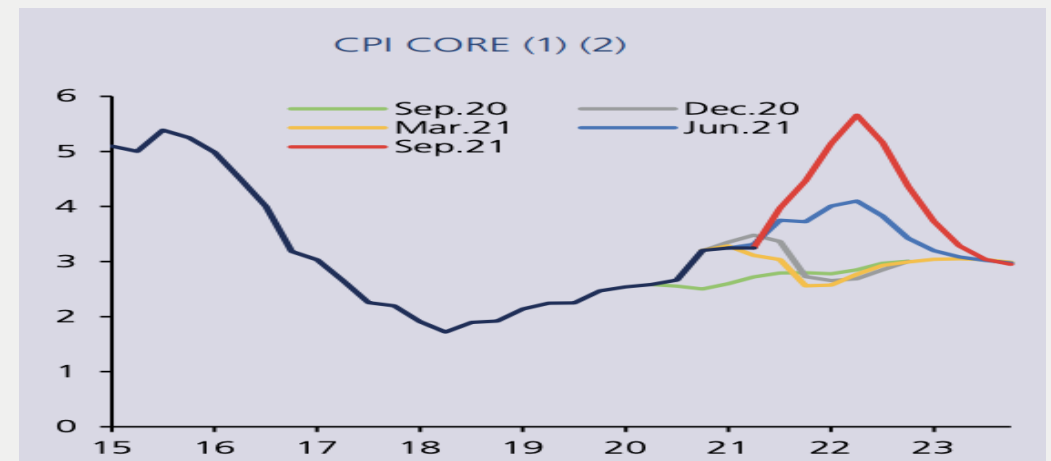
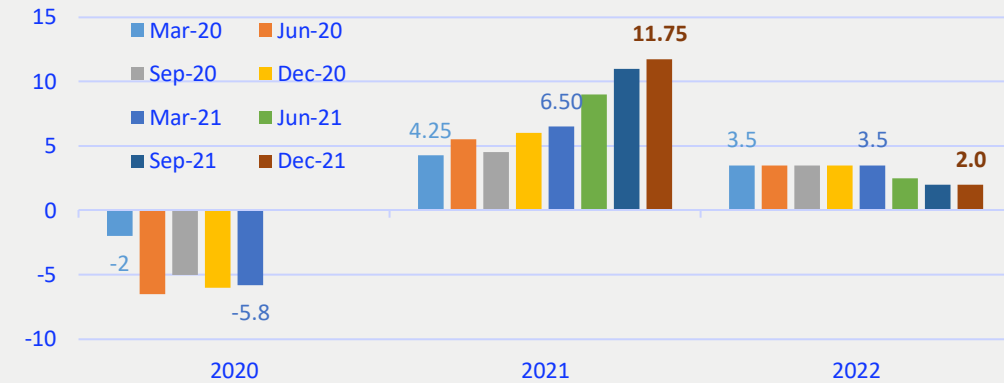
Revisões do PIB levaram a mudança no Forward Guidance

- Apesar de não explicitamente consideradas nos cenários de riscos, as constantes revisões altistas do PIB para 2021 levaram o BCCh a mudar a trajetória esperada para acima do compatível com os corredores publicados anteriormente.
- Atualmente, o cenário central do BCCh antevê uma MPR próxima a 5,5%, com um limite superior próximo a 6,5%. A curva precisava um cenário acima do limite superior do corredor. Em nosso ver, isso requer novas revisões altistas nas projeções de PIB

Corredor apresentado no último Ipom



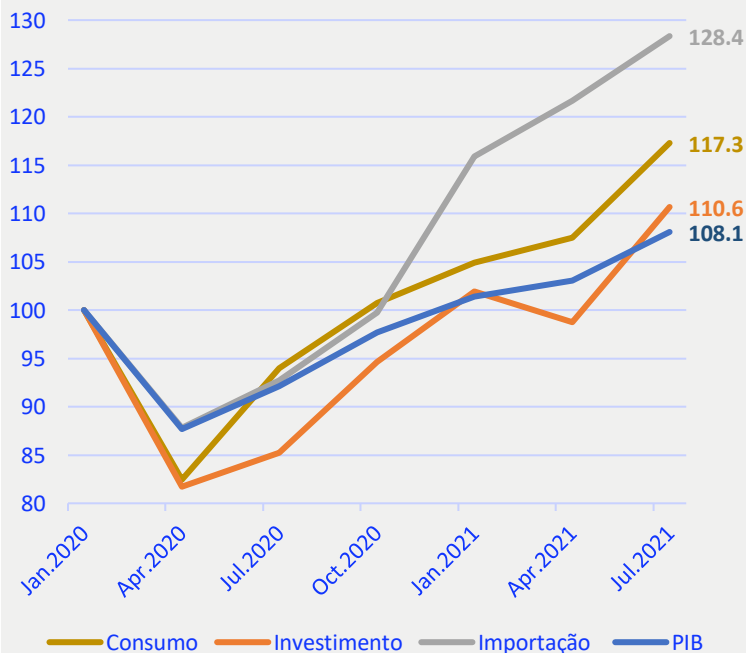
Projeção do BCCh para PIB e IPC em 2020-21-22 em diferentes momentos (%)



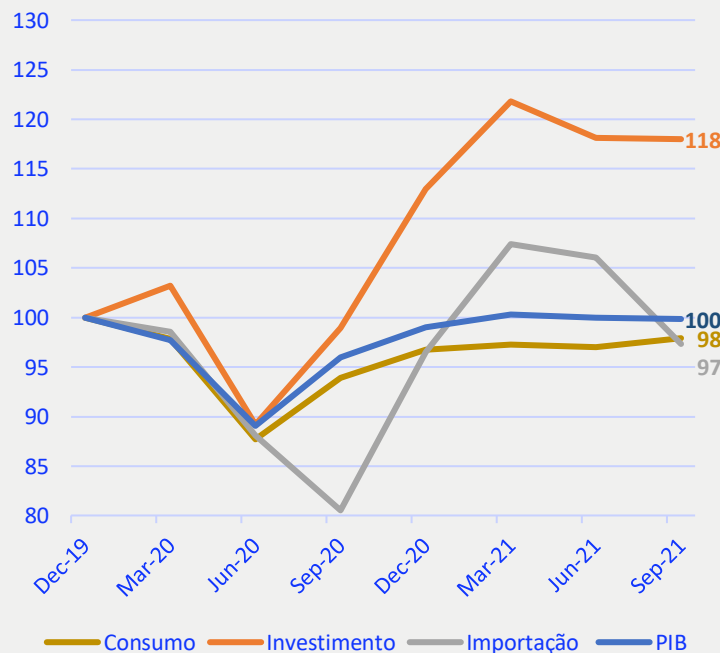
PIB do Chile estava a 8% acima do pré-crise e 3Q21

- No Chile, o PIB estava 8% acima do nível pré-crise. Consumo e investimentos estavam, respectivamente, 10,6% e 17,3% acima do nível de 1Q20. Grande parte do aumento da demanda interna foi atendido pela produção do resto do mundo – as importações estavam quase 30% acima do nível pré-crise.
- Tanto no Brasil, como nos EUA, o PIB estava muito próximo ao nível pré-crise. No Brasil, em particular, houve um arrefecimento do consumo nos últimos meses. Nos EUA, o consumo estava 3,6% acima do nível de 4Q19.

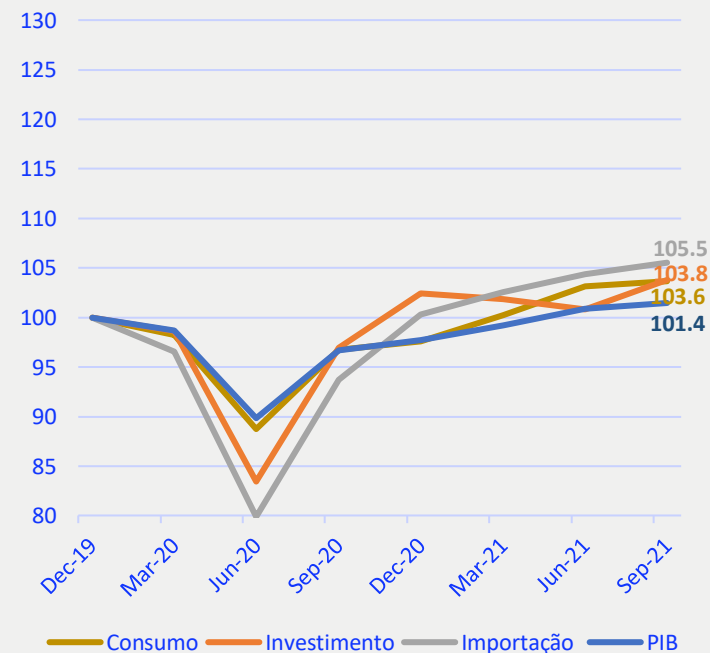
PIB pelo lado da demanda – Chile
(Número índice, 1Q20=100)



PIB pelo lado da demanda – Brasil
(Número índice, 4Q19=100)



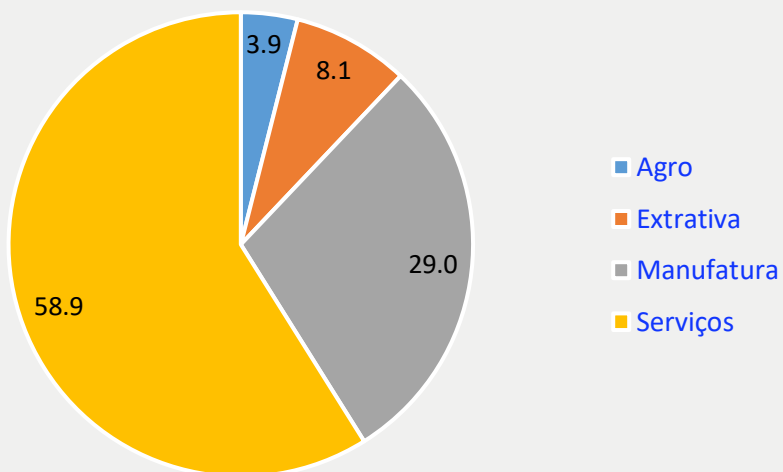
PIB pelo lado da demanda – EUA
(Número índice, 4Q19=100)



Crescimento no Chile disseminado entre os setores

- O crescimento do Chile foi bastante disseminado. Virtualmente, todos os setores da economia estava acima do nível pré-crise no 3Q21. O crescimento forte ocorre apesar da indústria extrativa mostrar contração.
- Isso é diferente do que ocorre no Brasil e nos EUA, onde vários serviços e indústria estava ainda abaixo.

Composição do PIB do Chile (% do total)



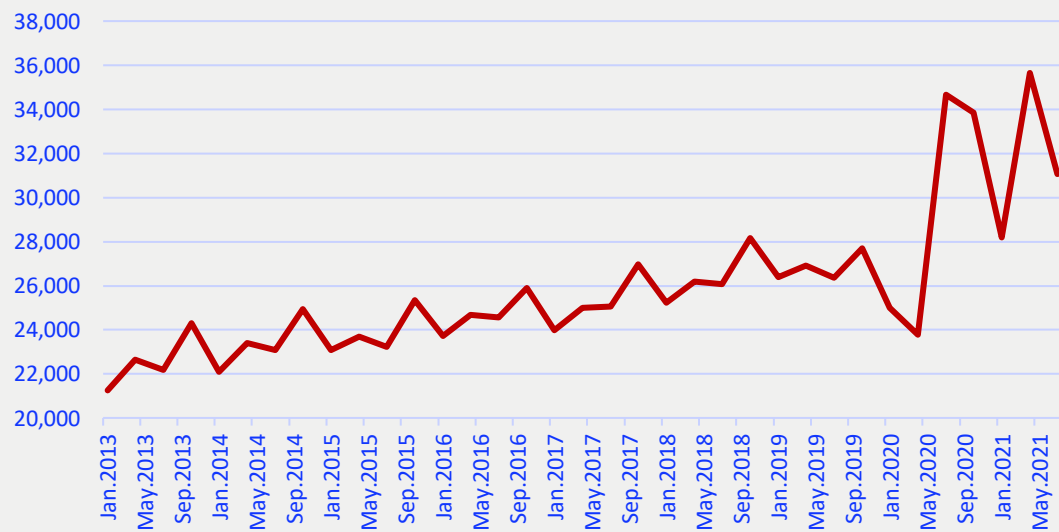
Crescimento do PIB - Oferta

	Peso	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21	Sep-21
1.Agropecuario-silvícola	3%	0%	-2%	0%	4%	3%	4%	1%
2.Pesca	1%	0%	1%	11%	-4%	10%	9%	18%
3.Minería	11%	0%	-1%	1%	-3%	-1%	2%	-3%
4.Minería del cobre	10%	0%	-1%	2%	-3%	-1%	1%	-5%
5.Otras actividades mineras	1%	0%	-3%	-6%	-2%	0%	8%	12%
6.Industria manufacturera	11%	0%	-10%	-4%	3%	4%	4%	8%
7.Alimentos, bebidas y tabaco	4%	0%	-5%	0%	3%	4%	5%	8%
8.Alimentos	3%	0%	-3%	0%	0%	0%	-1%	2%
9.Bebidas y tabaco	1%	0%	-9%	1%	8%	14%	18%	24%
10.Textil, prendas de vestir, cuero y calzado	0%	0%	-38%	-17%	12%	10%	11%	13%
11.Maderas y muebles	1%	0%	-11%	2%	5%	8%	11%	12%
12.Celulosa, papel e imprentas	1%	0%	-2%	0%	3%	-2%	1%	2%
13.Química, petróleo, caucho y plástico	3%	0%	-17%	-11%	4%	3%	-1%	3%
14.Refino de petróleo	1%	0%	-29%	-24%	16%	4%	0%	6%
15.Química, caucho y plástico	2%	0%	-11%	-4%	-3%	1%	-3%	-1%
16.Minerales no metálicos y metálica básica	1%	0%	-23%	-14%	7%	6%	14%	10%
17.Productos metálicos, maquinaria, equipos y otros	2%	0%	-11%	-7%	-1%	3%	6%	13%
18.Electricidad, gas, agua y gestión de desechos	3%	0%	-4%	0%	3%	1%	7%	5%
19.Construcción	7%	0%	-21%	-30%	-14%	-11%	-9%	-3%
20.Comercio, restaurantes y hoteles	12%	0%	-22%	-6%	5%	7%	16%	27%
21.Comercio	10%	0%	-15%	2%	11%	13%	22%	30%
22.Restaurantes y hoteles	2%	0%	-48%	-38%	-20%	-18%	-10%	16%
23.Transporte	5%	0%	-27%	-23%	-10%	-6%	-14%	-2%
24.Comunicaciones y servicios de información	4%	0%	-2%	-1%	1%	7%	7%	13%
25.Servicios financieros y empresariales	17%	0%	-7%	-8%	-5%	-2%	1%	8%
26.Servicios financieros	6%	0%	-2%	-3%	-1%	-1%	2%	4%
27.Servicios empresariales	11%	0%	-10%	-9%	-7%	-3%	1%	9%
28.Servicios de vivienda e inmobiliarios	8%	0%	-5%	-4%	-2%	1%	2%	6%
29.Servicios personales	13%	0%	-24%	-17%	-8%	5%	-2%	5%
30.Administración pública	5%	0%	-1%	1%	1%	3%	4%	4%
34.Producto Interno Bruto	100%	0%	-12%	-8%	-2%	1%	3%	8%

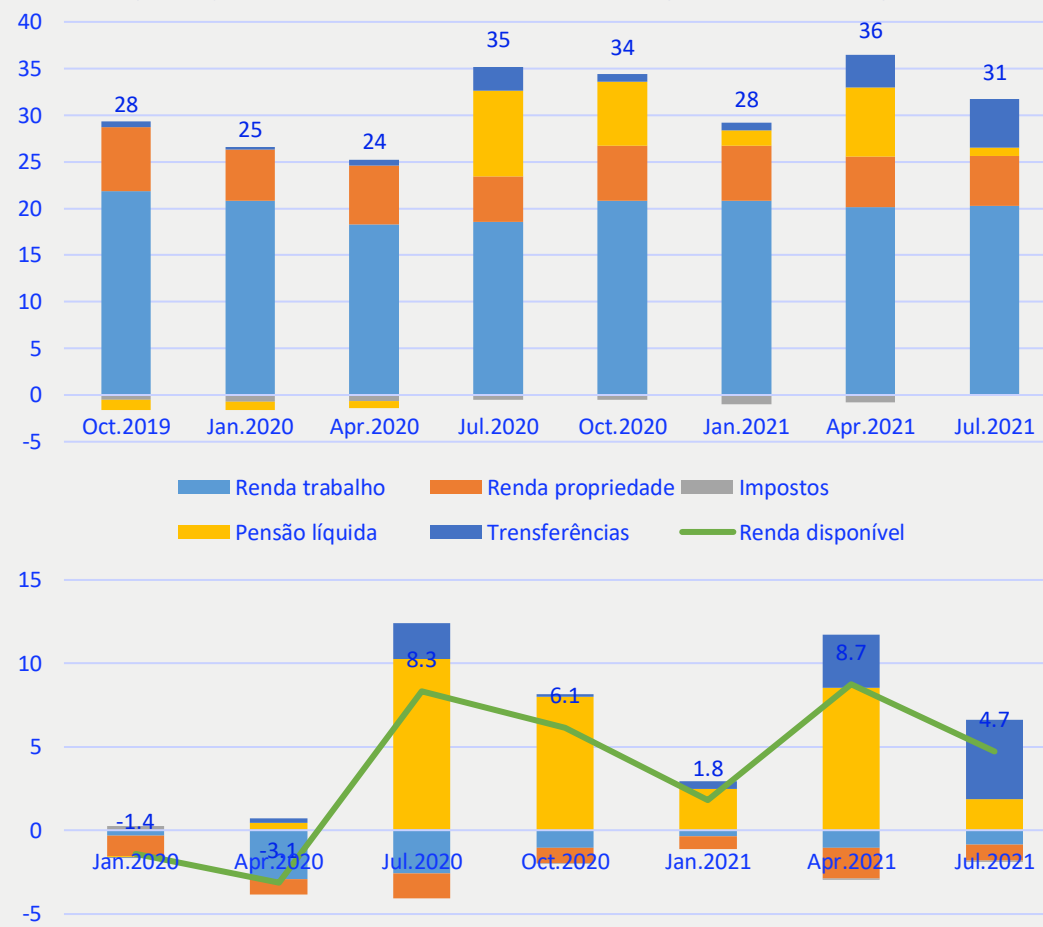
Renda Disponível aumentou 25% durante crise de Covid

- Entre o segundo trimestre de 2020 e o terceiro de 2021, a Renda Disponível das famílias do Chile ficou, em média, 18% acima do nível pré-crise. Esse valor já considera os saques dos fundos de pensão.
- O aumento da renda disponível no Chile foi explicado pelos saques aos fundos de pensão e aumento das transferências. Este último, por conta do programa IFE, que é uma espécie de Auxílio Emergencial que terminou agora em novembro.

**Renda Disponível das famílias
(bi, pesos de 2Q21)**



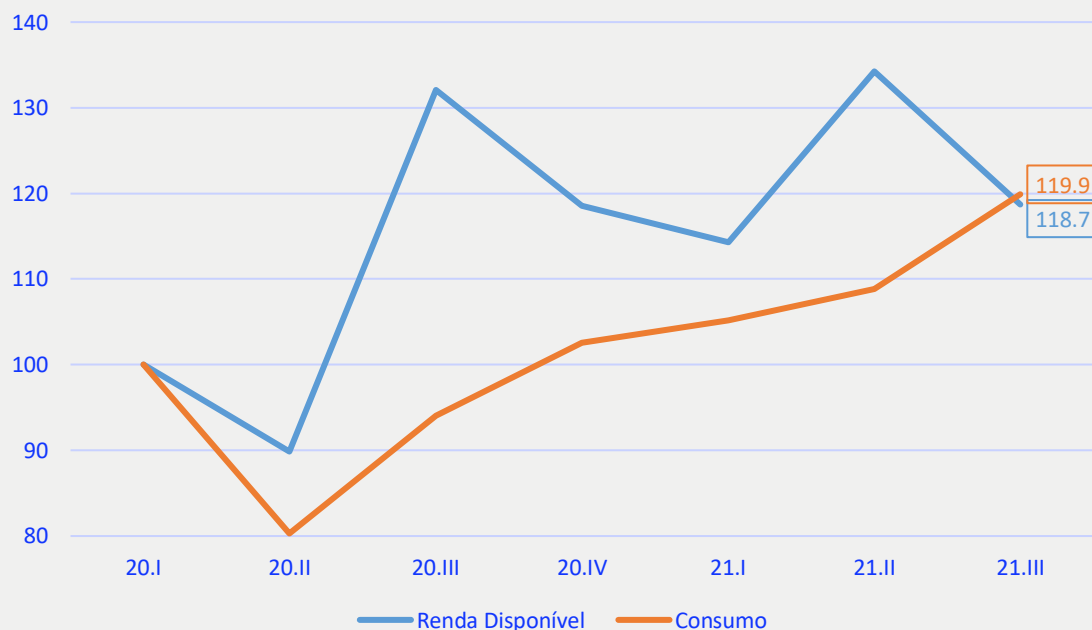
Composição aumento da renda disponível (tri, pesos)



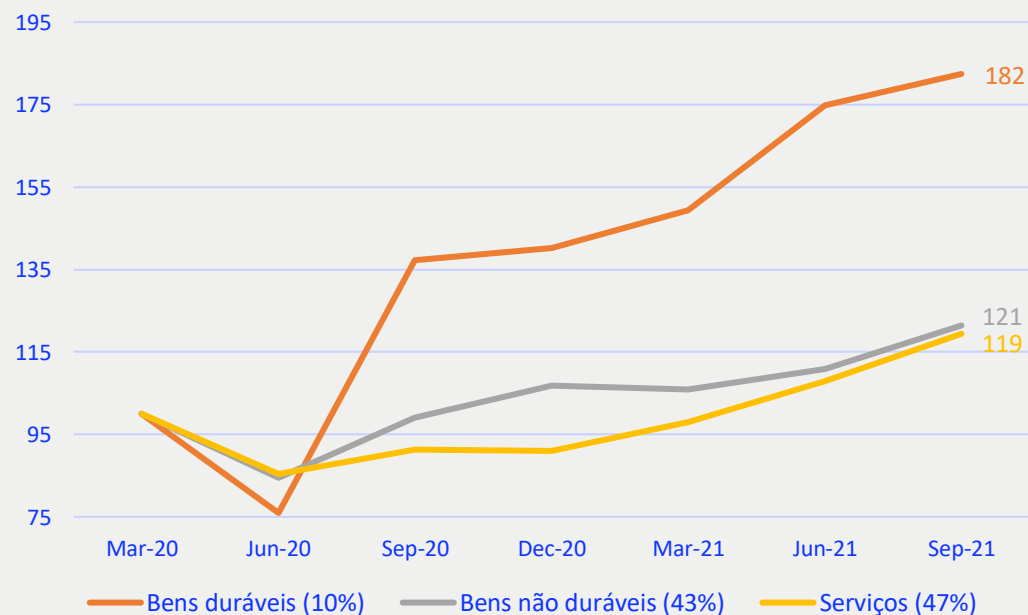
Aumento do consumo bem aquém do aumento da renda

- O consumo das famílias aumentou bastante a partir do 2Q21. Em particular, ficou 20% acima do pré-crise no 3Q21. No entanto, o aumento do consumo foi aquém do crescimento da Renda Disponível das famílias.
- O aumento do consumo ocorreu em todos os setores, com maior destaque para o consumo de bens duráveis. O consumo de não duráveis e serviços estava pouco acima de 15% no terceiro trimestre, enquanto o consumo de duráveis estava 80% acima.

**Consumo e renda das famílias no Chile
(Número índice, 1Q20=100)**



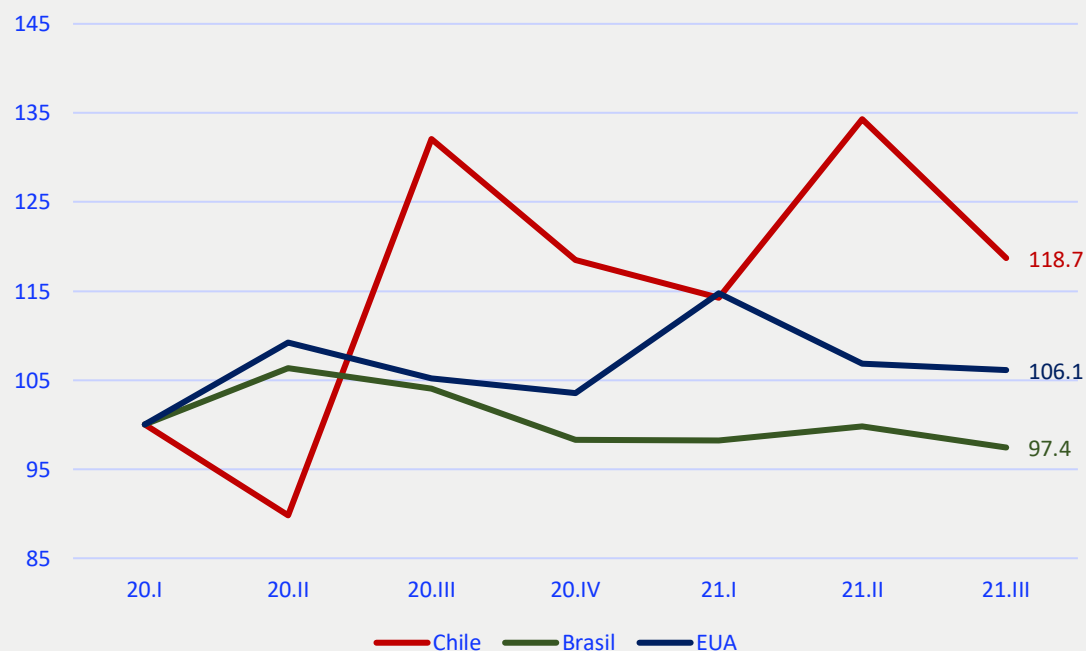
**Composição do consumo das famílias no Chile
(Número índice, 1Q20=100)**



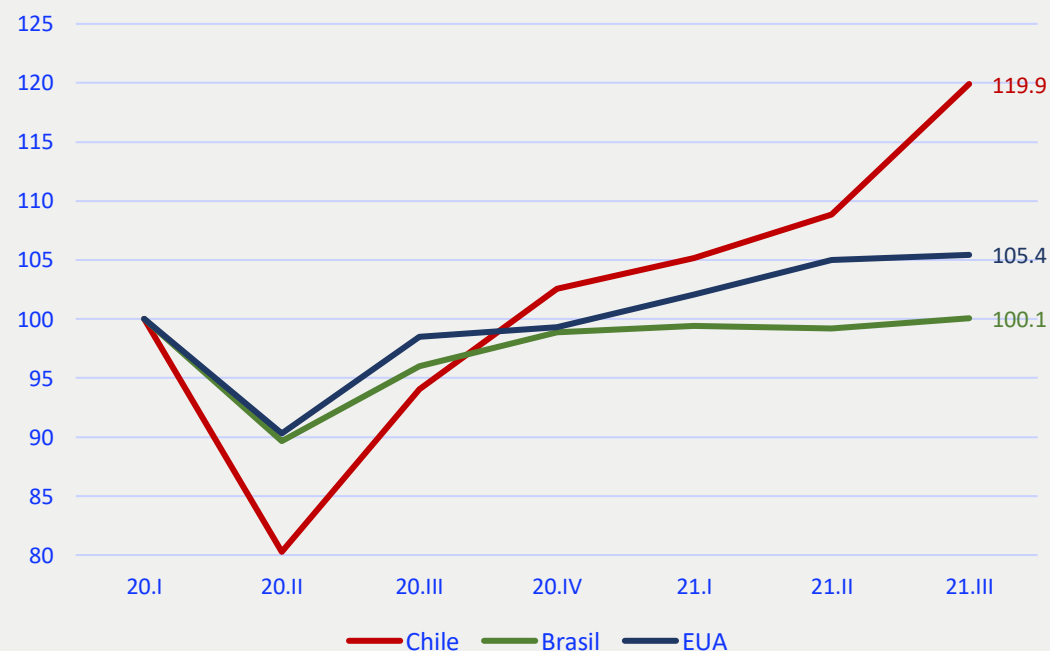
Estímulos no Chile maiores do que nos EUA e Brasil

- O aumento da liquidez para as famílias chilenas foi muito maior do que nos EUA e Brasil, dois países com pacotes de suporte para as famílias bastante generosos.
- Em consequência, o aumento do consumo no Chile também foi maior, sobretudo a partir da reabertura da economia pós-Covid. No 3Q21, o consumo das famílias nos EUA estava 5,0% acima do pré-crise. No Brasil, o consumo estava mais de 2% abaixo.

Renda disponível das famílias nos EUA, Chile e Brasil (número índice, 1Q20=100)



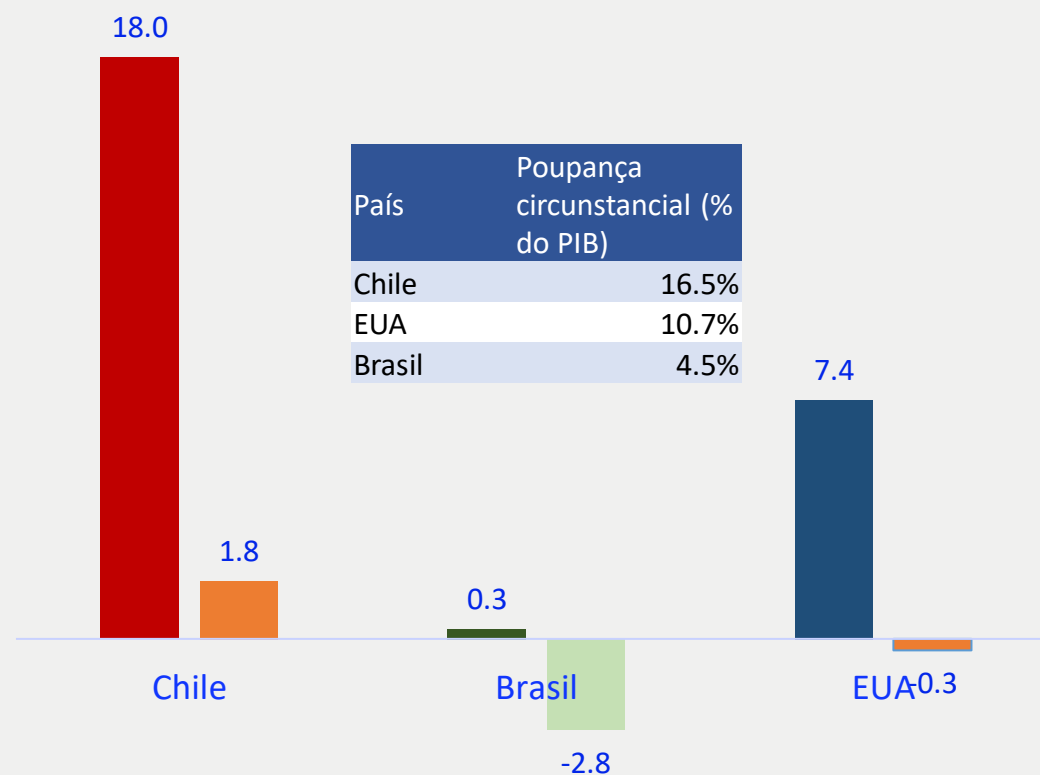
Consumo das famílias nos EUA, Chile e Brasil (número índice, 1Q20=100)



Poupança circunstancial de 17,1% do PIB no Chile

- Entre o segundo trimestre de 2020 e o terceiro de 2021, a Renda Disponível das famílias do Chile ficou, em média, 18,0% acima do nível pré-crise. No mesmo período, o consumo aumentou, em média, apenas 1,8%.
- Em comparação, a Renda Disponível média no Brasil durante esse período ficou 0,7% acima do pré-crise. Já o consumo contraiu - 2,8% em relação ao nível pré-crise. Nos EUA, um dos países com maiores estímulos para combater os efeitos econômicos do surto de Covid-19, a renda disponível ficou 7,6%, em média, acima do nível pré-crise durante esse período. O consumo médio ficou estável.
- O aumento da liquidez para as famílias em proporção muito maior do que o aumento do consumo possibilitou a formação de uma poupança circunstancial bastante elevada no Chile. Estimamos que a poupança circunstancial no Chile de 16,5% do PIB ante 10,7% nos EUA e 5,0% no Brasil.
- Essa liquidez exacerbada gera uma incerteza muito acima do normal quando projetamos crescimento no médio prazo. Com o fim dos programas de suporte a renda e saques dos fundos de pensão, veremos um encolhimento relevante do fluxo de renda das famílias. A manutenção do consumo em um nível elevado dependerá da velocidade em que elas irão utilizar os recursos poupados nos últimos trimestres. Como veremos nos próximos slides, a hipótese que fazemos sobre a velocidade em que a poupança será utilizada gera resultados muito diversos para o PIB de 2022.

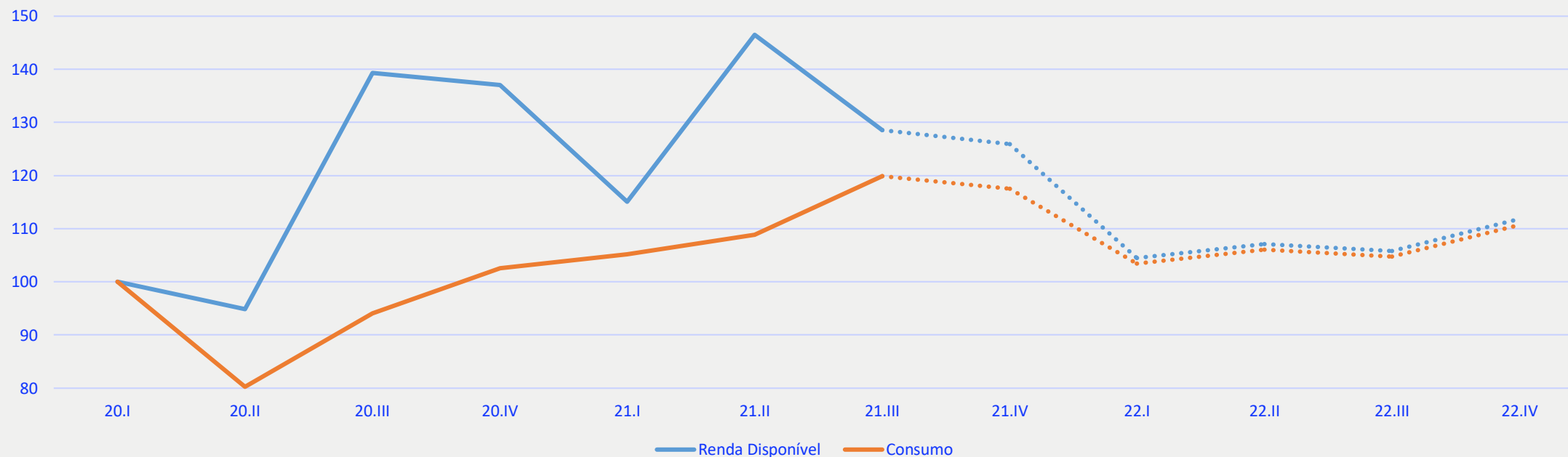
Diferença média da Renda Disponível no período 2Q20 e 3Q21 vs. pré-crise



Despoupar será crucial para manter nível de consumo

- Assumindo que (i) não haverá mais saques nos fundos de pensão, or program IFE (espécie de Auxílio Brasil) não será prorrogado em 2022, (iii) a renda dos salários retorna a tendência de crescimento pré-crise (3.5% real) e (iv) a renda da propriedade converge ao final do ano para o valor pré-crise; a renda disponível das famílias mostraria um recuo de -17% em 2022.
- A contração de -0,2% do consumo do famílias projetada pelo BCCh já requer a utilização da poupança feita ao longo dos últimos anos. Para termos uma ideia, se a relação consumo renda disponível retornasse ao nível pré-crise em 2022 (gráfico abaixo), o consumo seria 6,0% abaixo do esperado para 2021.

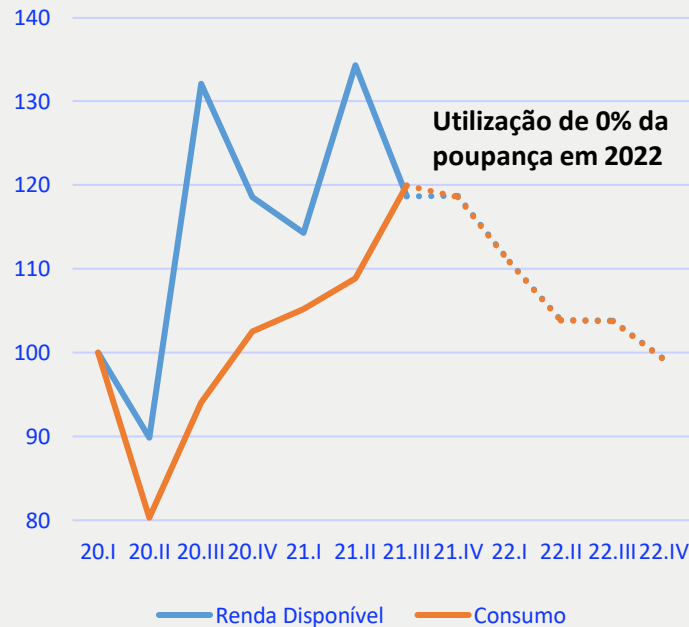
**Consumo e renda das famílias – cenário de retorno a normalidade da tx. de poupança
(Número índice, 1Q20=100)**



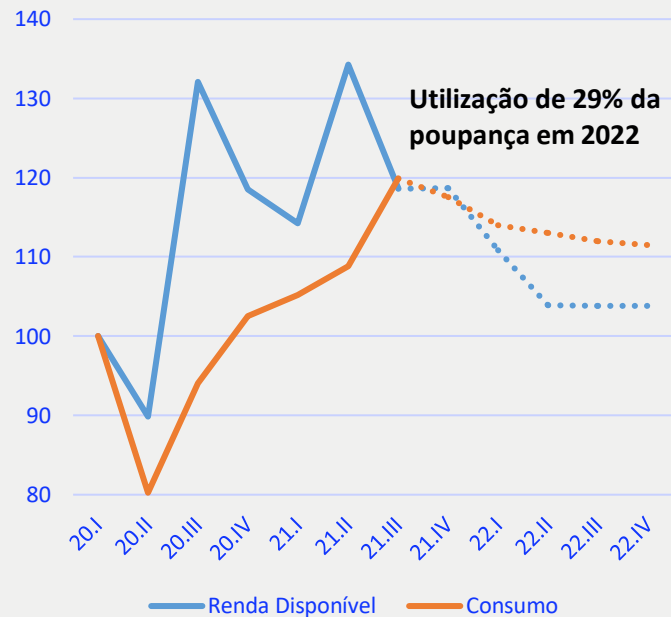
Cenário muito incerto para crescimento em 2022

- Uma contração de -0,2% do consumo em 2022 é um cenário conservador, mas não fora da realidade. Esse cenário requer, por exemplo a utilização de 30% da poupança circunstancial formada nos últimos trimestres para sustentar o consumo em um patamar mais elevado. Seria compatível com consumo 10% acima do nível pré-crise.
- Um cenário agressivo, em que o nível de consumo permanecesse constante no patamar do 3Q21 levaria a um crescimento de 5,7% ano contra ano em 2022. Esse cenário requer a utilização de cerca de 60% da poupança.

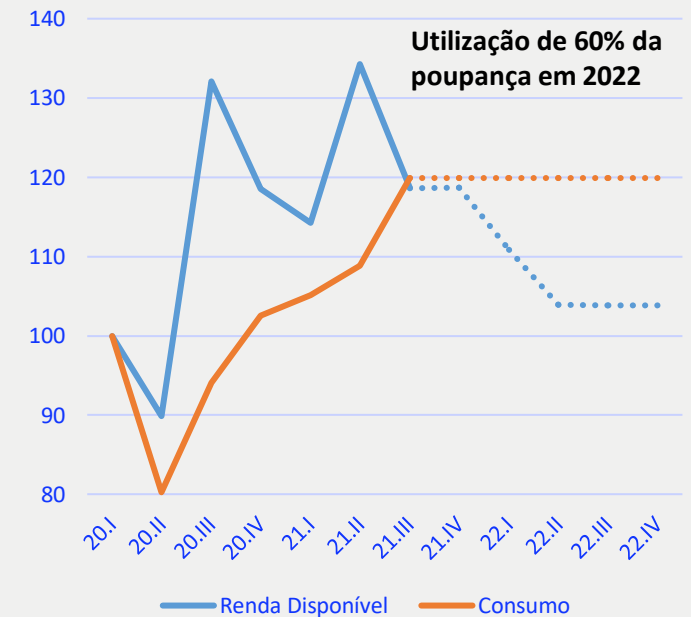
Utilização de 0% da poupança – consumo contrai -6,0% em 2022



Utilização de 30% da poupança – consumo contrai -0,2% em 2022



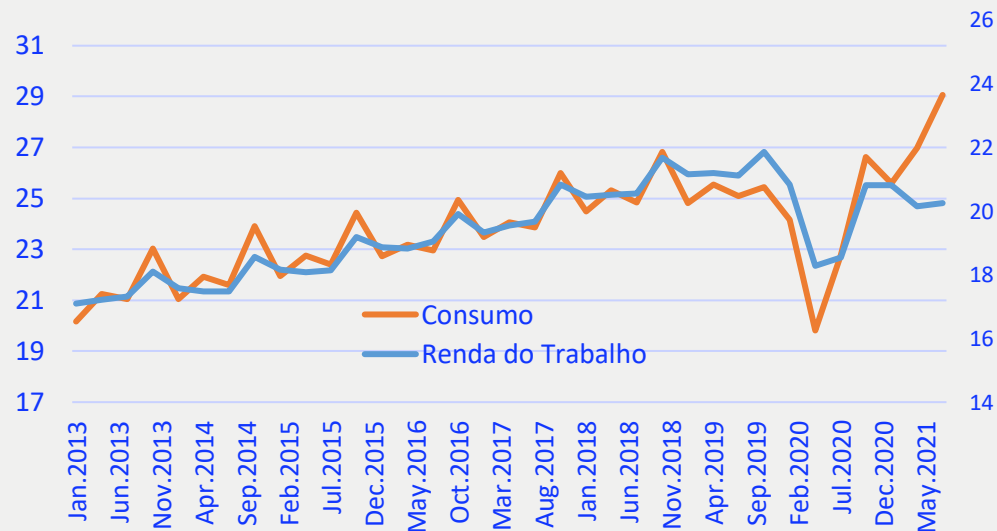
Utilização de 60% da poupança – consumo expande 5,7% em 2022



Renda do trabalho será fundamental para consumo em 22

- Historicamente, a relação entre consumo e renda do trabalho é constante ao longo do tempo. Essa relação foi quebrada inicialmente em 2019, por conta da onda de protestos ocorrida no País e intensificada durante o surto de Covid-19. Uma vez normalizada a economia pós-surto, o natural seria um retorno à normalidade desta relação.
- Portanto, além de como a poupança circunstancial será utilizada, a dinâmica da renda do trabalho nos próximos trimestres será determinante para explicarmos a evolução do consumo das famílias. Assumindo cenários em que a renda do trabalho (i) retorne ao nível e tendência de crescimento compatível com o pré-crise (verde), (ii) retorne apenas ao ritmo de crescimento pré-crise, de 3% (real) ao ano, ou (iii) permaneça constante no nível de 2021, o consumo das famílias contrairia -3,8%; -9,8% e -12,3% respectivamente. Esses cenários assumem utilização zero da poupança circunstancial.

**Consumo e renda do trabalho das famílias
(bi, pesos de 2Q21)**



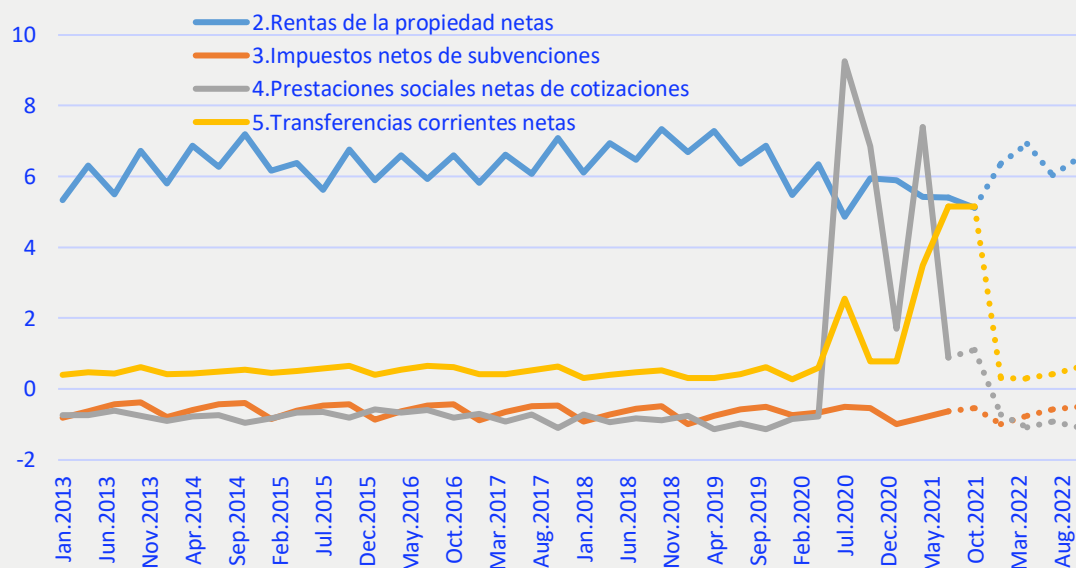
**Cenários para renda do trabalho em 22
(bi, pesos de 2Q21)**



Contração de -0,2% requer utilização da poupança

- Assumindo retorno à normalidade das demais componentes da renda disponível das famílias (impostos, transferências, contribuições sociais líquidas e outros rendimentos), simulamos qual seria o crescimento do consumo das famílias em função do crescimento da renda do trabalho e da utilização da poupança circunstancial.
- Um crescimento do consumo requer uma forte recuperação da renda do trabalho aliada a utilização da poupança circunstancial. Por exemplo, mesmo que a utilização da poupança circunstancial seja de 15% e a renda do trabalho cresça 12,5%, o consumo mostraria contração de -0,6% em 2022 ante 2021.

Hipóteses para crescimento das demais componentes da renda (bi, pesos de 2Q21)



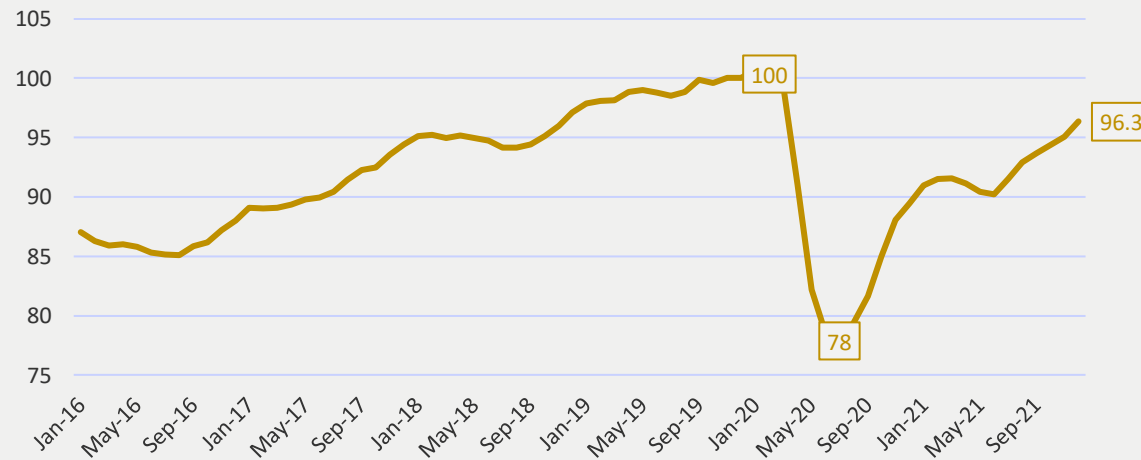
Simulações para crescimento do consumo das famílias em 2022 (% , ante 2021)

Utilização poupança/ Renda Trabalho	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	30.0%
0.0%	-10.3%	-9.2%	-8.1%	-7.1%	-6.0%	-4.9%	-3.8%
2.5%	-8.9%	-7.8%	-6.7%	-5.6%	-4.5%	-3.5%	-2.4%
5.0%	-7.4%	-6.3%	-5.3%	-4.2%	-3.1%	-2.0%	-0.9%
7.5%	-6.0%	-4.9%	-3.8%	-2.7%	-1.7%	-0.6%	0.5%
10.0%	-4.5%	-3.5%	-2.4%	-1.3%	-0.2%	0.9%	1.9%
12.5%	-3.1%	-2.0%	-0.9%	0.1%	1.2%	2.3%	3.4%
15.0%	-1.7%	-0.6%	0.5%	1.6%	2.7%	3.7%	4.8%
17.5%	-0.2%	0.9%	1.9%	3.0%	4.1%	5.2%	6.3%
20.0%	1.2%	2.3%	3.4%	4.5%	5.5%	6.6%	7.7%

Não é claro que emprego irá se recuperar fortemente

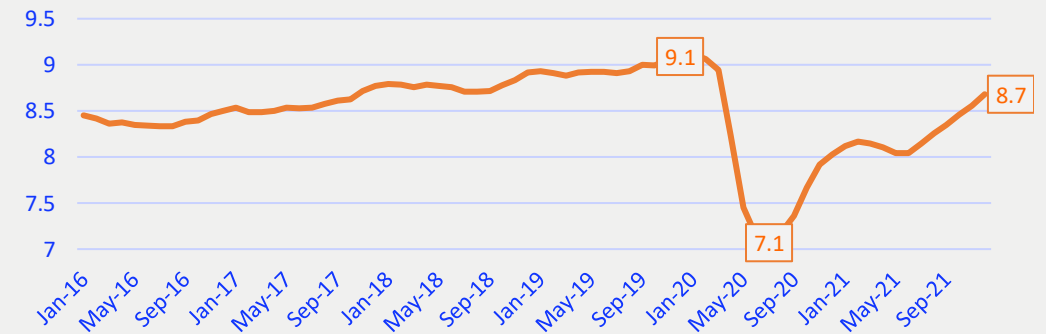
- Não é claro que a renda agregada do trabalho irá aumentar sobremaneira em 2022. Até agora, o número de pessoas empregadas ainda é abaixo do pré-crise e, o salário real, apenas 0,6% do nível de 2019. Nossa proxy para massa salarial ainda estava 4,9% abaixo do pré-crise no trimestre findo em novembro.
- A economia do Chile está tão aquecida, que não é possível descartarmos uma forte aceleração nos próximos trimestres. No entanto, não vemos um indicativo claro que esse movimento esteja ocorrendo no Chile ou mesmo em outros países com economia aquecida, como os EUA.

Proxy para massa salarial (índice, Nov-19)

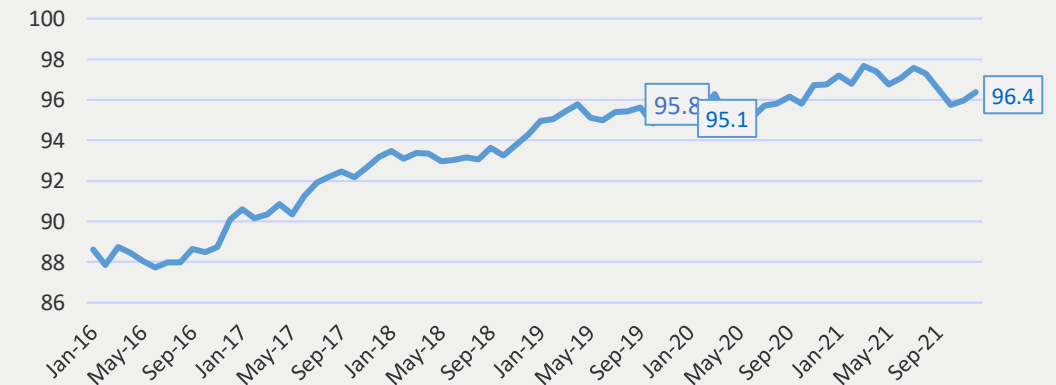


População ocupada e índice de rendimento real (milhões, índice 2018=100)

População ocupada



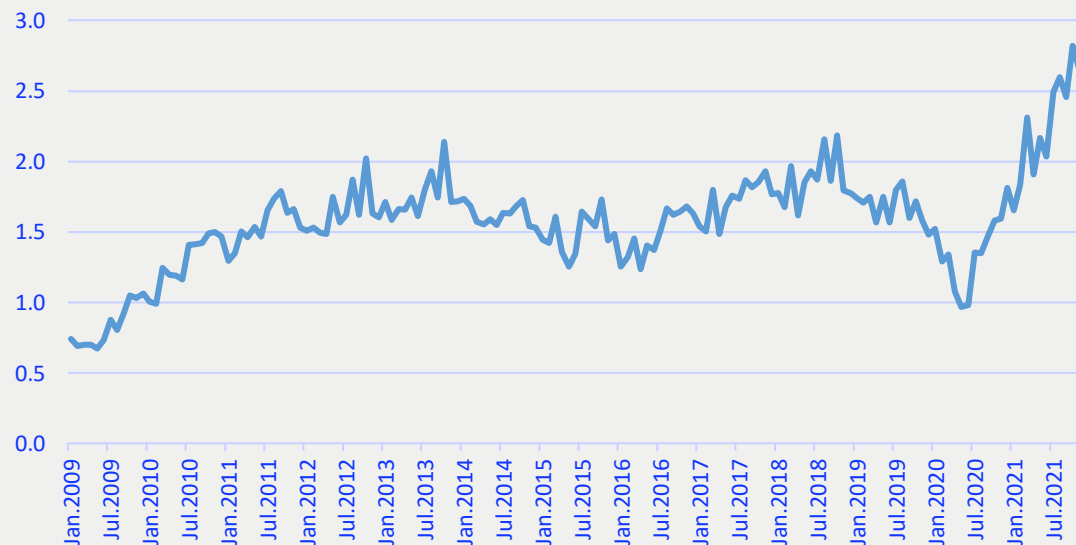
Salário Real



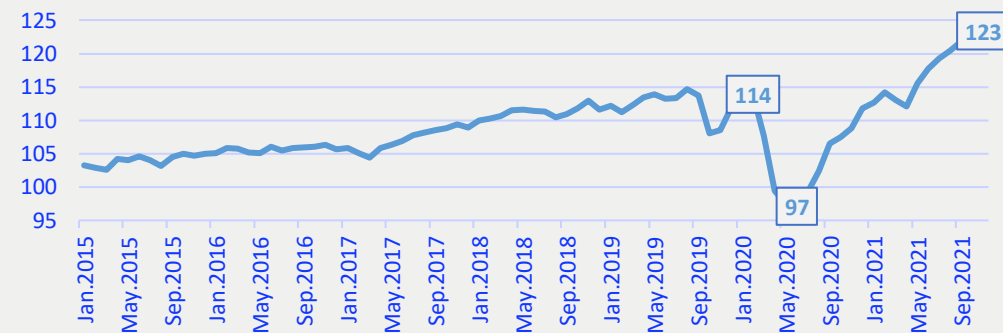
Consumo das famílias continua aquecido na margem

- O consumo das famílias continua bastante aquecido na margem. As importações de bens de consumo continuam em trajetória ascendente e mais de 30% acima do nível de 2019.
- O Imacec, proxy do PIB, mostra a atividade em serviços e comércio em níveis muito altos ainda. No entanto, na margem, já é possível vermos uma estagnação da atividade comercial. A atividade em serviços continua mostrando aumento.

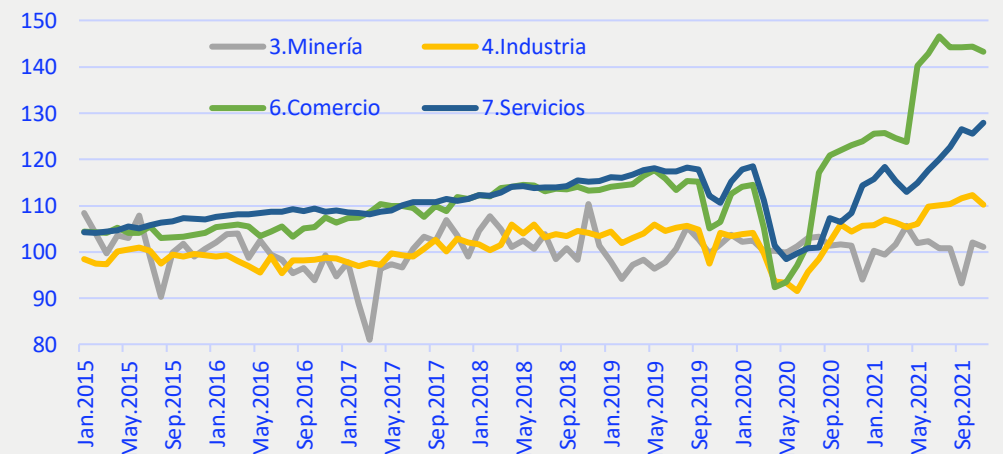
Importação de bens (US\$, bilhões)



Imacec – proxy do PIB (índice) Agregado



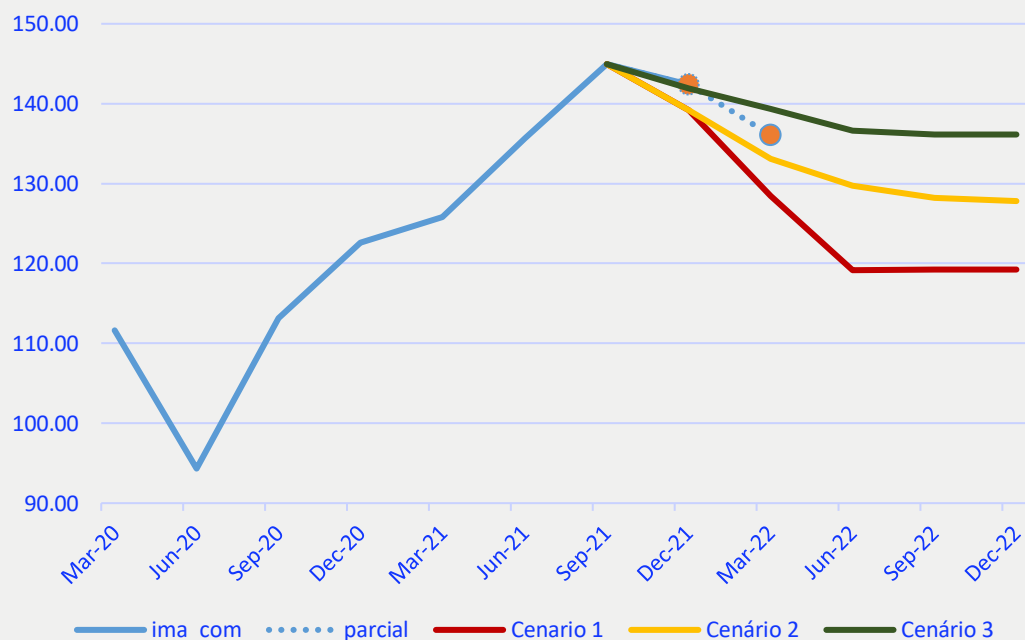
Imacec por setor



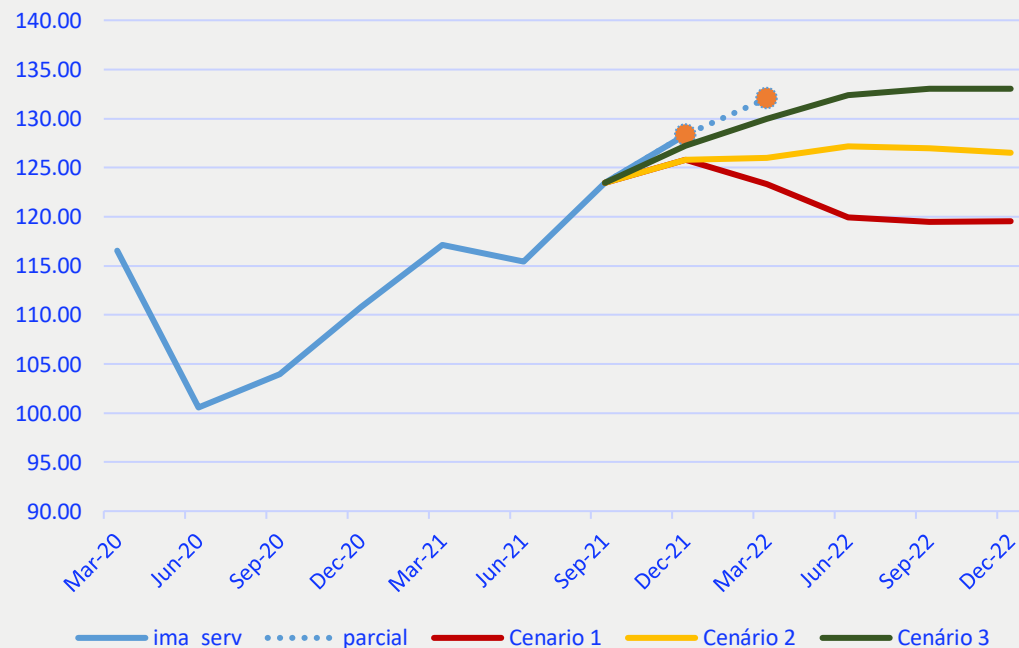
Acompanhamento – Imacec comércio desacelera

- Simulamos trajetórias para IMACEC comércio e serviços para compatíveis com os cenários para crescimento do consumo discutidos no Slide 19.
- Em janeiro, o índice do IMACEC Comércio estava entre os cenários otimista e intermediário. Isso sugere que a demanda por bens continua aquecida na margem. O Imacec-serviços também estava bem elevado, acima dos cenário mais otimista.

Imacec-Comércio: cenários e dados parciais até novembro (número índice, MM 3 meses)



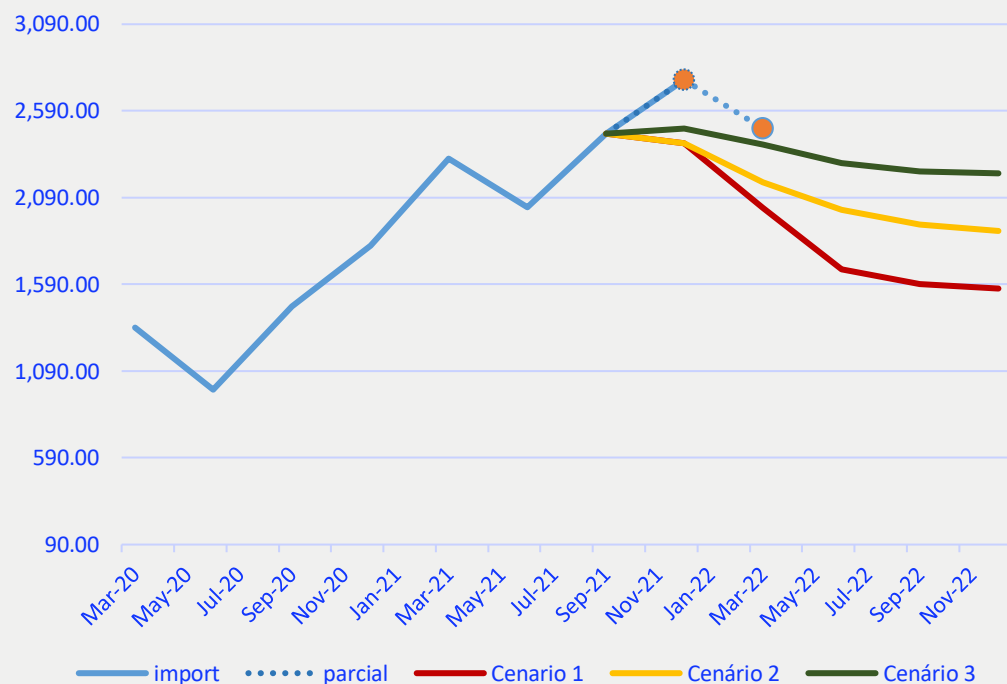
Imacec-Serviços: cenários e dados parciais até novembro (número índice, MM 3 meses)



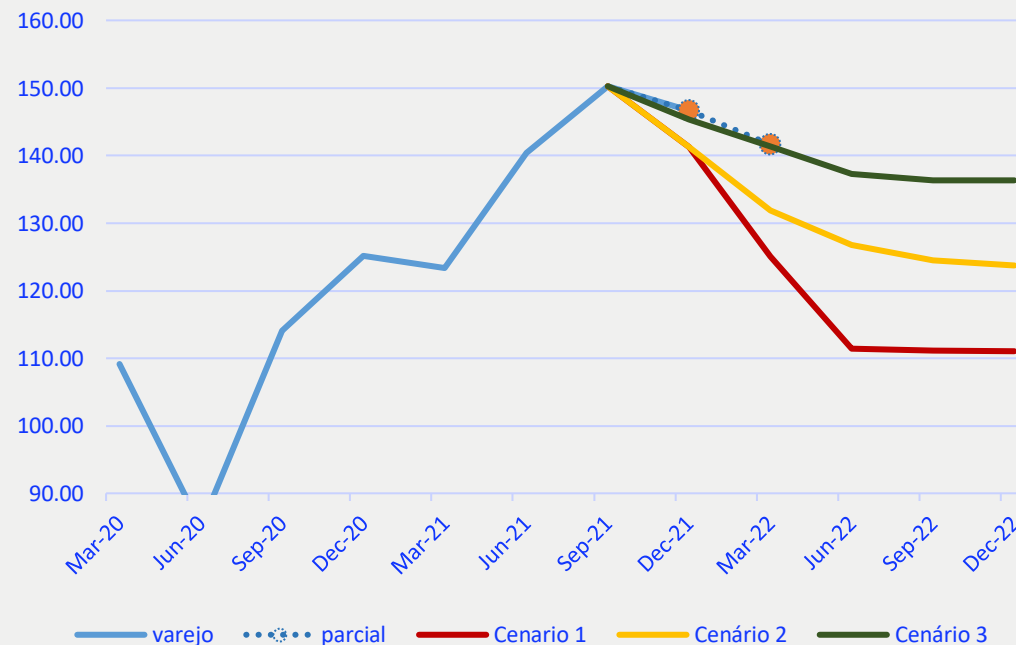
Acompanhamento – importação e vendas de varejo

- As importações de bens retrocederam em janeiro, após um 4T21 muito forte. Mesmo assim, as importações continuaram acima da trajetória compatível com o cenário mais otimista para o consumo das famílias
- O indicador de comércio também é compatível com o cenário mais otimista para o consumo das famílias. No entanto, ao contrário dos outros indicadores, as vendas de varejo já mostraram uma redução do volume no 4Q21 e seguem seguindo essa tendência em janeiro.

Importação de bens: cenários e dados parciais até dezembro (USD, MM 3 meses)



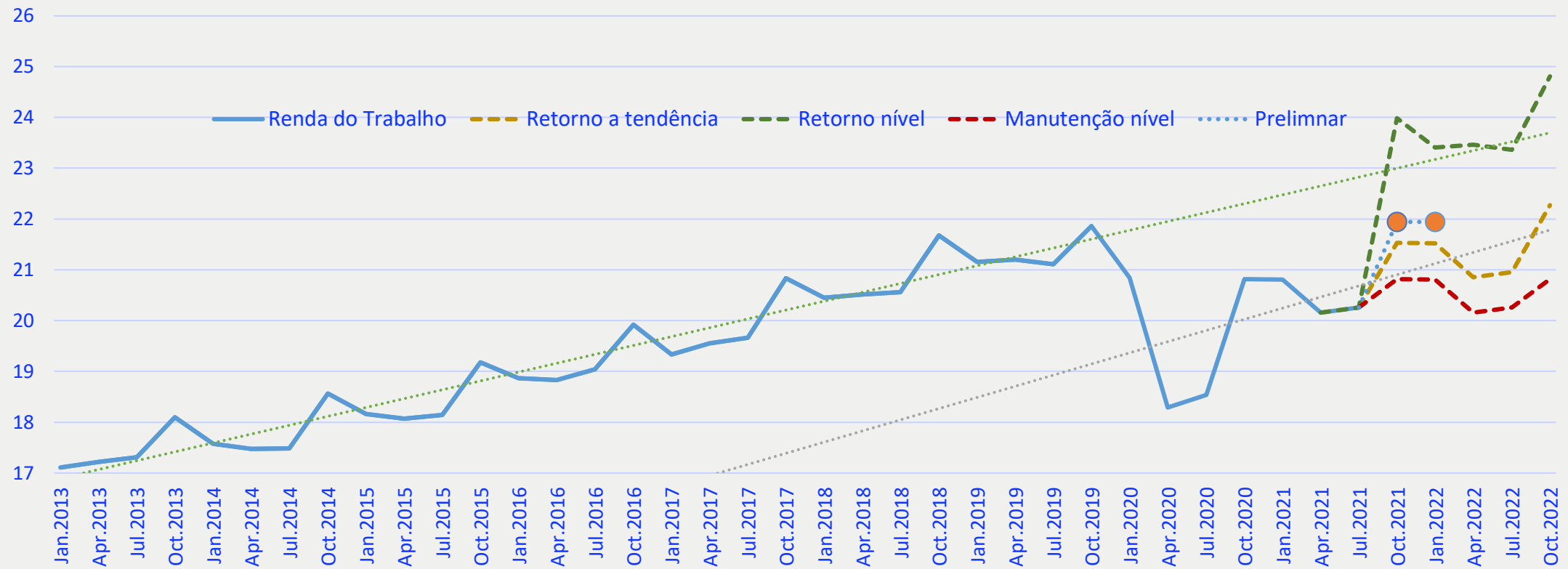
Indicador de comércio: cenários e dados parciais até dezembro (número índice, MM 3 meses)



Acompanhamento – retorno da Renda do Trabalho

- A nossa proxy para a massa salarial sugere um retorno um pouco acima do cenário intermediário (cenários descritos no slide 20). Os dados da renda disponível serão publicados em alguns meses.

Renda do Trabalho: cenários e dados parciais até dezembro (CHP, MM 3 meses)



Inflação Chile - fevereiro

Em fevereiro, a inflação IPC sem voláteis foi de 0,7% mom (6,5% yoy). A inflação headline foi bem menor, em 0,3% mom (7,8% yoy). Todas as medidas de núcleo e headline estão muito acima do limite superior da meta de inflação.

A inflação em dezembro, janeiro e fevereiro foram muito superiores às esperada pelo Banco Central do Chile. A inflação sem voláteis, por exemplo, está em 6,5% vs. esperado 5,4% esperada.

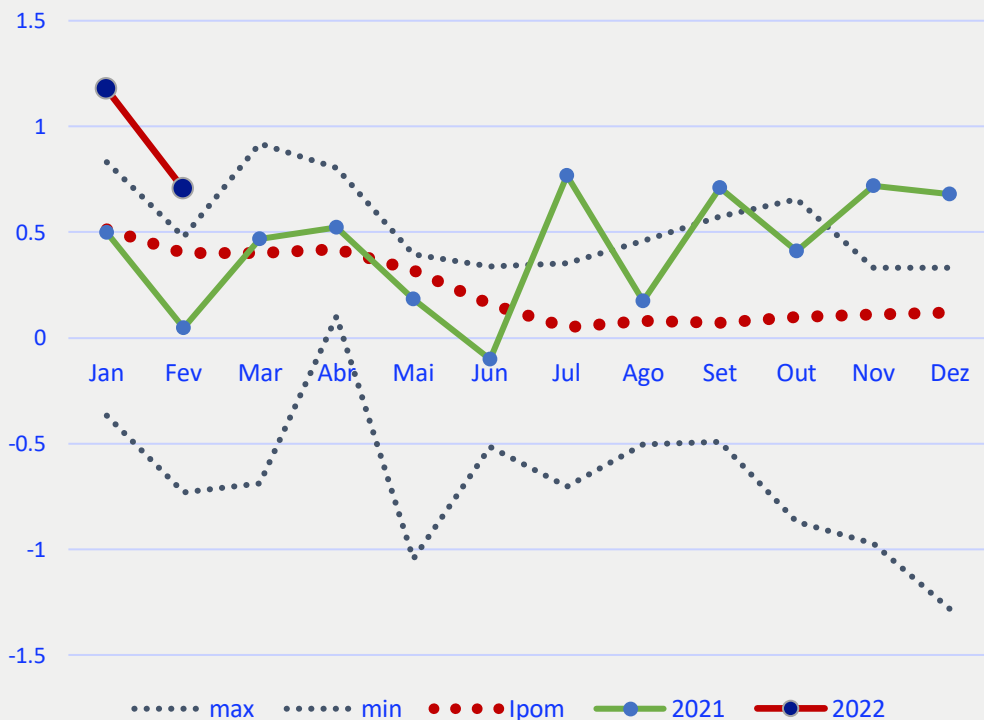
A diferença entre a inflação sem voláteis e o índice cheio deveu-se a forte deflação dos componentes de serviços relacionados com a reabertura da economia. Pacotes turísticos, em particular, mostrou deflação de -24,3%. Esses componentes vem mostrando volatilidade muito acima da usual. Muito provavelmente, o resultado baixista de hoje é *one off*.

O Chile vem mostrando pressões inflacionário também similar à vista em outros países como Brasil e EUA. Enquanto a reabertura da economia levou à uma normalização da dinâmica inflacionária dos serviços, a esperada redução da inflação de bens industriais não ocorreu. Ao contrário, a inflação de bens industriais continua pressionando bastante nos últimos meses.

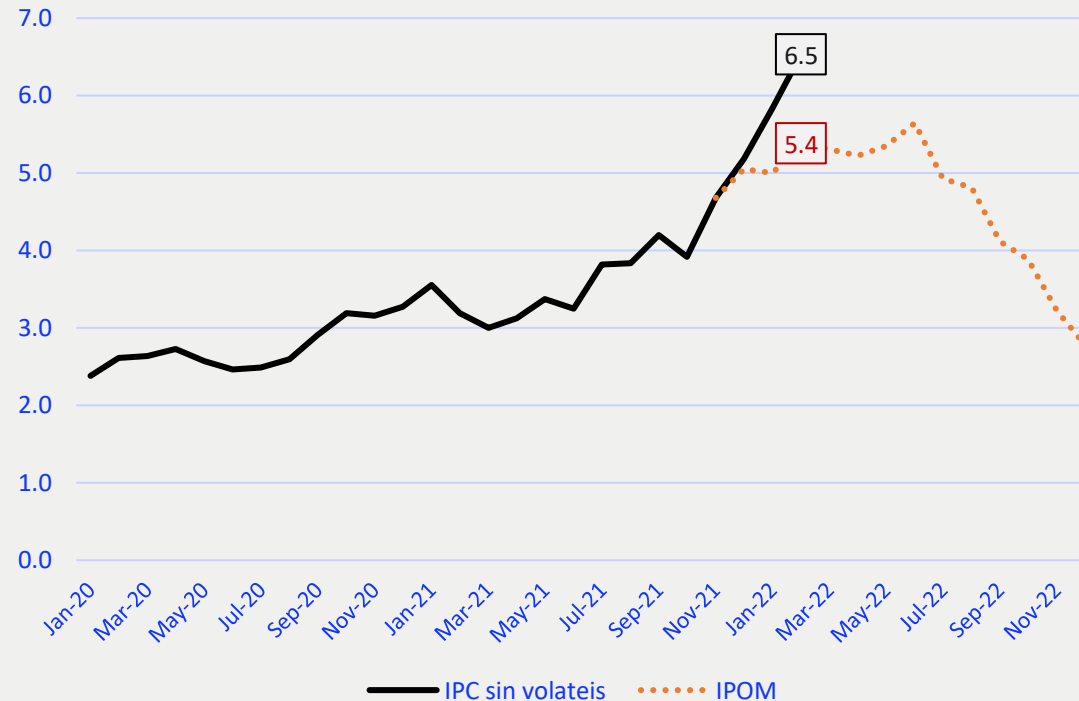
IPC sem voláteis acima da projeção do Ipom

- O Banco Central do Chile publica a sua estimativa para a inflação cheia e sem voláteis no futuro. A última projeção foi retirada do Relatório de Política Monetária (Ipom) publicado no dia 15 de dezembro. A expectativa era de inflação sem voláteis de 0,4% mom (5,4% yoy) em fevereiro vs. 0,7% mom (6,5% yoy). A inflação surpreendeu para cima em dezembro, janeiro e fevereiro.

Inflação sem voláteis – realizada, projetada pelo Ipom, mínimo e máximo para cada mês (% , mom)



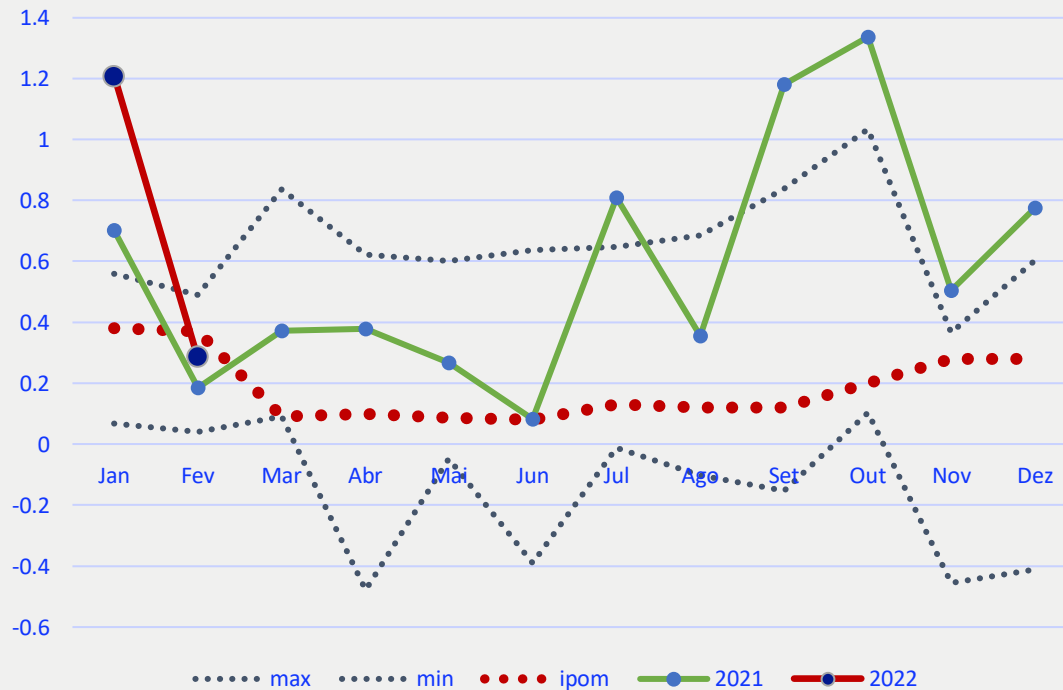
Inflação sem voláteis – realizada e projetada pelo Ipom (% , yoy)



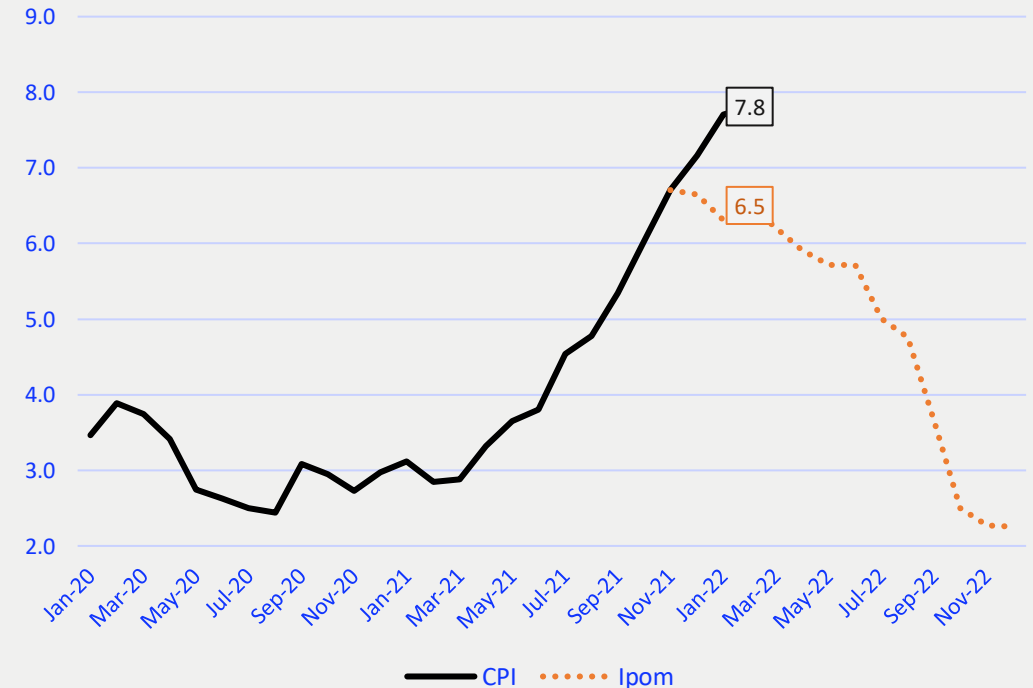
CPI também acima da projeção do Ipom

- O Banco Central do Chile publica a sua estimativa para a inflação cheia e sem voláteis no futuro. A última projeção foi retirada do Relatório de Política Monetária (Ipom) publicado no dia 15 de dezembro. A expectativa era de inflação CPI de 0,4% mom (6,5% yoy) em janeiro vs. 0,3% mom (7,8% yoy) observadas.

Inflação CPI – realizada, projetada pelo Ipom, mínimo e máximo para cada mês (% mom)



Inflação CPI – realizada e projetada pelo Ipom (% yoy)



Inflação Chile – Principais Números

- A inflação CPI ex-energia e alimentos in natura atingiu 6,6% yoy em dezembro. A inflação no mês foi negativamente impactada por componentes de serviços relacionados com a reabertura, que vem apresentando volatilidade bastante acima da usual.

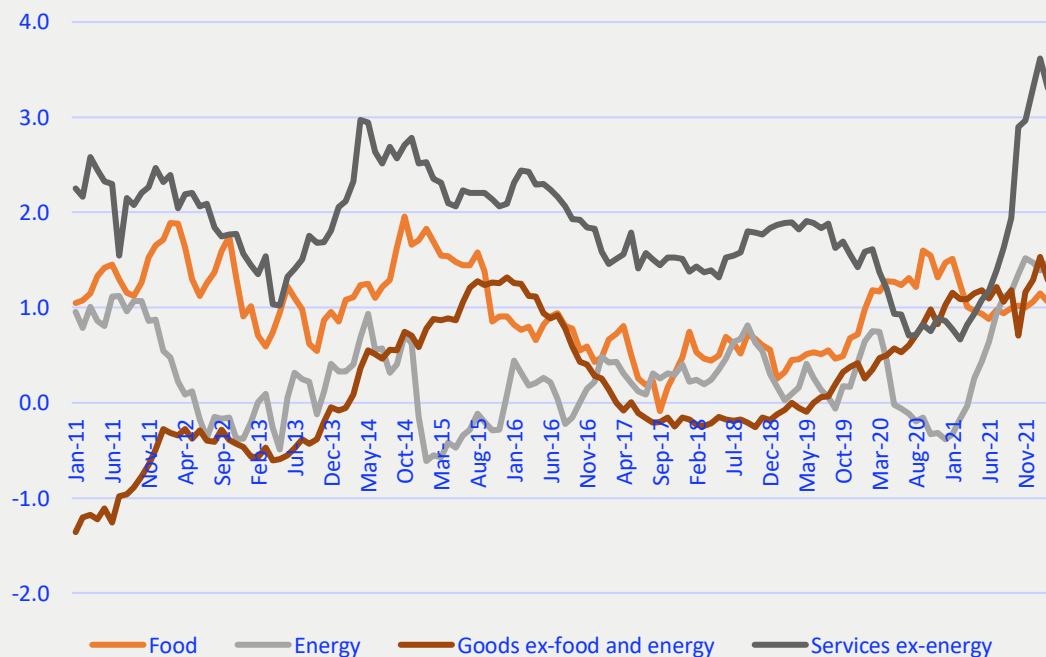
Inflação no Chile – principais números

	Peso	Mensal						Acumulada em 12 meses					
		Dec-20	Jan-21	Feb-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Dec-20	Jan-21	Feb-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22
Alimentos	19.3	0.12	1.15	-0.49	0.53	1.46	2.19	8.1	8.1	6.9	5.9	6.2	9.1
In Natura	2.8	0.27	5.14	-2.37	-1.27	1.91	1.55	14.9	17.5	15.1	1.3	-1.8	2.1
Outros alimentos	16.5	0.10	0.47	-0.17	0.84	1.38	2.29	7.0	6.6	5.5	6.6	7.6	10.3
Serviços	47.1	0.26	0.38	0.07	0.95	1.00	-0.86	1.8	1.6	1.4	7.0	7.7	6.7
Restaurantes e hotéis	6.4	0.24	0.87	0.07	1.25	1.68	0.53	2.0	2.7	2.3	10.1	11.0	11.5
Pacote turístico	0.8	0.00	0.00	0.00	4.79	-4.59	-24.27	-7.5	-16.2	-9.0	82.5	74.1	31.8
Transportes	4.3	1.44	-0.05	0.00	4.02	4.31	-3.12	-0.6	-1.0	-3.5	15.9	21.0	17.2
Aluguel	5.5	0.11	0.25	0.35	0.04	0.61	0.36	3.2	3.3	3.1	2.2	2.5	2.5
Educação	6.6	-0.03	0.17	-0.22	0.04	0.07	0.04	3.5	3.6	3.2	2.8	2.7	3.0
Comunicação	4.8	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.07	-0.4	-0.4	-0.4	-0.1	-0.1	0.0
Outros serviços	18.6	0.21	0.55	0.12	0.82	0.92	-0.76	2.2	2.0	2.0	5.9	6.3	5.4
Bens Industriais	26.1	0.53	0.57	0.34	0.93	1.39	0.84	4.1	4.5	4.2	5.3	6.1	6.7
Vestuário	3.5	3.70	-0.89	1.31	0.45	0.79	0.76	1.6	3.1	2.0	-1.7	-0.1	-0.6
Veículos	3.3	-0.82	1.47	1.97	2.34	2.42	1.49	7.3	8.2	8.3	19.8	21.0	20.4
Móveis e eletrodomésticos	2.4	0.93	1.06	0.82	1.19	0.34	0.45	10.1	9.5	9.6	8.6	7.9	7.5
Outros Bens	16.9	0.08	0.64	-0.24	0.72	1.46	0.78	3.0	3.4	3.0	3.6	4.5	5.5
Energia	7.5	0.51	1.78	2.17	0.04	0.81	1.62	-5.1	-4.4	-2.3	19.6	18.4	17.8
Serviços-energia	2.3	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.40	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
Combustíveis e outros	5.3	0.80	2.61	3.24	-0.18	1.04	2.10	-7.0	-5.8	-2.7	28.6	26.7	25.3
CPI ex-energia e in natura	89.6	0.36	0.45	0.19	0.94	1.12	-0.27	2.6	2.6	2.4	6.4	7.1	6.6
CPI	100	0.34	0.70	0.19	0.78	1.21	0.29	3.0	3.1	2.8	7.2	7.7	7.8

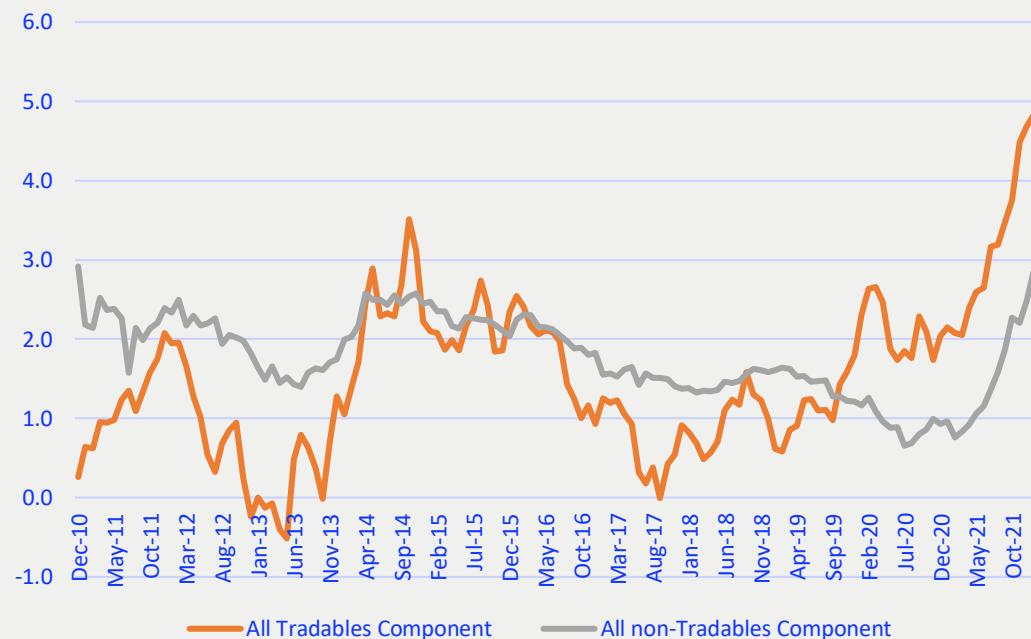
Inflação de serviços superior a média histórica

- A divisão da inflação entre bens industriais, serviços e alimentos ilustra que a dinâmica recente da inflação no Chile mostra característica muito semelhante a observada no Brasil e no restante do mundo. A inflação de serviços, que ficou abaixo da média histórica nos trimestres subseqüentes ao início da pandemia, agora mostra um payback por conta da reabertura. Por outro lado, não vemos sinal de arrefecimento da inflação de bens industriais. Divisão alternativa mostra que, inicialmente, era a inflação de Tradables que pressionavam o headline. Mais recentemente, os Non-tradables também vem contribuindo bastante para o aumento da inflação.

Contribuição para a inflação do Chile por grupos – Alimentos, Bens Industriais e Serviços (% , yoy)



Contribuição para a inflação do Chile entre Tradables e Non-tradables (% , yoy)



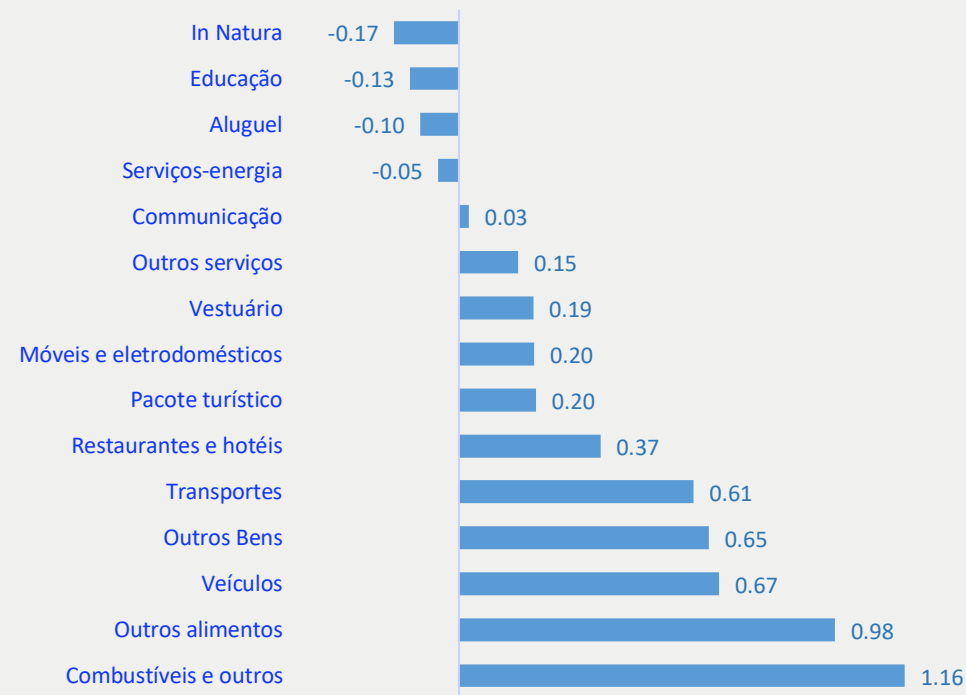
Inflação alta no Chile é generalizada entre os grupos

- O núcleo de inflação está bem acima da média entre 2010 e 2020. A inflação de serviços está acima do nível médio, com poucos subgrupos contribuindo negativamente. Até três meses atrás, a inflação de serviços contribuía bastante para baixo. Os serviços relacionados à reabertura são os que mais pressionam a inflação de serviços.

Inflação yoy média entre 2010 e 2020, atual e contribuição para aumento (%)

	Peso	Média 2010-2019	Feb-22	Delta	Contribuição
Alimentos	19.3	4.95	9.05	4.10	0.79
In Natura	2.8	8.08	2.12	-5.96	-0.17
Outros alimentos	16.5	4.35	10.26	5.92	0.98
Serviços	47.1	4.14	6.69	2.56	1.20
Restaurantes e hotéis	6.4	5.75	11.51	5.76	0.37
Pacote turístico	0.8	5.87	31.84	25.97	0.20
Transportes	4.3	3.10	17.18	14.09	0.61
Aluguel	5.5	4.34	2.52	-1.82	-0.10
Educação	6.6	4.90	2.99	-1.91	-0.13
Comunicação	4.8	-0.53	0.00	0.53	0.03
Outros serviços	18.6	4.56	5.39	0.82	0.15
Bens Industriais	26.1	0.16	6.66	6.49	1.69
Vestuário	3.5	-6.09	-0.60	5.49	0.19
Veículos	3.3	-0.31	20.40	20.70	0.67
Móveis e eletrodomésticos	2.4	-0.64	7.47	8.10	0.20
Outros Bens	16.9	1.71	5.54	3.84	0.65
Energia	7.5	3.23	17.78	14.55	1.10
Serviços-energia	2.3	2.77	0.40	-2.37	-0.05
Combustíveis e outros	5	3.32	25.27	21.95	1.16
CPI ex-energia e in natura	89.6	2.63	6.63	4.00	3.59
CPI	100	3.13	7.81	4.68	4.68

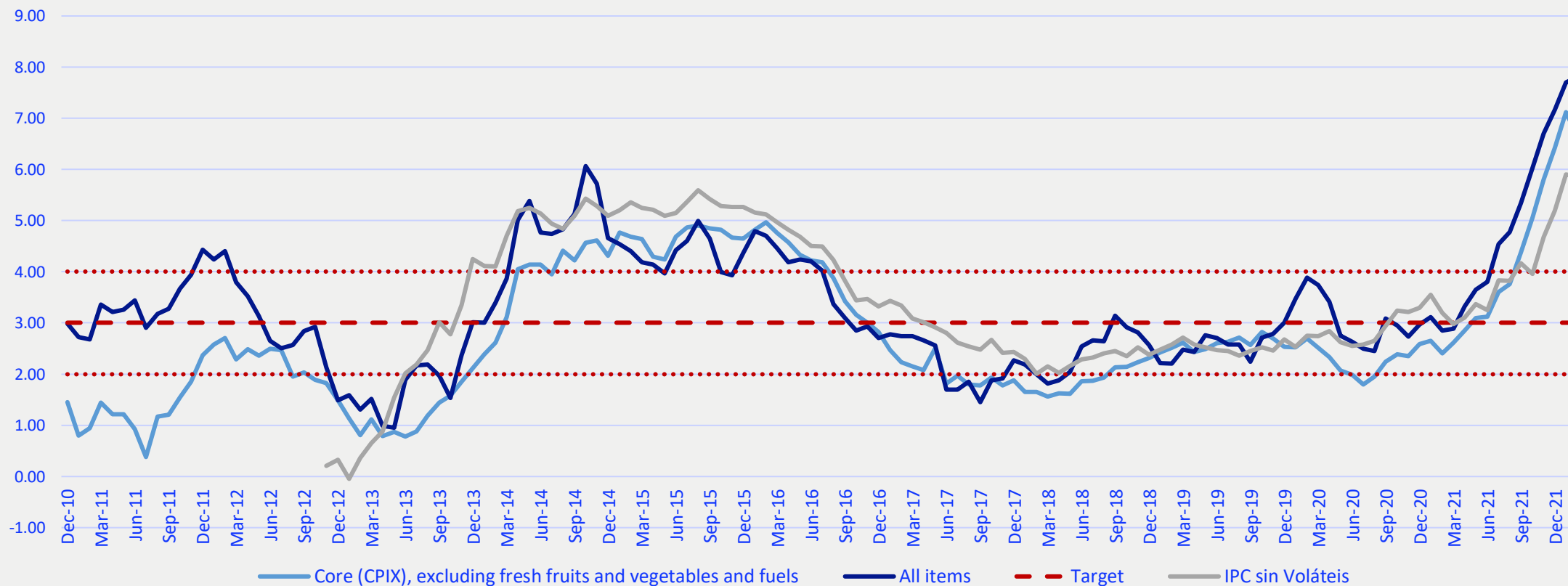
Contribuição de cada grupo para a redução da inflação yoy em relação a 2010-2020 (p.p.)



Núcleo de Inflação acima do centro da meta de inflação

- A inflação ex-combustíveis e alimentos perecíveis no Chile está no maior nível desde, pelo menos, 2010. Após esse núcleo de inflação ter sido atingido valor abaixo do limite inferior da meta de inflação em julho de 2020, a inflação acumulada em 12 meses atingiu 7,1% em agosto de 2021. A inflação cheia e os núcleos estão bem acima do limite superior da meta estipulada pelo Banco Central.

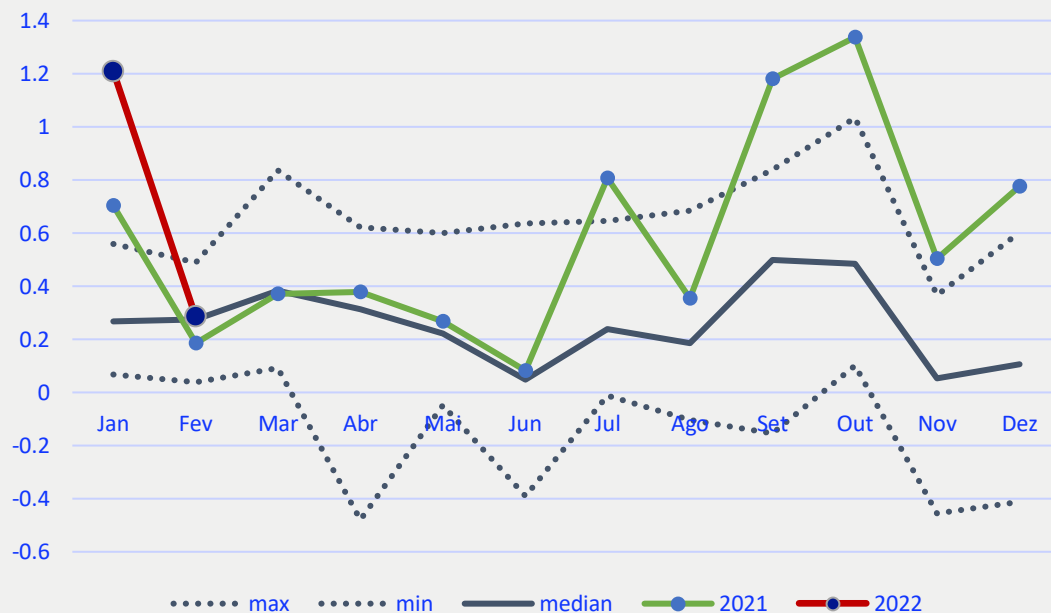
Inflação headline e núcleo (% , yoy)



Inflação IPC sem voláteis muito acima da mediana

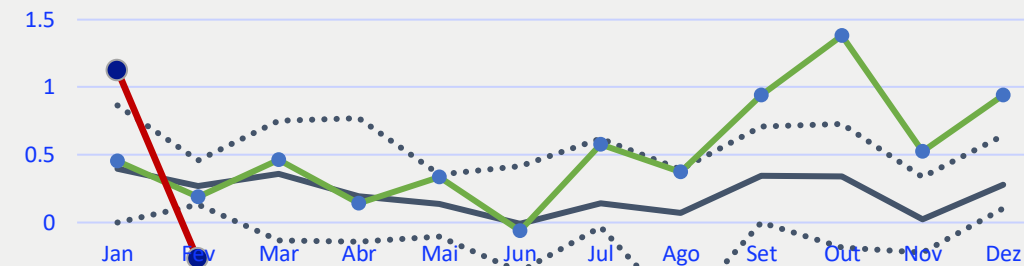
- A inflação no mês veio em linha com a mediana para o mês de fevereiro, após meses acima do padrão histórico. No entanto, esse resultado foi devido à alguns componentes específicos com maior volatilidade. A inflação *Sin voláteis* continuou bem acima do padrão histórico para o mês.

Inflação mensal, mediana e máxima entre 2010 e 2020 – índice cheio (% , mom, NSA)

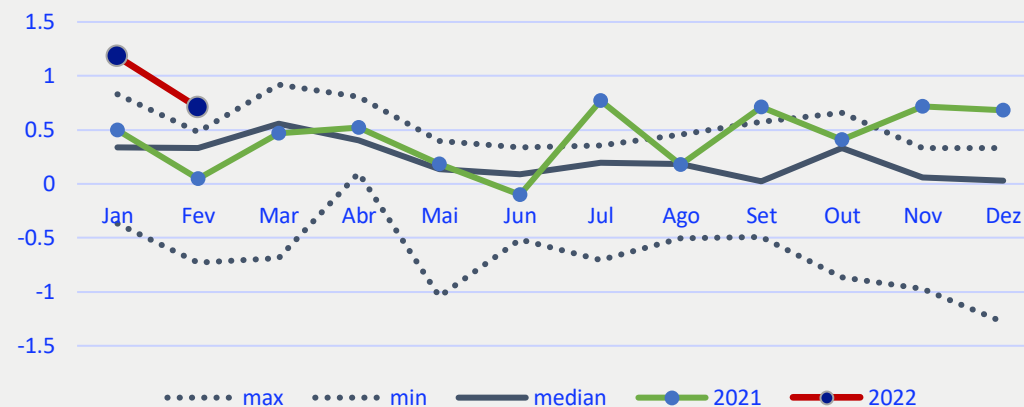


Núcleos de inflação (% , mom, NSA)

CPI ex-food and energy



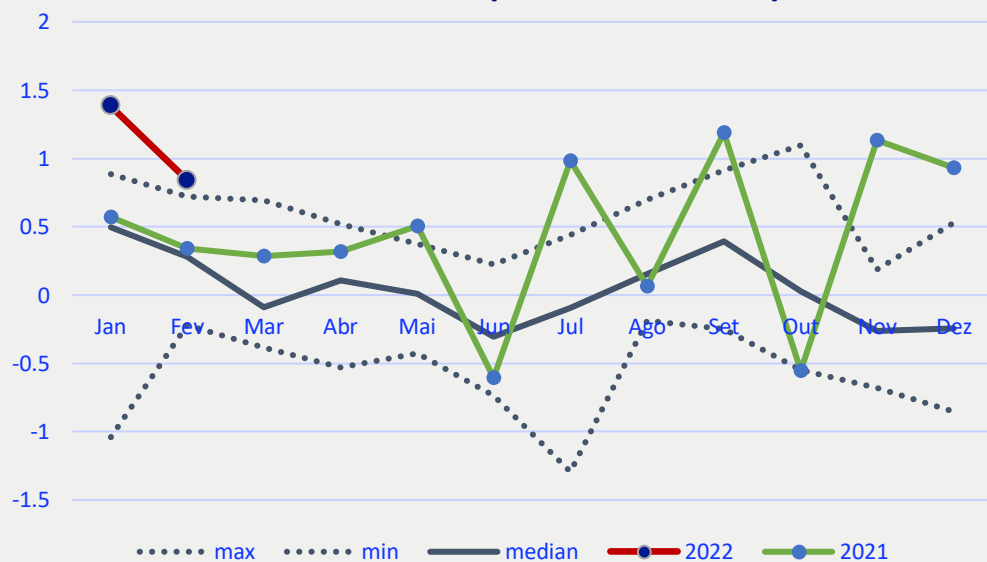
IPC sin voláteis



Inflação de industriais pressiona o núcleo de inflação

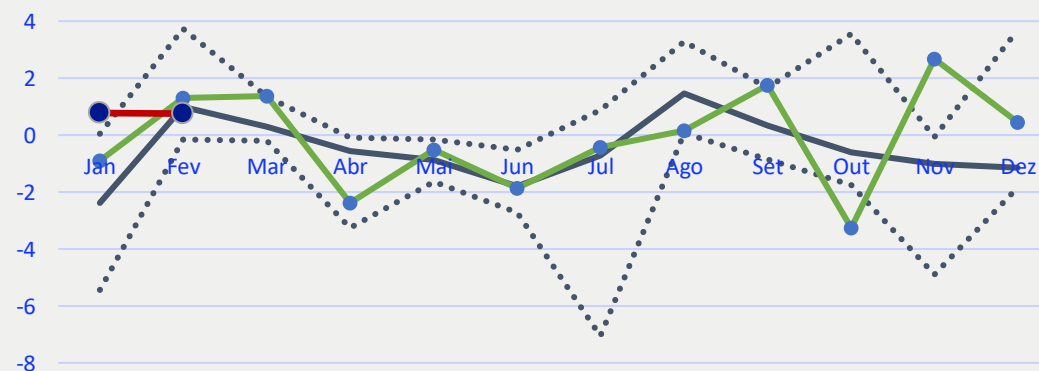
- A composição recente da inflação no Chile tem sido parecida com a de outros países – a inflação de bens industriais vem sendo bem forte, enquanto serviços mostrava inflação abaixo da média histórica. Mais recentemente, o que vimos foi uma recuperação dos serviços, mas a inflação de bens industriais vindo ainda muito forte. Assim com em outros países, o grupo veículos vem sendo um fator de pressão para a inflação sequencial nos últimos meses.

Inflação Bens industriais, mediana e máxima entre 2010 e 2020 (% mom, NSA)

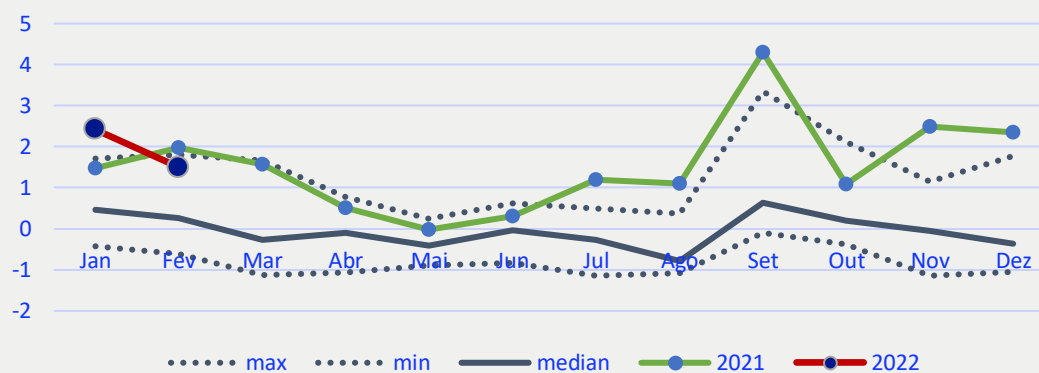


Inflação de vestuário e veículos (% mom)

Clothing and Footwear



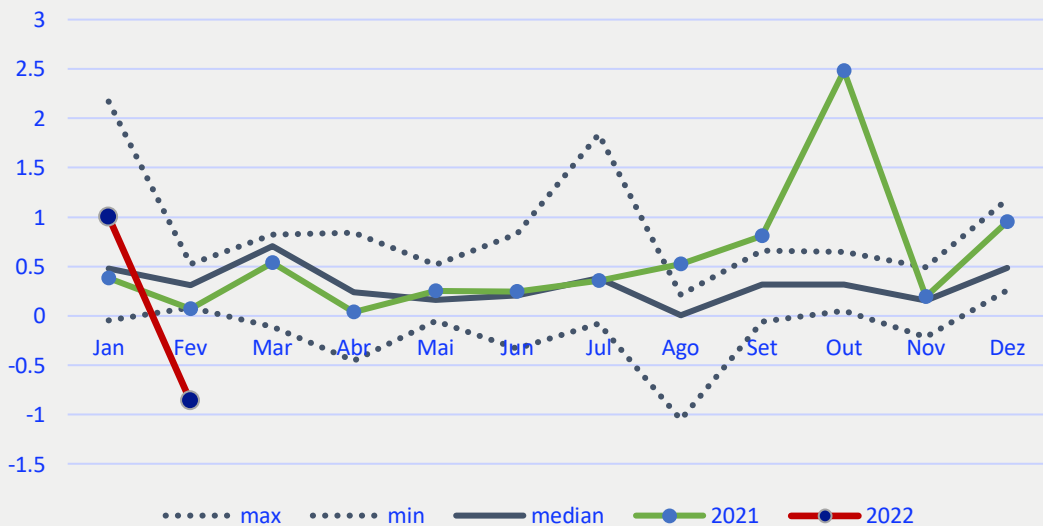
Vehicle



Inflação de serv. baixa por conta de componentes voláteis

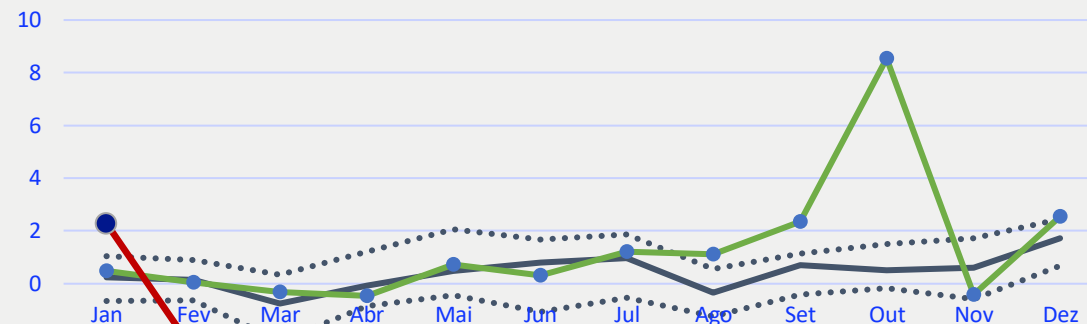
- Os serviços mostraram deflação em fevereiro, após meses de inflação bem alta. O movimento foi explicado pelos serviços mais sensíveis a reabertura da economia, que vem mostrando volatilidade acima do normal.
- A inflação dos componentes mais estáveis veio próximo à mediana e o visto em 2021.

Inflação de Serviços, mediana e máxima entre 2010 e 2020 (% mom, NSA)

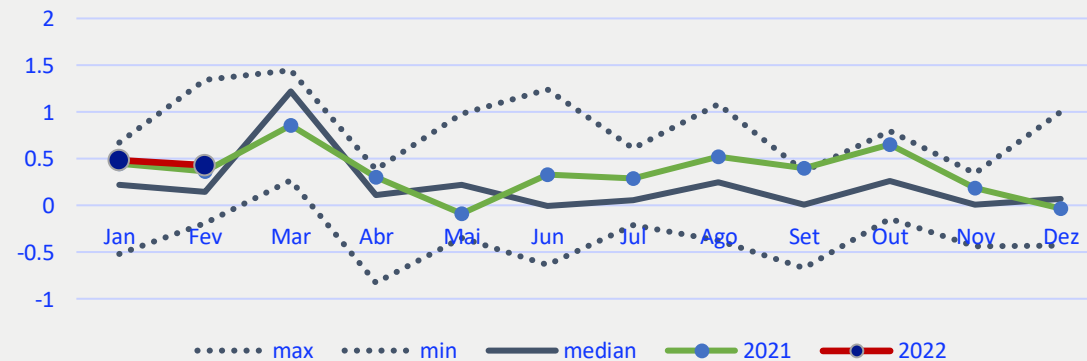


Inflação de diferentes grupos de serviços (% mom)

Tour Package + transportation services + restaurant



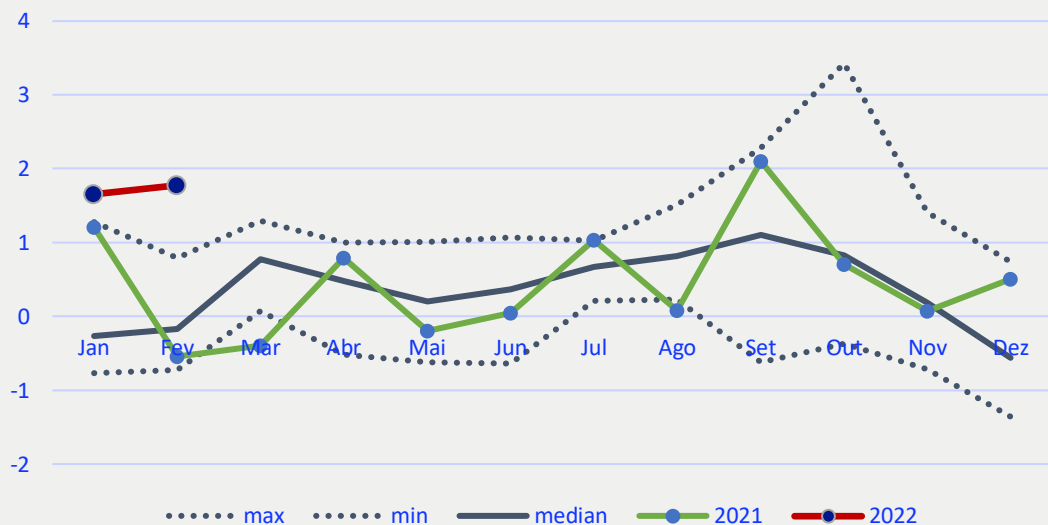
Housing, education and communication



Inflação de alimentos elevada no início de 2022

- A inflação de alimentos, que vinha se comportando de maneira bastante positiva ao longo de 2021, mostrou forte aumento no começo desse ano. A continuação dessa dinâmica é mais um fator de risco inflacionário para o Chile.

Inflação de Alimentos, mediana e máxima entre 2010 e 2020 (% mom, NSA)



Inflação de alimentos in natura e restante (% mom)

