



**VALTIN CAPITAL**  
ASESORES FINANCIEROS

**INFORME**

# Económico Mensual

**FEBRERO 2023**

**Autor: Hermann González**

Estimados Clientes y Amigos,

El principal tema de este mes vuelve a ser la inflación y las dificultades de los Bancos Centrales para devolverla a sus objetivos. El mundo no está en recesión “por ahora”, pero una política monetaria más agresiva aumenta los riesgos de este escenario en los próximos trimestres.

Los principales riesgos de la economía mundial son (1) Persistencia de la inflación global y respuesta de política monetaria, especialmente en EE.UU.; (2) Intensidad de la desaceleración global; (3) Recuperación económica de China y manejo de la pandemia; y (4) Evolución de la guerra en Ucrania (y otros riesgos geopolíticos, como, por ejemplo, China-Taiwán).

El mejor escenario internacional y el descenso de la incertidumbre política-económica, han reducido la probabilidad de los escenarios más negativos que se tenían para el desempeño de la economía chilena este año. Incluso, es probable ver algunos ajustes al alza en la proyección de crecimiento de consenso (actual: -1,5% a/a). Sin embargo, lo anterior no cambia el diagnóstico de una economía estancada.

Apreciación reciente del peso respecto del dólar, a niveles de \$790, no es compatible con evolución de sus principales determinantes externos: el dólar y el cobre. Tipo de cambio de equilibrio se ubica en torno a \$830-\$850 (ver página 37).

Esperamos que este informe sea de utilidad para ustedes en la toma de decisiones y estaremos encantados de reunirnos a analizarlo si les parece interesante hacerlo. Cuenten con nosotros.

**Javier Vergara M.**

**Valtin Capital**

Santiago, 20 de Febrero de 2023



## AGENDA

1. **Economía Internacional**
2. Economía Chilena





El principal tema de este mes vuelve a ser la inflación y las dificultades de los Bancos Centrales para devolverla a sus objetivos. El mundo no está en recesión “por ahora”, pero una política monetaria más agresiva aumenta los riesgos de este escenario en los próximos trimestres.

## Super-tight policy is still struggling to control inflation

A return to Hikelandia, where price growth just won't cool



## Inflation will be harder to bring down than markets think

Investors are betting on good times. The likelier prospect is turbulence



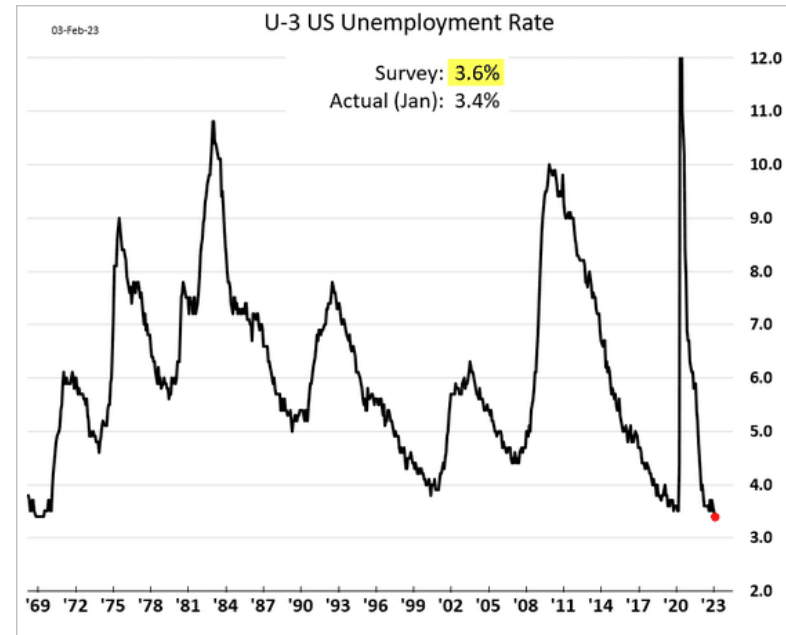
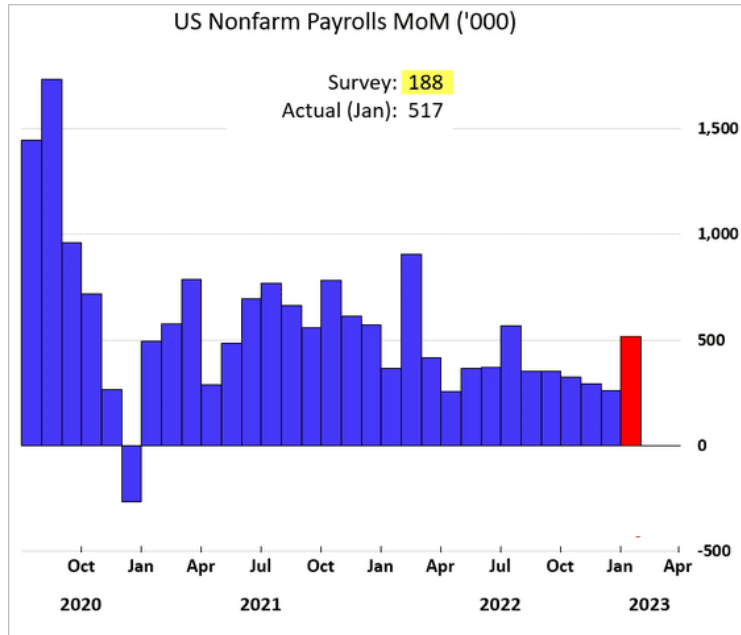
Fuente: The Economist.

## Economía Internacional

- **Este mes estuvo marcado por el cambio en la visión del mercado sobre la política monetaria en EE.UU.** Las positivas cifras de actividad y empleo en ese país, sumadas a una inflación por sobre lo esperado, llevaron al mercado a corregir significativamente al alza su proyección tanto para la tasa terminal (desde 4,9% a 5,3%), como para la tasa a fin de año (desde 4,4% a 5,1%)
- **Las proyecciones de crecimiento mundial para este año se revisan al alza.** Moderación más acotada de la expansión global respecto de 2022 se daría con un significativo aporte de China y sin una contracción en EE.UU. ni en la Eurozona. La inflación seguirá reduciéndose, pero a un ritmo menor al previsto a fines del año pasado.
- **Por ahora EE.UU. y el mundo no están en recesión, pero los riesgos de que esta ocurra en los próximos trimestres ha aumentado.** EE.UU. continúa creciendo a inicios de año y la inflación baja, pero menos de lo previsto. La respuesta de política monetaria podría acentuar el ajuste macro y la corrección de los mercados financieros en los próximos meses.
- **La Eurozona no se contrajo en 4T22 como esperaba el consenso de mercado y las noticias económicas de inicio de año han sido positivas.** La región evitaría una recesión este año, dada la fortaleza de su mercado laboral y el menor riesgo de una crisis energética. Sin embargo, una política monetaria muy agresiva de parte del BCE es una amenaza para el desempeño del bloque.
- **Las cifras de inicio de año en China confirman la rápida recuperación de la economía tras el fin de la política de Covid-0.** Luego de crecer 3% en 2022, la economía se expandiría entre 5% y 6% este año, lo que generará entre 0,4 y 0,6 puntos de mayor crecimiento global. El exceso de ahorro existente en el país permitirá sostener una recuperación basada en el consumo.



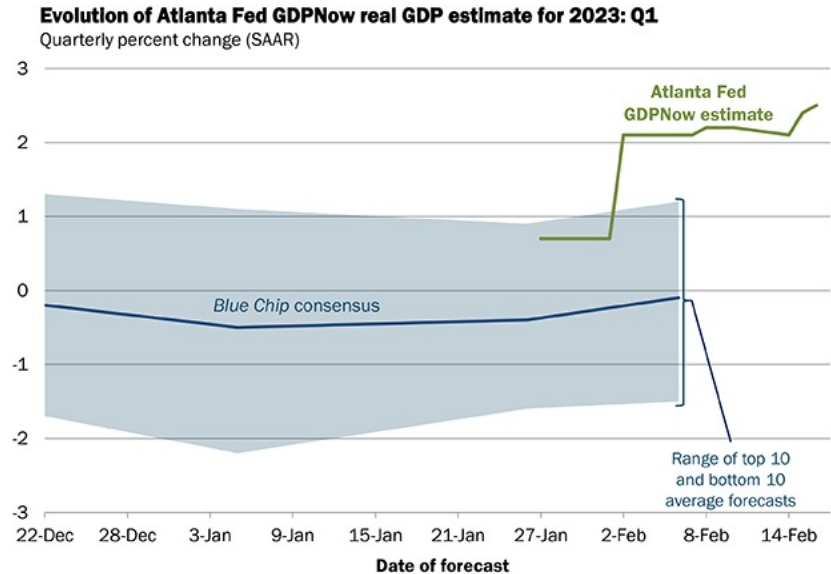
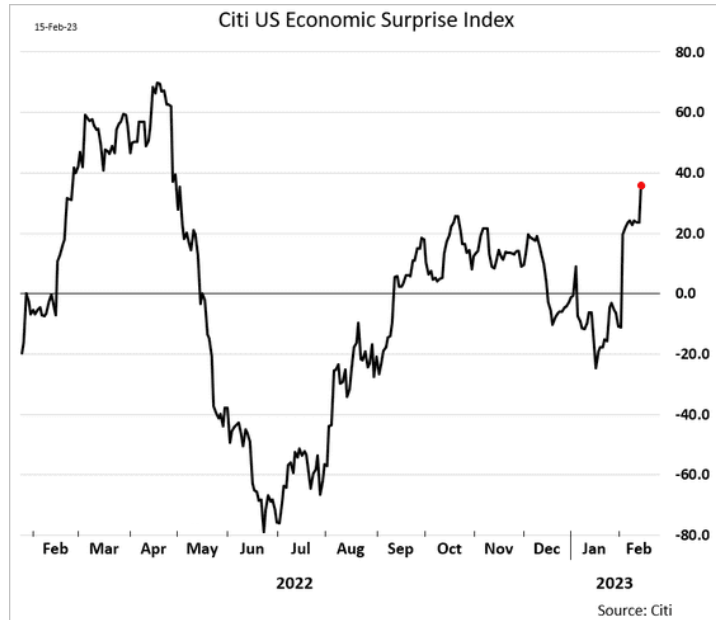
En **EE.UU.**, la creación de empleos de enero sorprendió ampliamente las expectativas y la tasa de desocupación alcanzó su nivel más bajo desde 1969



Fuente: The Daily Shot.



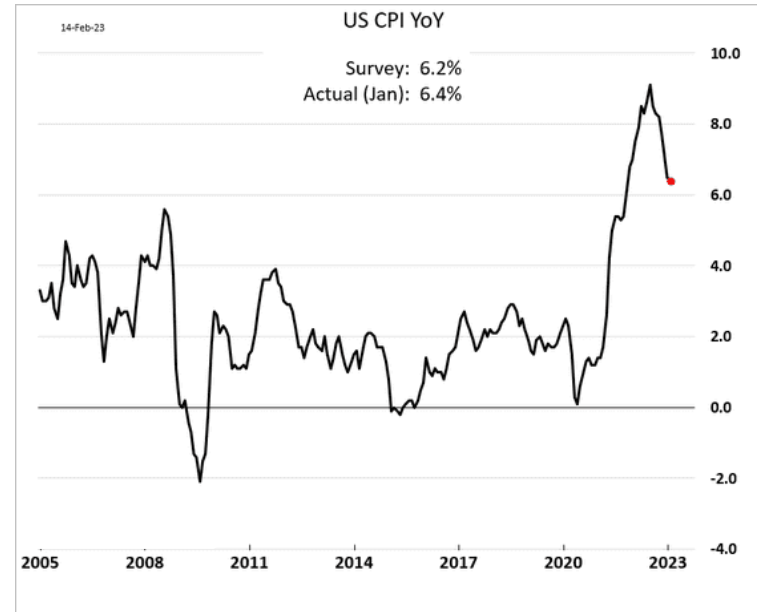
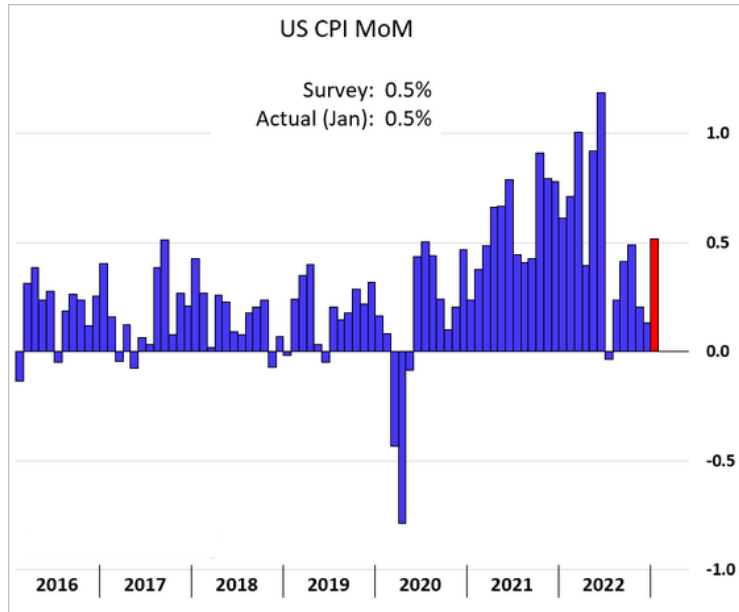
En **EE.UU.**, las sorpresas en indicadores económicos han sido positivas durante las últimas semanas y la estimación de crecimiento para 1T23 (Atlanta Fed) se revisó al alza hasta 2,5% t/t anualizado



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts  
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

Fuente: The Daily Shot, Atlanta Fed.

## EE.UU.: Inflación de enero sobre lo esperado en su medición interanual (total y subyacente) enciende las alarmas



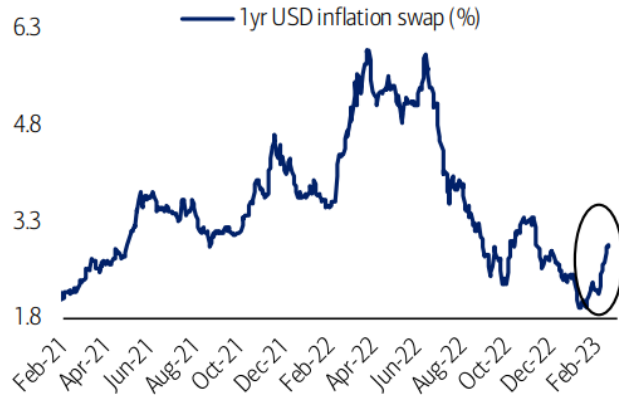
Fuente: The Daily Shot.



## Noticias de inflación y actividad elevan las expectativas para la inflación y para la tasa *Fed funds*

**Figure 1: 1yr inflation expectations jumped in February ...**

1yr US inflation swaps jumped to 2.9% currently from 2.2% at the end of January.

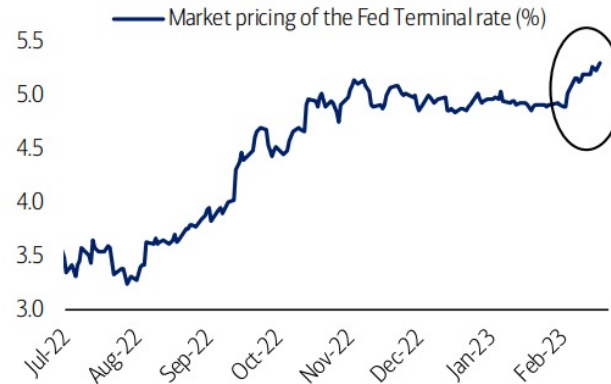


Source: Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

**Figure 2: ... prompting markets to price in a higher Fed terminal rate**

Following the strong January US data market repriced the Fed terminal rate 38bps higher so far in February to 5.3%.



Source: BofA Global Research, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Fuente: BofA.

Declaraciones de miembros de la Fed y noticias económicas llevan al mercado a incorporar la **posibilidad de un alza de 50 pb en la reunión de marzo**

## Fed's Mester Says She Saw 'Compelling' Case for Half-Point Rate Hike

- Costs of undershooting rates outweigh costs of overtightening
- Mester says rates may need to go higher if inflation persists

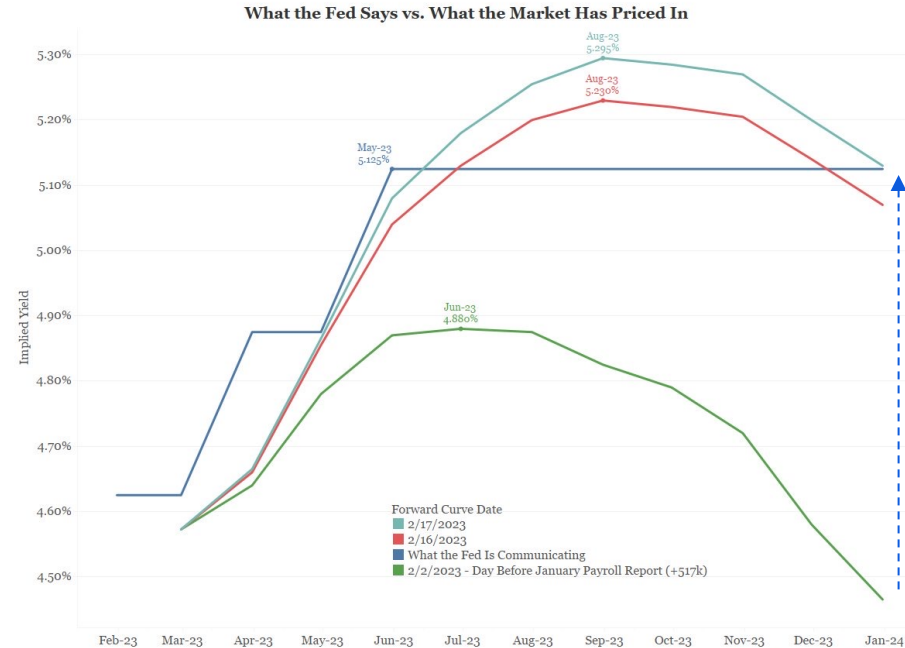
## Fed's Bullard Open to Half-Point Rate Hike at Next Meeting

- Official seeks fed funds rate at 5.375% as soon as possible
- Advocated for 50 basis-point increase at last meeting



Fuente: The Daily Shot.

**Cambio radical en las expectativas de tasas de interés en EE.UU.: no solo la tasa terminal se revisó al alza (4,9% a 5,3%) sino que también las expectativas para el cierre del año (4,4% a 5,1%)**

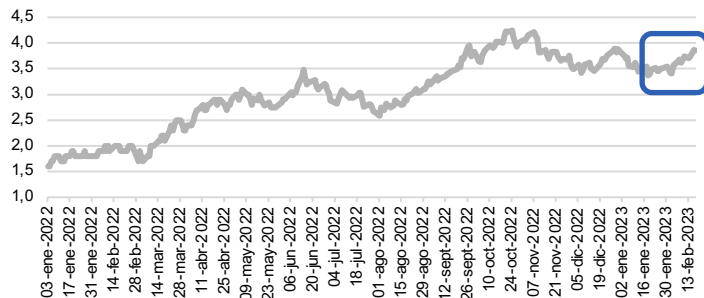


Source: Chicago Mercantile Exchange, Bloomberg

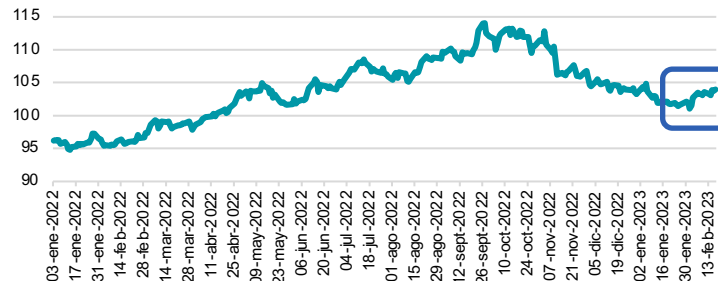
© 2023 Bianco Research, L.L.C. All Rights Reserved  
<https://www.biancoresearch.com/>

## Mercados financieros: bono del Tesoro (10Y) sube 50 pb en el mes, el dólar se aprecia y la bolsa americana corrige parcialmente

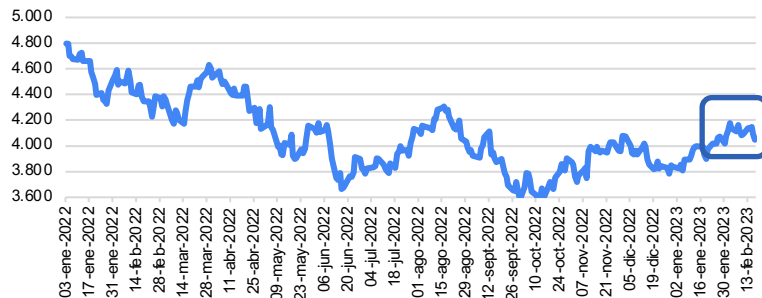
UST10 (porcentaje)



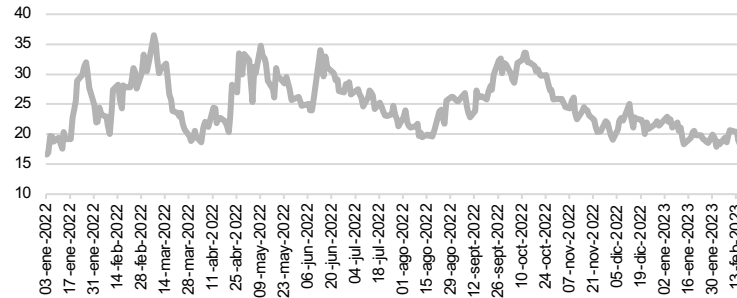
DXY (índice)



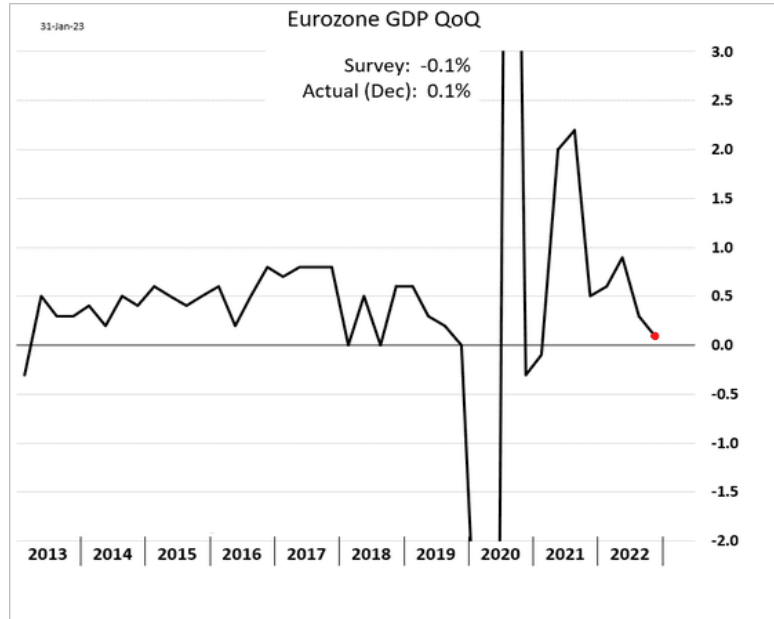
S&P 500 (índice, en USD)



VIX (índice)



## Eurozona: la economía no se contrajo como preveía el mercado en 4T22 y las sorpresas económicas de inicios de este año han sido positivas



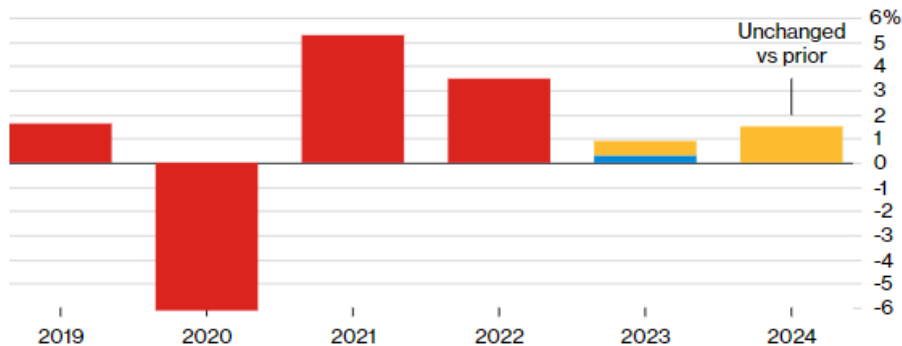
Fuente: The Daily Shot.

**Eurozona:** Comisión Europea mejoró las proyecciones de crecimiento para este año, descartando una contracción. El mercado, por su parte, moderó las estimaciones de inflación para este año

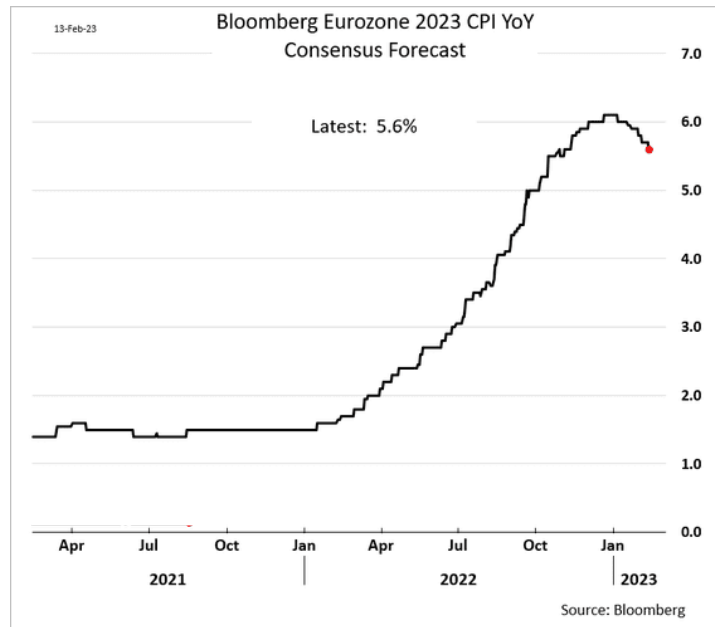
### Euro-Area Growth Set to Be Stronger Than Expected in 2023

European Commission upgrades GDP estimate for this year

■ GDP (YoY) ■ Old forecast ■ New forecast

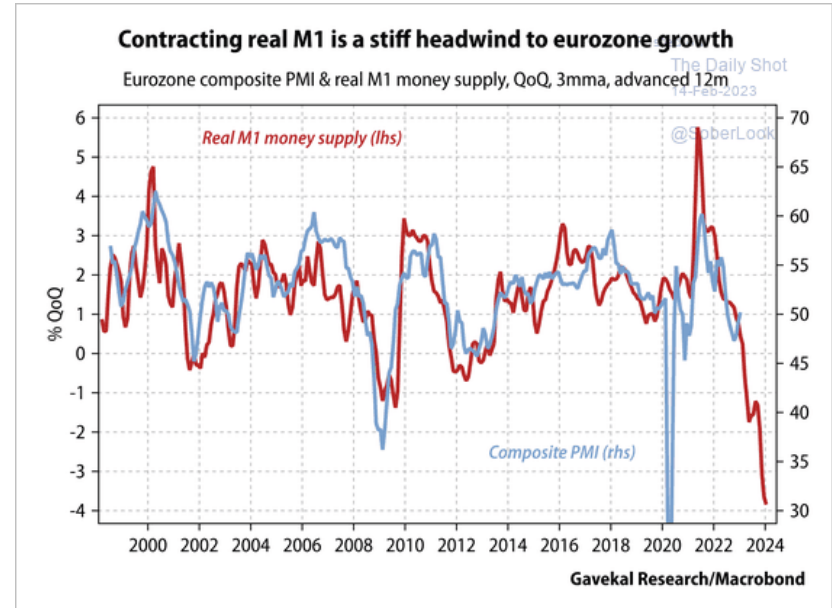
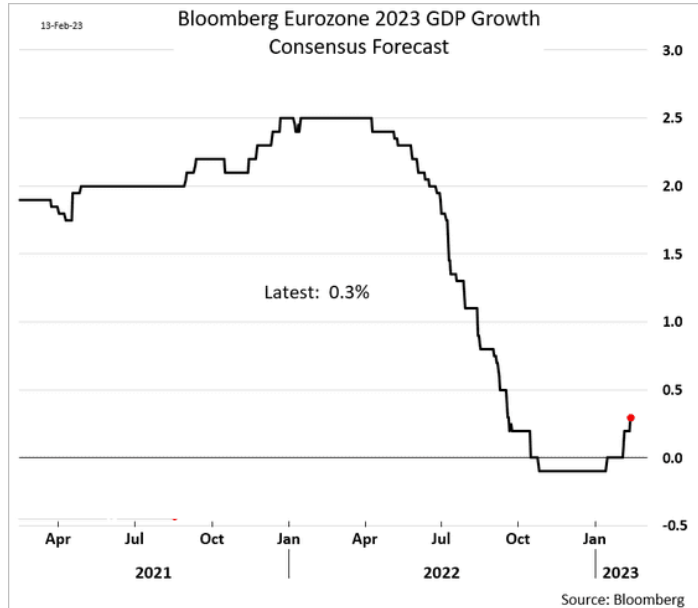


Source: European Commission

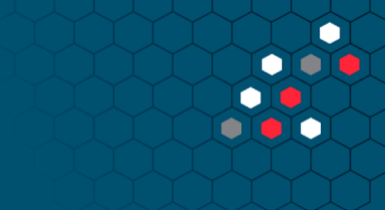


Fuente: Bloomberg, The Daily Shot.

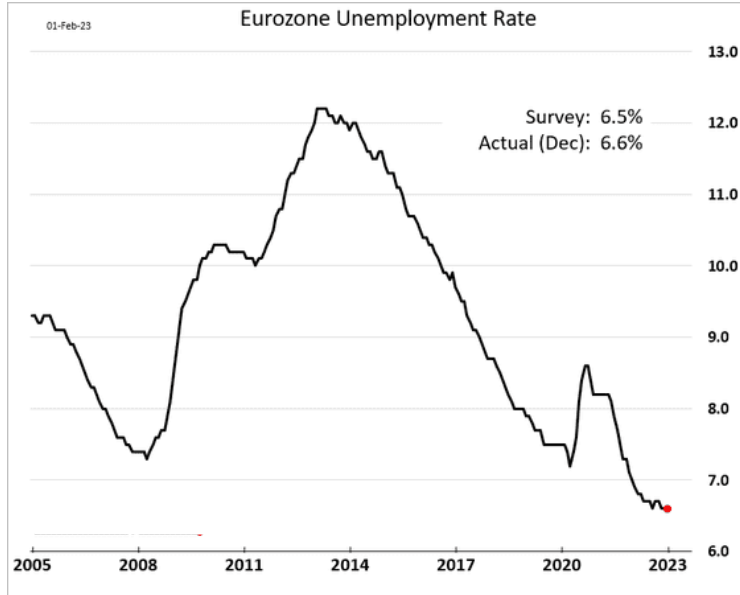
**Eurozona:** los analistas también descartan una caída del PIB este año, pero el ajuste monetario podría cambiar este escenario, especialmente si se profundizan las alzas de tasas de interés



Fuente: The Daily Shot.



**Eurozona:** al igual que en EE.UU., la fortaleza del mercado laboral obligaría al Banco Central a endurecer su postura. Por ahora, el mercado ve otra alza de tasa de 50 pb seguida de una o dos alzas de 25 pb



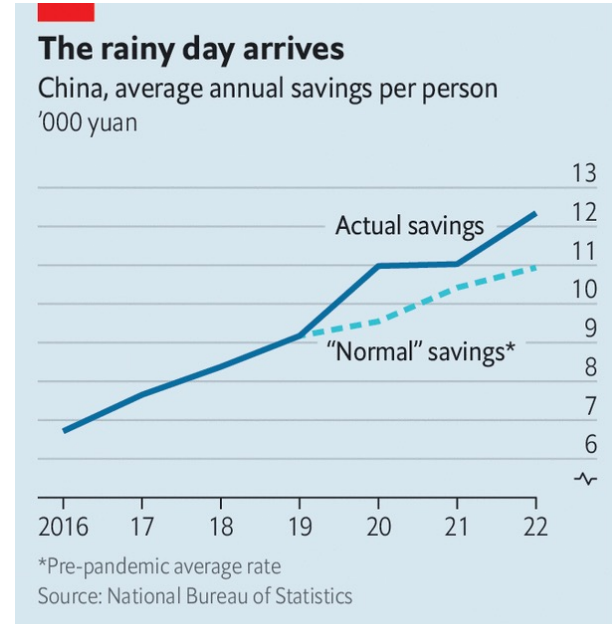
Fuente: The Daily Shot.



Reapertura de **China** encuentra al país con un exceso de ahorro acumulado durante la pandemia. Depósitos bancarios superan US\$18 trillones (100% del PIB)

## China's ultra-fast economic recovery

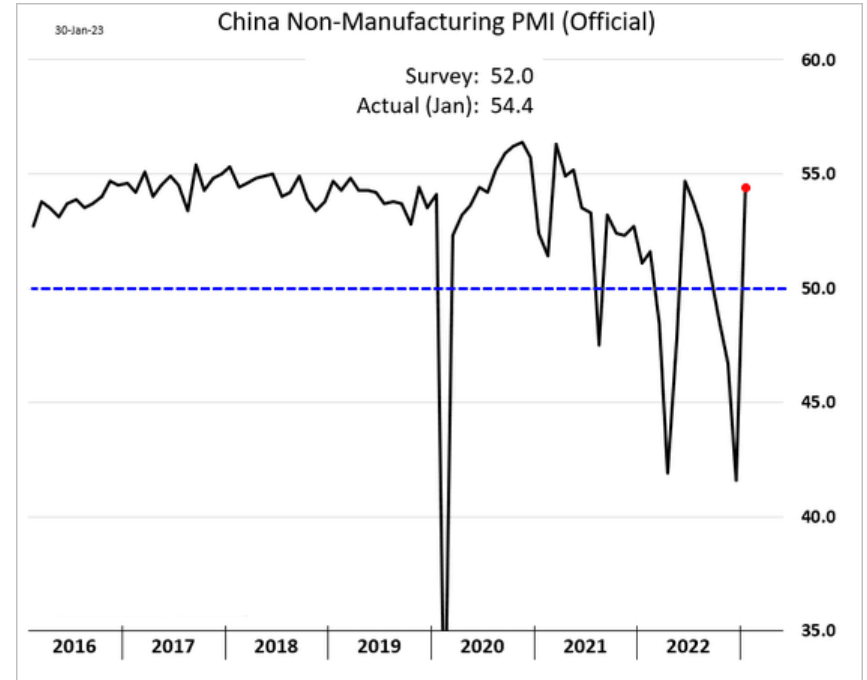
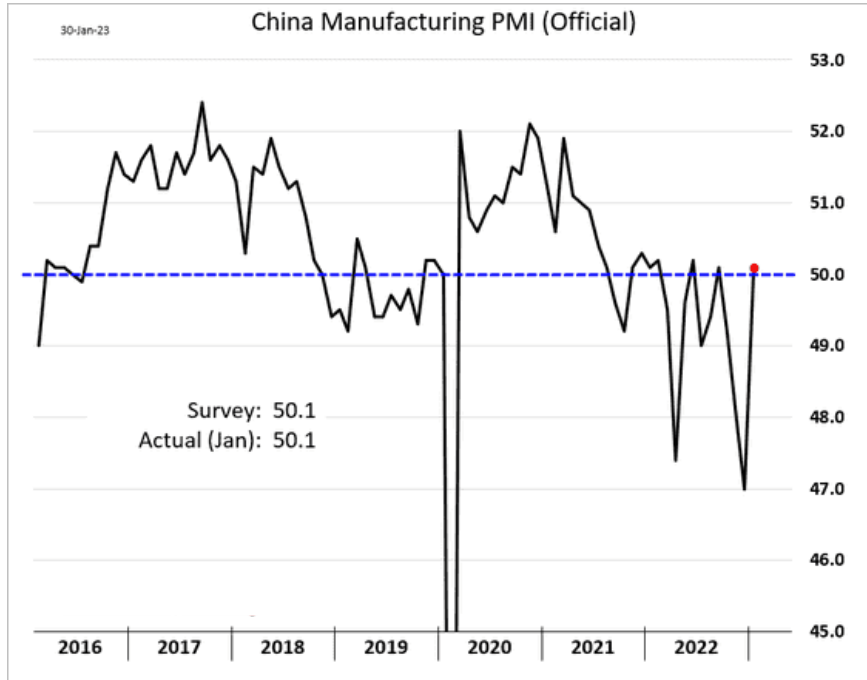
The country's reopening will boost global growth, perhaps uncomfortably



The Economist



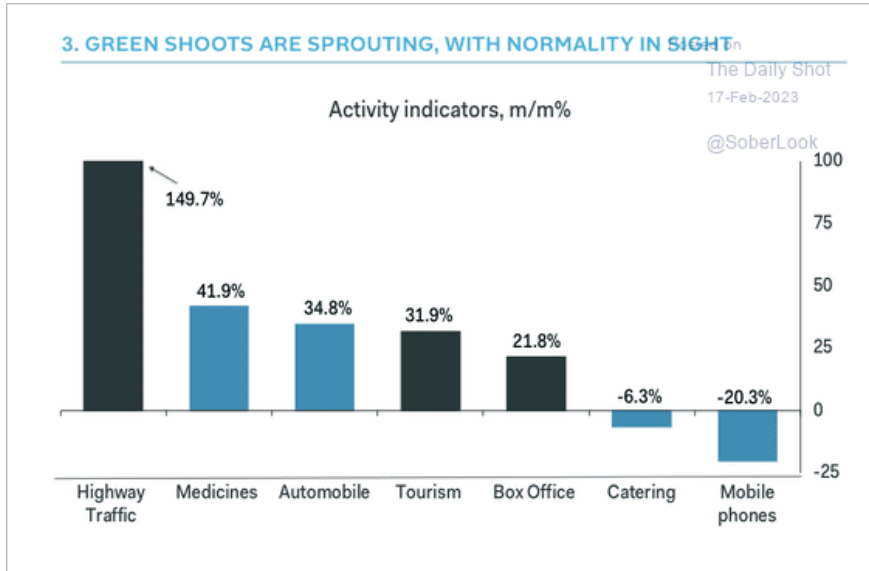
**China:** encuestas de gerentes de compra muestran que la economía volvió a crecer en enero



Fuente: The Daily Shot.



**China:** actividad económica se recupera con fuerza tras la reapertura. Se espera que el gobierno fije una meta de crecimiento en torno a 5% para esta año



Fuente: The Daily Shot.

Proyección de crecimiento mundial 2023 se revisa al alza desde 2,3% a 2,7%

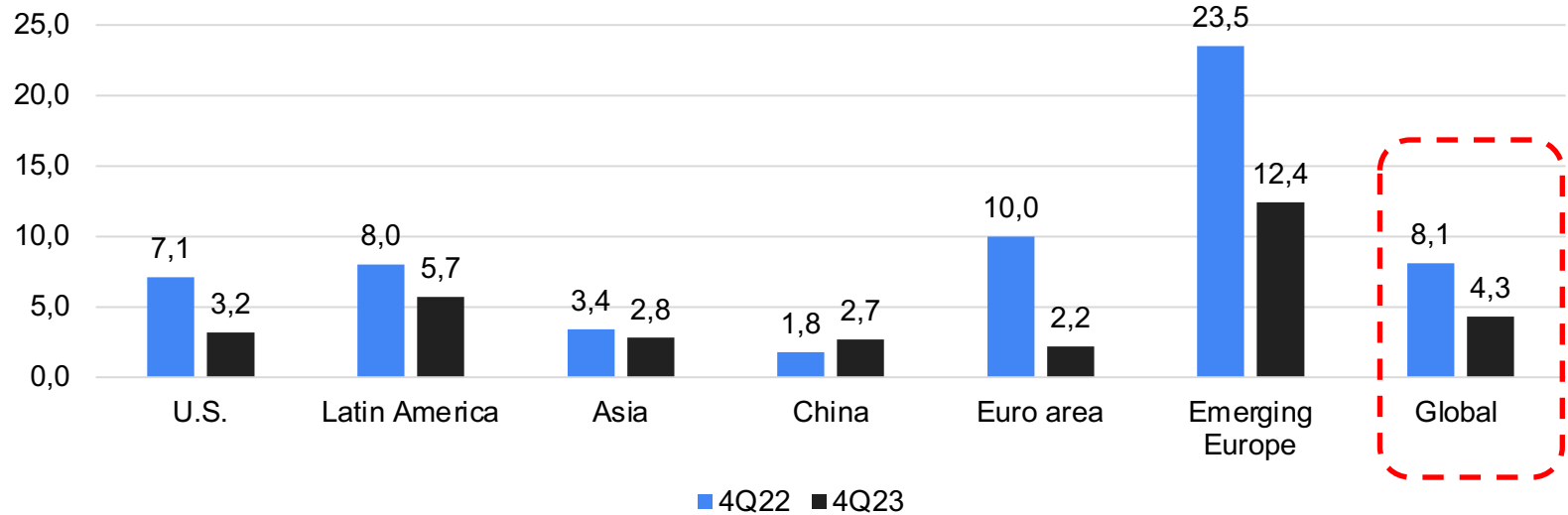
### Proyecciones de crecimiento 2022 y 2023 (var. % anual PIB real)



Fuente: JP Morgan.

La inflación seguirá reduciéndose durante el año, pero en algunos países lo hará a un ritmo menor de lo previsto al cierre de 2022

### Proyecciones de inflación 4T22 y 4T23 (var. % anual IPC)



Fuente: JP Morgan.

## Riesgos de la economía mundial 2023

- **Persistencia de la inflación global y respuesta de política monetaria**, especialmente en EE.UU.. Mayores alzas de tasas generarán turbulencias en los mercados financieros y podrían inducir un ajuste macro mayor al previsto.
- **Intensidad de la desaceleración global**. El escenario base contempla un ajuste moderado de la actividad económica global. Ajuste monetario más agresivo podría acentuar el ciclo.
- **Recuperación económica de China y manejo de la pandemia**. Se espera que China sea el motor del crecimiento mundial en 2023, condicional a que no se re intensifiquen las restricciones a la movilidad, ni el ajuste de su **sector inmobiliario**.
- **Evolución de la guerra en Ucrania** (y otros riesgos geopolíticos, como, por ejemplo, China-Taiwán)





## AGENDA

1. Economía Internacional
2. **Economía Chilena**



## Economía Chilena

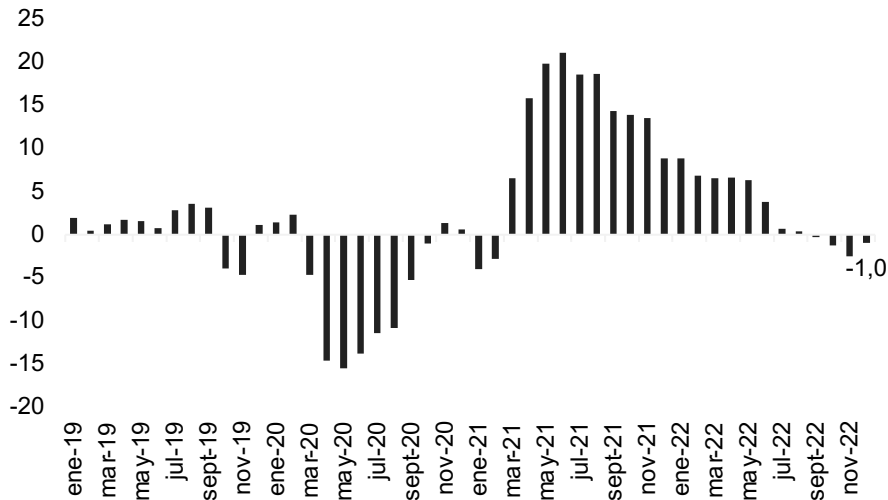
- **El mejor escenario internacional y el descenso de la incertidumbre política-económica, han reducido la probabilidad de los escenarios más negativos que se tenían para el desempeño de la economía este año.** Incluso, es probable ver algunos ajustes al alza en la proyección de crecimiento de consenso (actual: -1,5% a/a).
- **Lo anterior no cambia el diagnóstico de una economía estancada.** El PIB cerró el año 2022 bajo el nivel del cierre de 2021 y no se espera que crezca este año. En este contexto, **el mercado laboral no crea empleos desde mediados del año pasado**, los salarios reales caen y 70% de la población percibe la situación de este mercado como mala o muy mala (Cadem).
- La debilidad del mercado laboral se suma a una inflación alta y persistente y a condiciones financieras fuertemente restrictivas que impactan negativamente al consumo -especialmente durable- y a la inversión.
- **La inflación volvió a sorprender al alza en enero, mostrando que, al igual que en el resto del mundo, la lucha contra el aumento de los precios será más difícil de lo esperado.** El escenario central es uno en que la inflación interanual seguirá bajando en los próximos meses, pero lo haría a un ritmo menor que lo proyectado por el BC (3,6% en diciembre) ubicándose más cerca de 5% a fin de año.
- En una primera instancia, esto significa que **el BC tendrá que esperar más tiempo para bajar las tasas de interés, aunque también podrían ser necesarias nuevas alzas si la inflación no cede como se espera.**
- Según las últimas actualizaciones fiscales, este año **el gasto público crecería solo 1,2%, la cifra más baja en más de 30 años.** Pese a ello, volveremos a tener un déficit fiscal, que Hacienda estima en 2,4% del PIB. Es probable que una nueva discusión de **retiros de fondos previsionales, en un contexto de debilidad económica y alta inflación** obligue al Ejecutivo a comprometer más gasto.





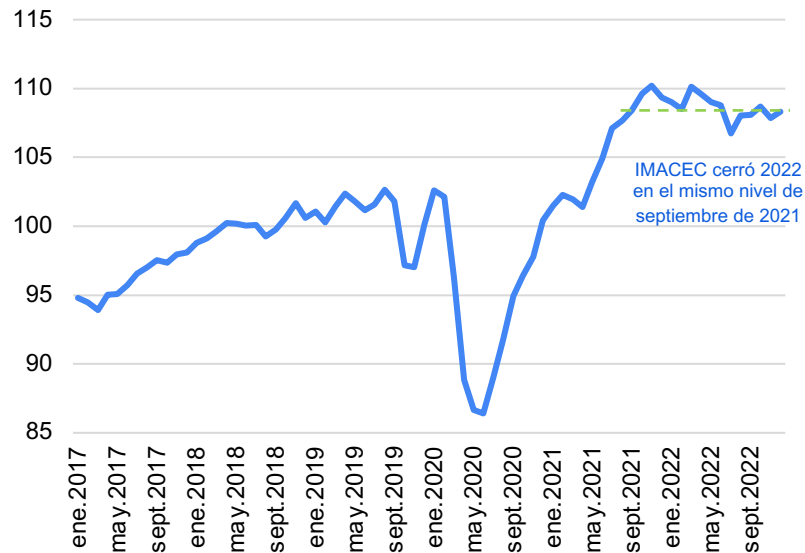
La economía se mantiene **estancada**. IMACEC disminuyó 1% a/a en diciembre y, preliminarmente, el PIB retrocedió 1,6% en 4T22

**IMACEC**  
Var a/a, %



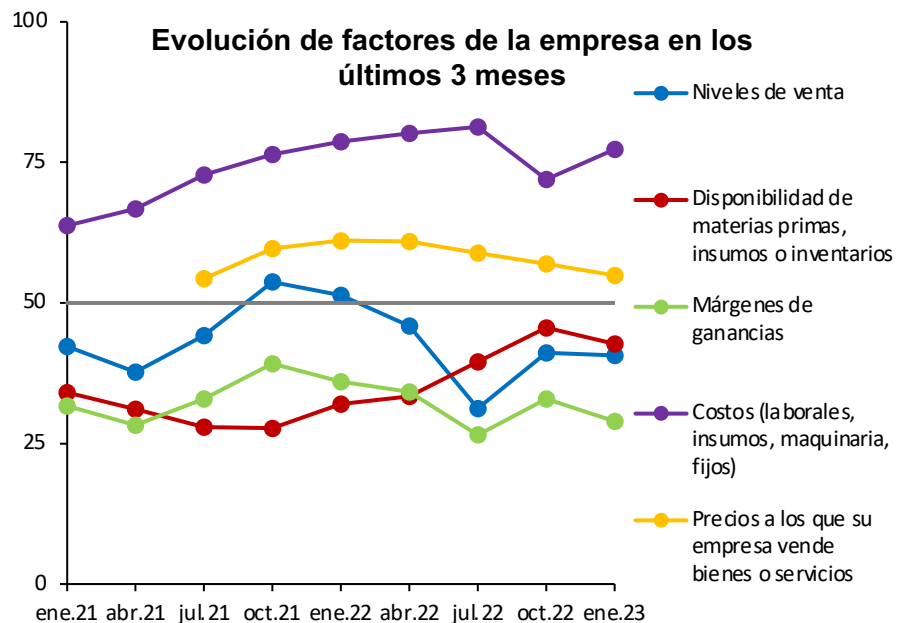
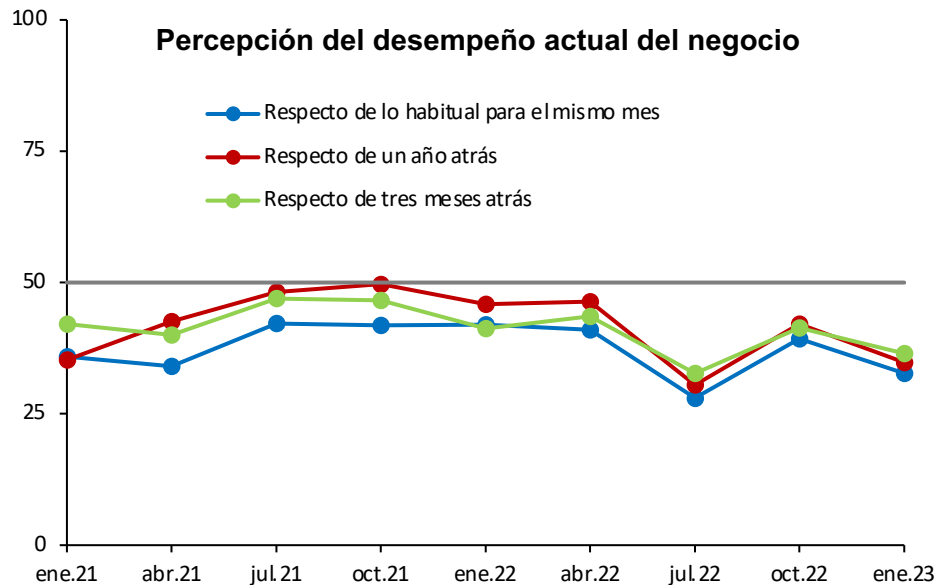
Fuente: Banco Central.

**IMACEC (índice desestacionalizado)**





## Empresas perciben un deterioro de sus negocios, aumento de costos y menores márgenes en los últimos 3 meses

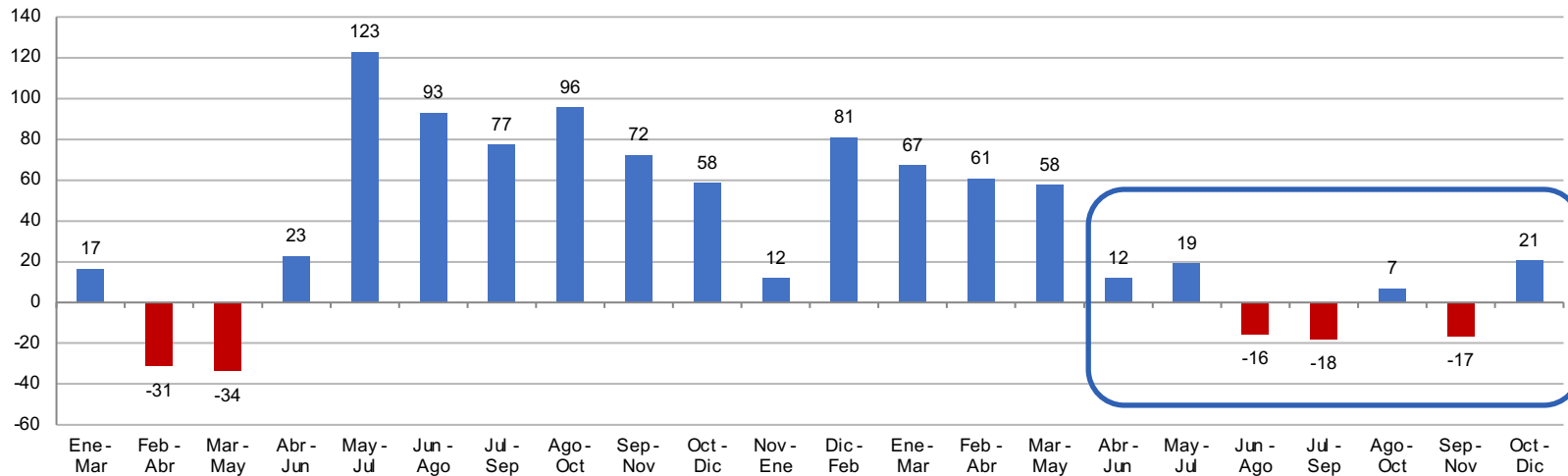


Fuente: Informe de Percepciones de Negocios, Banco Central.



En línea con la evolución de la actividad, la creación de empleos se mantiene estancada desde mediados del año pasado

**Creación de empleo con ajuste estacional  
(miles de personas respecto al periodo anterior)**

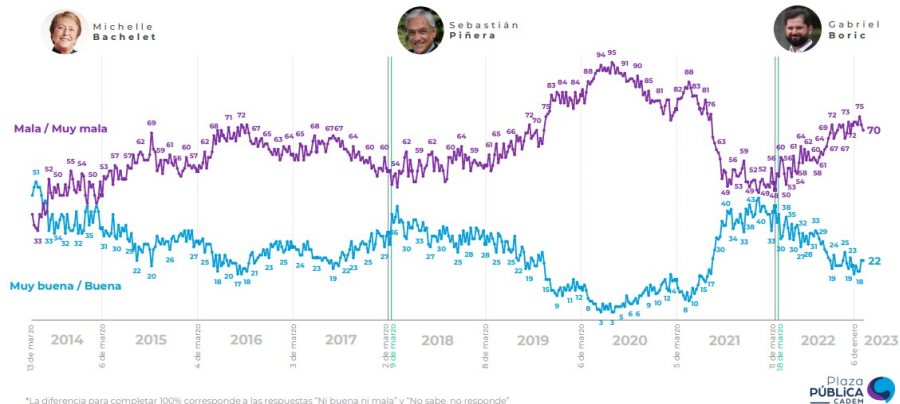


Fuente: INE.

## 70% de la población percibe la situación del mercado laboral como mala o muy mala, lo que impacta negativamente las expectativas de consumo

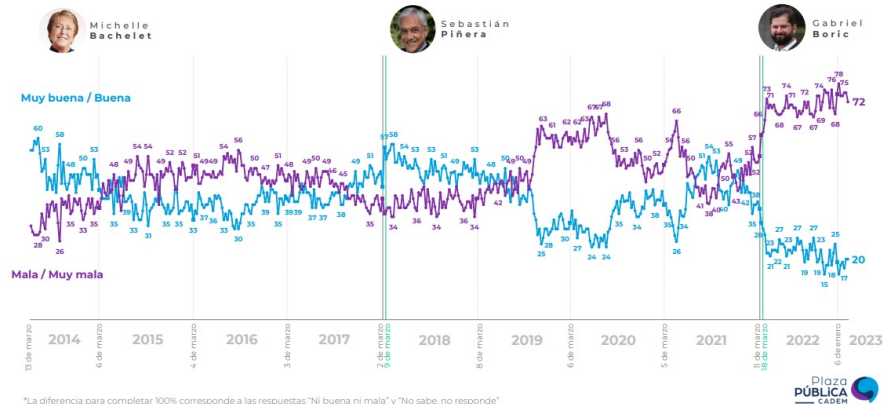
### Expectativas de empleo

¿Cómo calificaría usted la situación actual del empleo en el país? %



### Expectativas de consumo

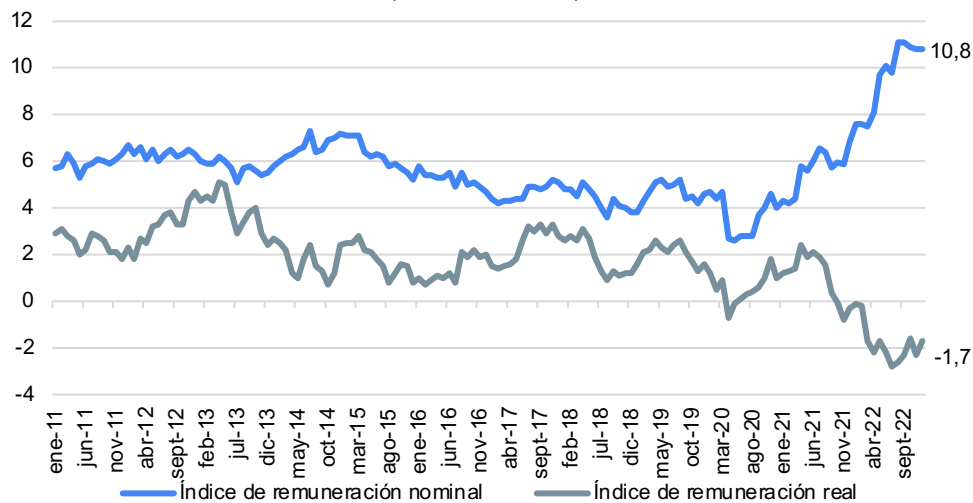
¿Cómo calificaría usted la situación económica de los consumidores para poder comprar bienes y servicios? %



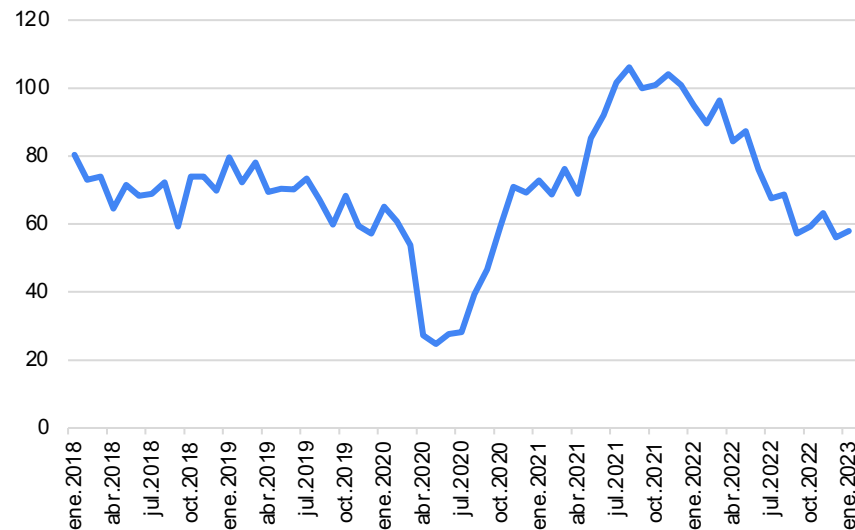
Fuente: CADEM.

Debilidad del mercado laboral se observa también en la caída de los salarios reales y en la menor demanda por trabajo

Índice de remuneraciones, variación anual  
(base 2016=100)



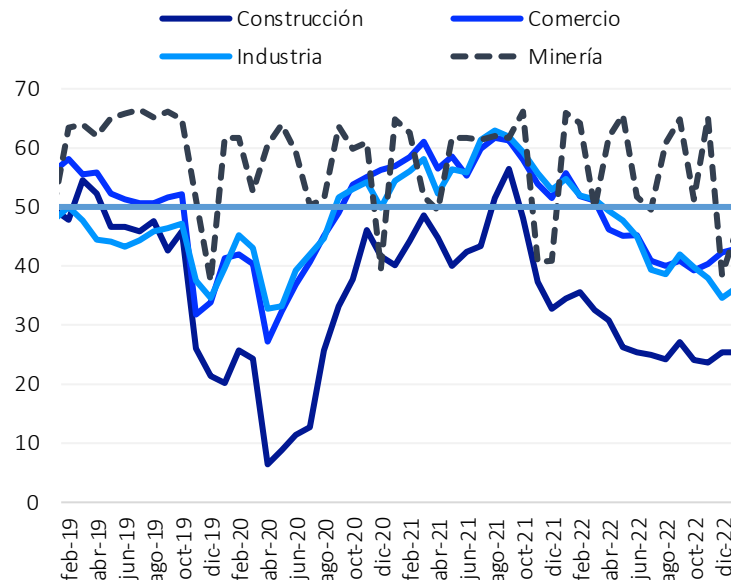
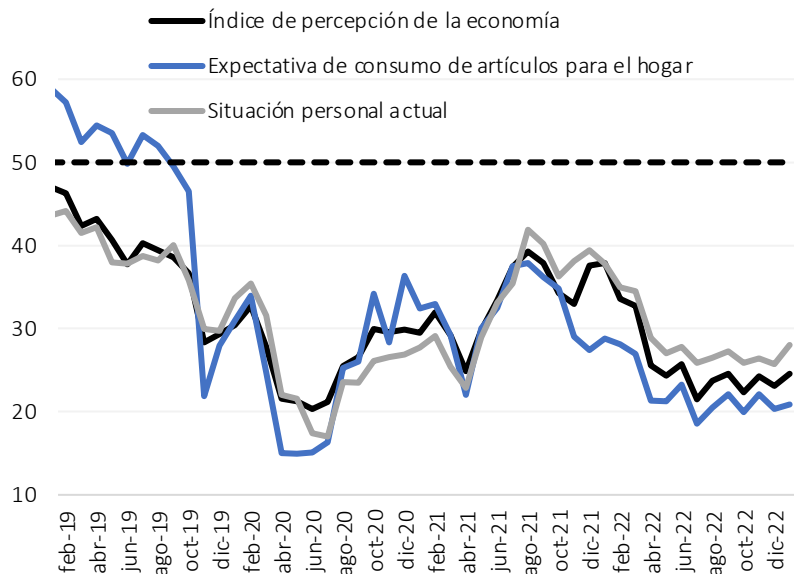
Índice de Avisos Laborales de Internet



Fuente: INE; Banco Central.



## En enero se registró un leve aumento de las expectativas de los agentes, pero tanto consumidores como empresarios se mantienen fuertemente pesimistas

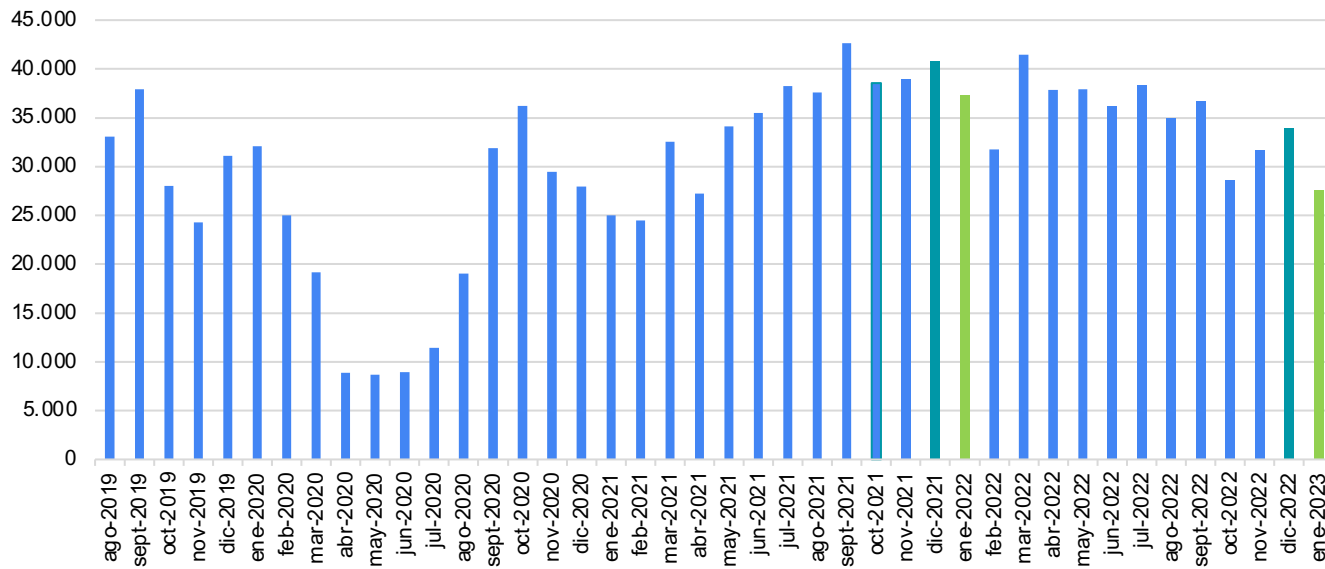


Fuente: Banco Central.



Alta inflación, deterioro del mercado laboral y estrechez de las condiciones financieras impacta las ventas de automóviles nuevos que caen 26% interanual en enero

Ventas de autos nuevos ANAC (unidades)

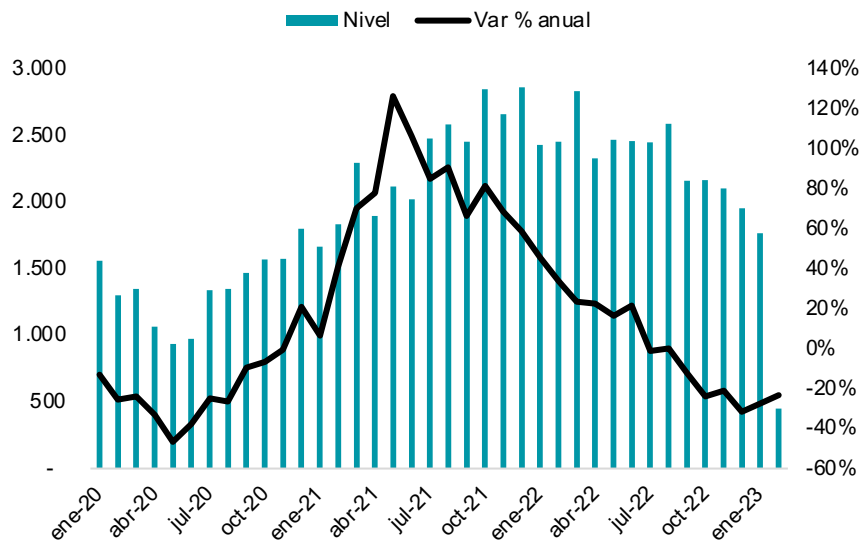


Fuente: ANAC, Banco Central.

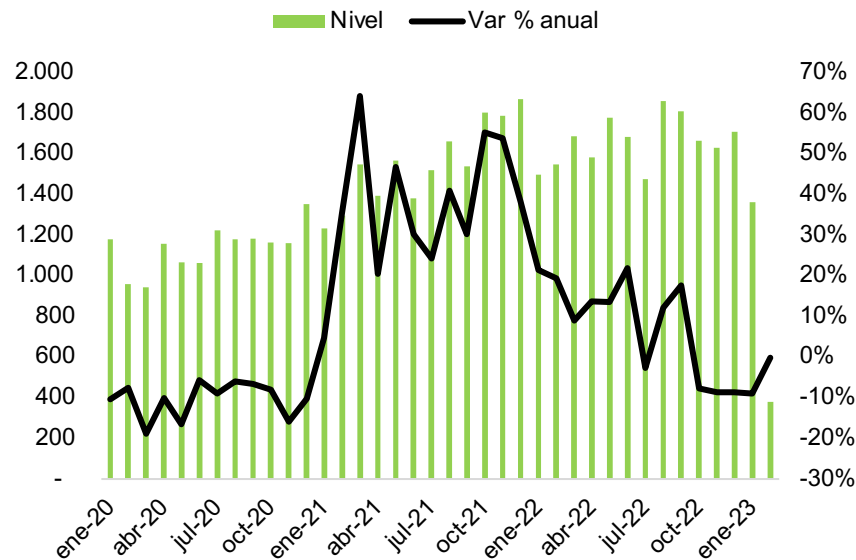


## Menores importaciones son compatibles con expectativas de caída de la demanda interna este año

Importaciones mensuales de bienes de consumo  
(millones de dólares)



Importaciones mensuales de bienes de capital  
(millones de dólares)



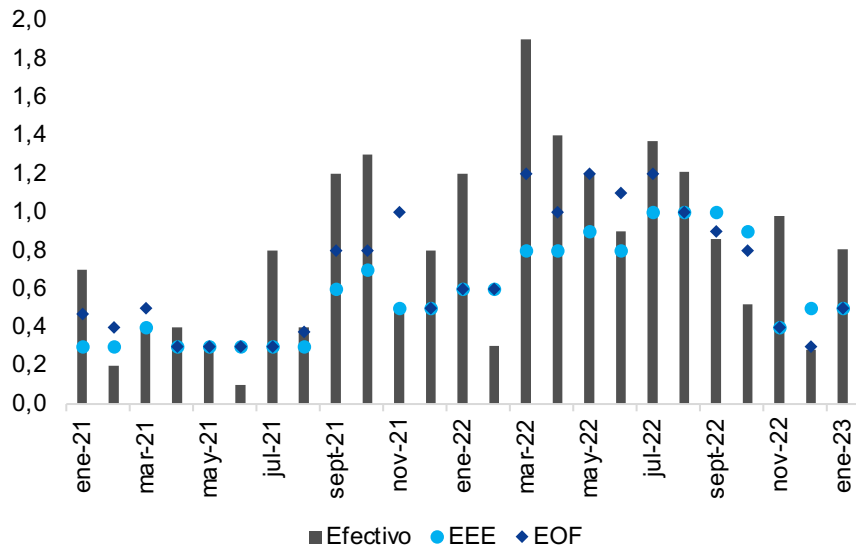
Fuente: Banco Central.





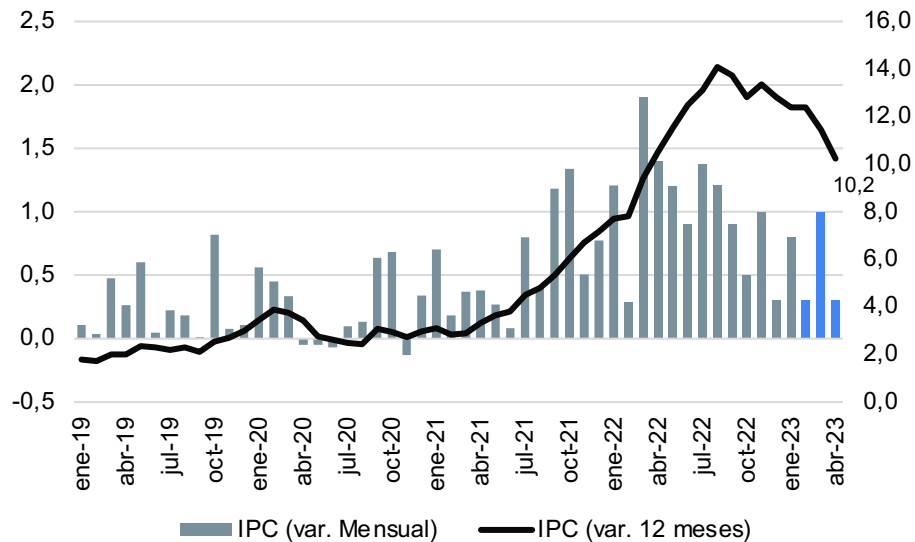
Inflación de enero (+0,8% m/m) se ubicó sobre lo esperado (+0,5%) e inflación interanual alcanzó 12,3%. Considerando las expectativas de mercado para los próximos meses, la inflación llegaría a 10,2% en abril

Inflación y expectativas (m/m, %)



Fuente: INE.

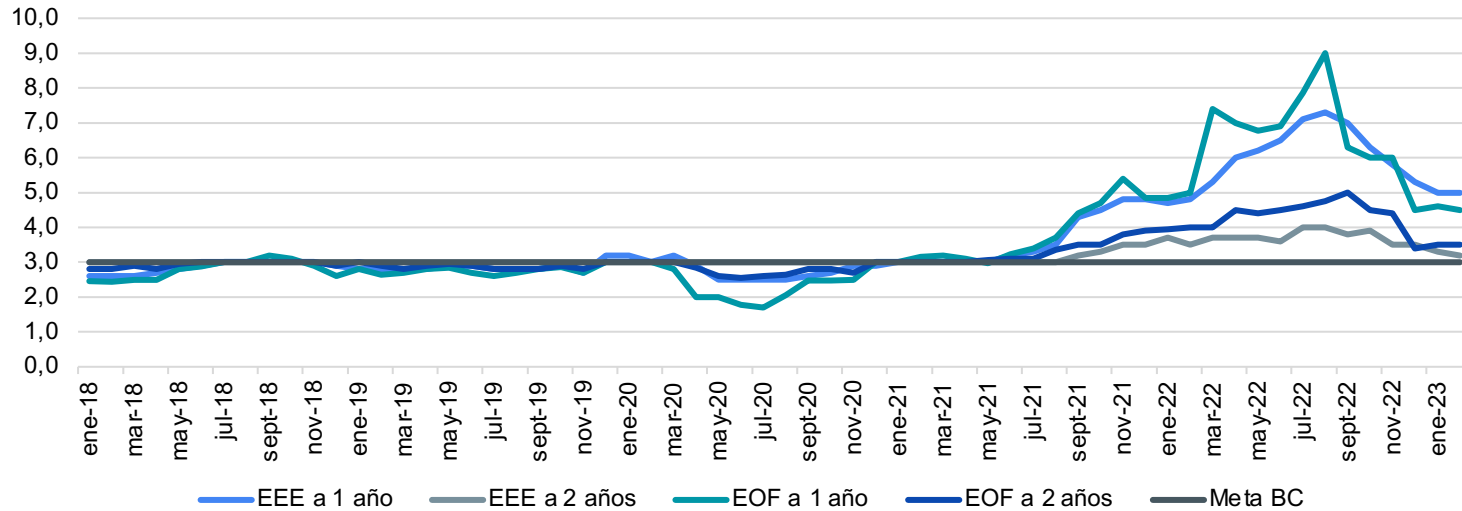
Inflación y proyecciones a tres meses





Pese a la mayor persistencia inflacionaria, las expectativas de inflación se han seguido moderando, lo cual es una buena noticia

Expectativas de inflación en las encuestas  
(variación anual. %)

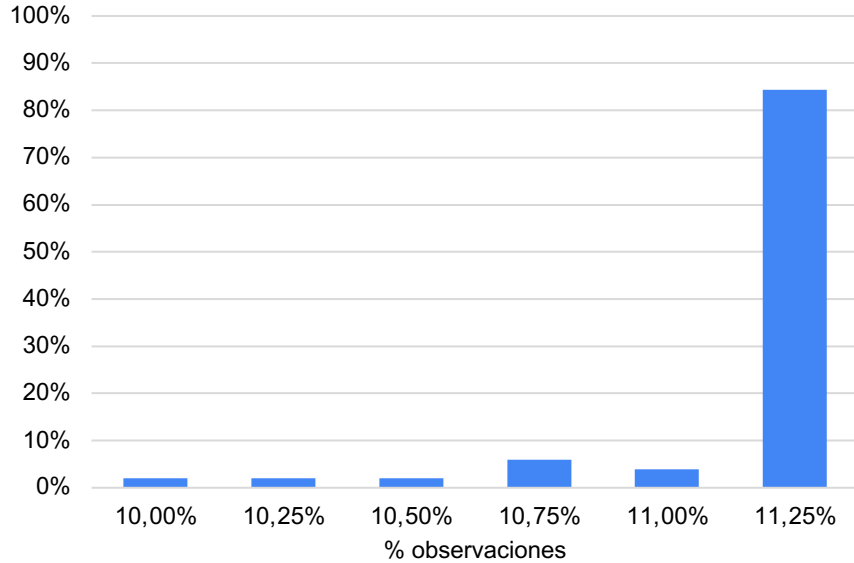


Fuente: Banco Central.

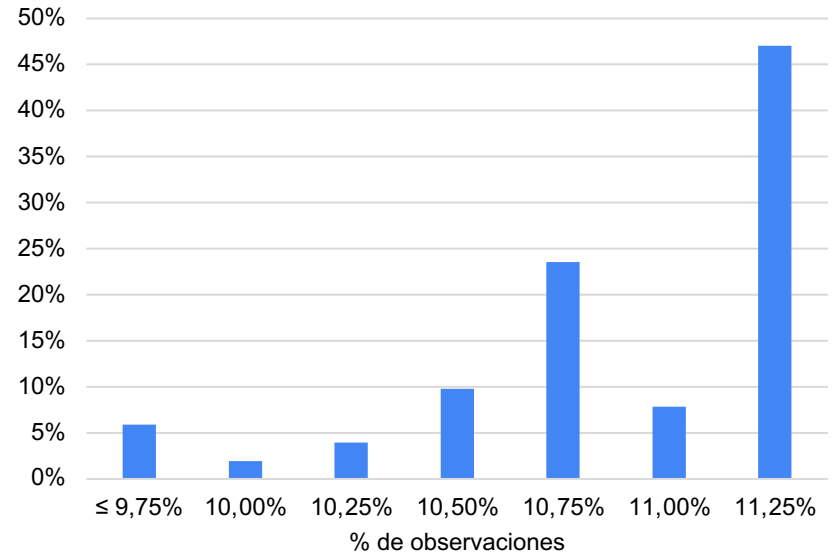


## Expectativas para la TPM: la mayoría del mercado no espera recorte en abril y 47% tampoco proyecta cambios en mayo

Expectativas de TPM: Próxima RPM abril 2023



Expectativas de TPM: 1 RPM adelante (mayo 2023)



Fuente: EOF, Banco Central.



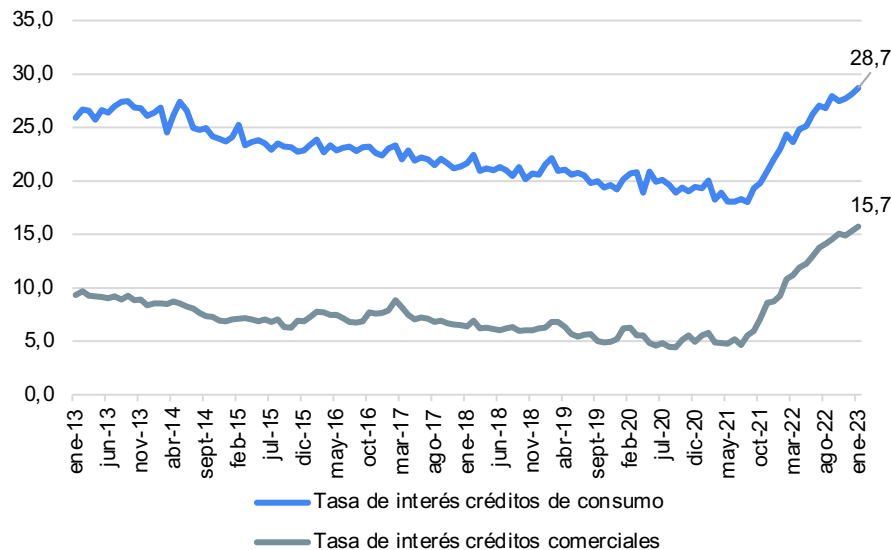
Pese a anuncio del BC de no seguir subiendo la TPM, las tasas de interés de colocaciones comerciales y de consumo siguieron al alza, mientras que las hipotecarias se estabilizaron en niveles altos

Tasa de interés hipotecaria



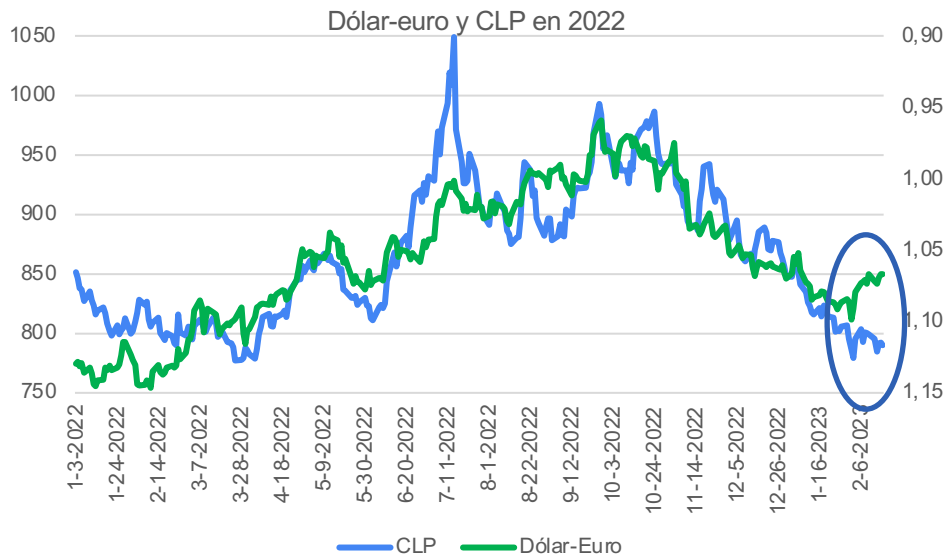
Fuente: Banco Central.

Tasas de créditos de consumo y comerciales (%)





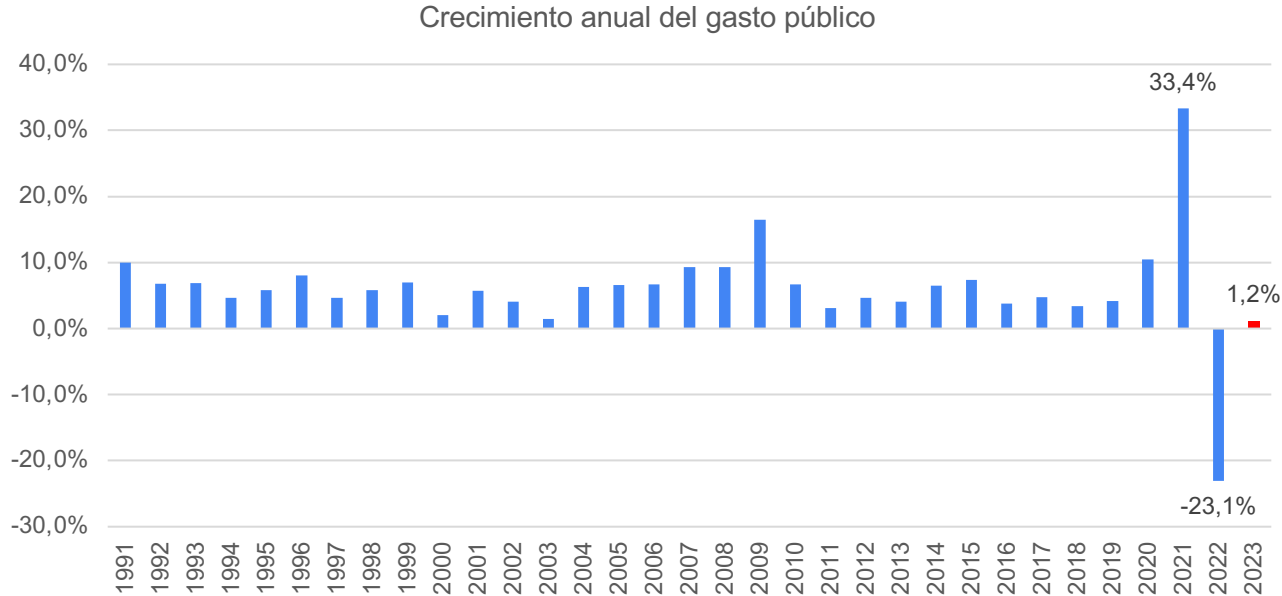
Apreciación reciente del peso a niveles de \$790 por USD no es compatible con evolución de sus principales determinantes externos: el dólar y el cobre. Tipo de cambio de equilibrio se ubica en torno a \$830-\$850



Fuente: Valtin Capital.

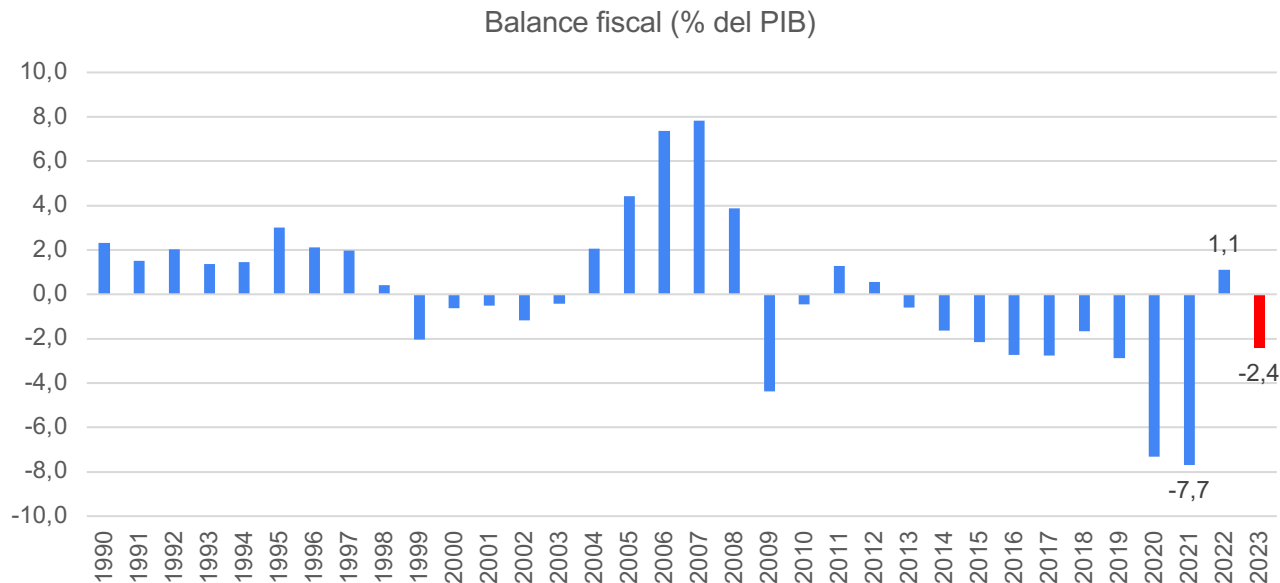


Política Fiscal: tras actualización de proyecciones, el **gasto público crecería solo 1,2% real este año**. No existe registro anual en más de 30 años de un crecimiento tan bajo del gasto.



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Política Fiscal: mejora en métricas fiscales de 2022 fue transitoria. Este año el país volverá a tener déficit y el riesgo es que sea mayor a lo estimado por Hacienda si la respuesta del Ejecutivo a **nuevos retiros previsionales** es más gasto público.



Fuente: Ministerio de Hacienda.





VALTIN CAPITAL  
ASESORES FINANCIEROS