



VALTIN CONSULTING

INFORME

Económico Mensual

OCTUBRE 2023

Autor: Hermann González



VALTIN CONSULTING

Estimados clientes y amigos

A nivel global, el Fondo Monetario Internacional (FMI) actualizó sus proyecciones, reduciendo las estimaciones de crecimiento para 2024 y alertando por el aumento de riesgos. Asimismo, al ya complejo escenario internacional se sumó este mes el recrudecimiento del conflicto entre Israel y Palestina. Las tasas de interés en dólares han seguido subiendo y se ubican en máximos desde 2007, justo antes de la crisis financiera global, en un contexto en que la Reserva Federal ha reiterado que mantendrá las tasas altas por más tiempo. El ajuste en la economía americana a la mayor estrechez financiera no se ha materializado, pero sería solo cosa de tiempo. En China, el gobierno evalúa la implementación de medidas de estímulo que darían un impulso a la inversión en infraestructura, al tiempo que busca frenar la caída del mercado bursátil. Por el momento, la economía parece estabilizarse, excepto en su sector inmobiliario donde la actividad sigue deprimida y los problemas financieros de las empresas del sector amenazan la estabilidad financiera del gigante asiático.

En Chile, la economía sigue sin dar signos de repunte, mientras el desempleo aumenta y, si bien la inflación ha seguido a la baja, en el margen se ubicó sobre las expectativas. El alza del tipo de cambio ha sido mayor al de otras monedas de la región y, aunque en gran medida está explicada por la evolución de sus fundamentos, la incertidumbre constitucional también estaría incidiendo. Mayores presiones inflacionarias de corto plazo y recortes más moderados de tasas de interés serían parte de los efectos de la depreciación del peso. A fines de septiembre el gobierno presentó el Presupuesto 2024 el cual considera un aumento del gasto de 3,5% y emisión de deuda por hasta US\$ 21 mil millones. Con estas cifras, los riesgos de que la deuda supere el nivel prudente de 45% del PIB en este gobierno son elevados.

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 – Hermann González
Valtin Consulting

Santiago, 16 de octubre de 2023



VALTIN CONSULTING

AGENDA

1. **Economía internacional**
2. Economía chilena





Economía internacional (I)

- De acuerdo con la última **actualización de proyecciones del FMI** (WEO octubre 2023) el crecimiento mundial se desacelerará desde 3,5% en 2022 a 3% este año y 2,9% el próximo. Este crecimiento es inferior al promedio histórico de 3,8% (2000-2019)
- **Aunque los riesgos de este escenario están sesgados a la baja, el FMI no proyecta una recesión global**, bajo la expectativa de que las autoridades puedan lidiar con los problemas que enfrentan las grandes economías del mundo y que los riesgos geopolíticos no se intensifiquen.
- **El aumento de las tensiones entre Israel y Palestina** ha generado hasta ahora efectos acotados en los mercados financieros, ante la expectativa de que este conflicto no escale. Pero los riesgos de que otras naciones se involucren y se vea afectado el suministro de petróleo y otros productos energéticos son elevados.
- En **EE.UU.**, el **inminente cierre del gobierno a mediados de noviembre es un hito que inyectará volatilidad a los mercados en la medida que se acerque la fecha límite**. La situación es aún más compleja dado el estado de “data dependiente” en el que se encuentra la Fed porque precisamente la producción de datos económicos sería una de las actividades afectadas por este eventual cierre.
- **El endurecimiento monetario en curso es el mayor desde inicios de la década de 1980, lo que ha llevado a un alza de tasas a niveles no vistos desde 2007 (previos a la crisis financiera global)**, al tiempo que el dólar se ha fortalecido significativamente desde inicios de julio. Los efectos de estas alzas de tasas aún no se ven con claridad en la economía, pero sería solo cosa de tiempo. Entre otras razones, porque el exceso de ahorro acumulado en la pandemia ha atenuado el impacto de las alzas de tasas, pero dicho espacio se está agotando. **Existen razones para pensar que el ajuste macro se está postergando, pero no será posible evitarlo.**
- Por último, el deterioro de la situación fiscal se ve acentuado por los riesgos de las **elecciones presidenciales del próximo año** en las que Donald Trump es el principal favorito para ganar.



Economía internacional (II)

- En la **Eurozona** las condiciones financieras se han estrechado de forma significativa, a niveles que no se veían desde antes de la crisis financiera de 2008. En línea con ello, la confianza de los inversionistas se ha deteriorado, las proyecciones de crecimiento se han corregido a la baja (crecería en torno a 0,5% este año y el próximo) y las encuestas de gerentes de compra (PMI) son compatibles con una significativa contracción del sector manufacturero. La inflación ha seguido retrocediendo incluso más de lo esperado y, en este contexto, el mercado no espera nuevos aumentos de tasas.
- En **China, se conocieron noticias negativas respecto de la situación de los actores del mercado inmobiliario**. A fines de septiembre *Evergrande* debió postergar el plan de reestructuración de su deuda, al tiempo que sus acciones fueron suspendidas y su CEO quedó bajo vigilancia policial. Posteriormente, en octubre, *Country Garden* –otro desarrollador inmobiliario– anunció que no podría cumplir con sus compromisos internacionales.
- En este contexto, ha trascendido que **el gobierno prepara un plan de infraestructura por US\$ 137 mil millones**, al tiempo que habría comprado acciones bancarias y prepararía un fondo de estabilización para frenar la caída del mercado bursátil.
- **Las cifras de corto plazo son compatibles con una economía que se estabiliza, excepto el sector inmobiliario que sigue ajustándose**. Aunque las exportaciones volvieron a caer en septiembre (a/a) se interpretó de buena forma que la caída fue menor a lo esperado. Por su parte, las encuestas de gerentes de compra muestran un crecimiento modesto de la actividad, ubicándose en torno al pivote de 50 puntos. Por otro lado, los datos de ventas inmobiliarias e inicios de contracción se mantienen en mínimos.



VALTIN CONSULTING

Economía internacional: a los riesgos económicos de EE.UU. y China, se suma el resurgimiento del conflicto entre Israel y Palestina y sus potenciales repercusiones

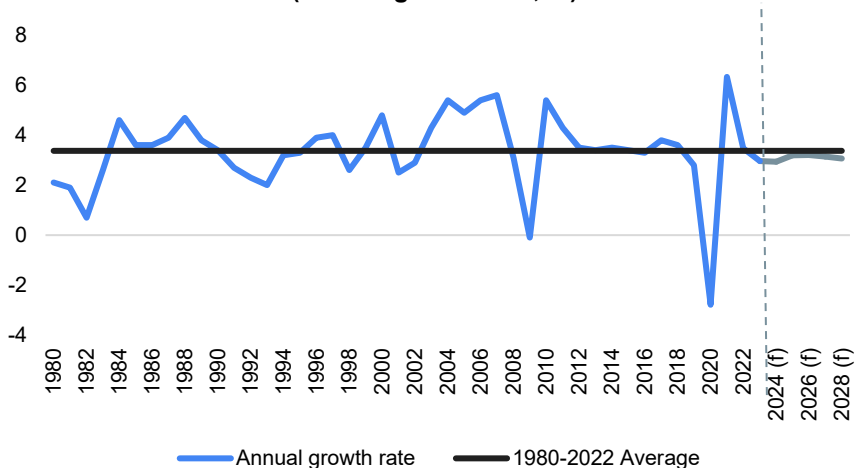




FMI revisó a la baja las perspectivas de crecimiento global y señaló que los riesgos están sesgados a la baja

El FMI proyecta que el crecimiento mundial se ubicará bajo el promedio histórico en los próximos años

**Global Economic Growth
(Annual growth rate; %)**



Principales riesgos:

Persistencia inflacionaria podría requerir mayores alzas de tasas de interés. Aunque la inflación ha bajado, sigue alta en varios países y factores como el exceso de ahorro, mercados laborales ajustados y alza de precios de combustibles, complican el trabajo de los bancos centrales.

Una profundización de la crisis del mercado inmobiliario en China. El desafío de las autoridades es complejo porque está en juego la estabilidad del sistema financiero.

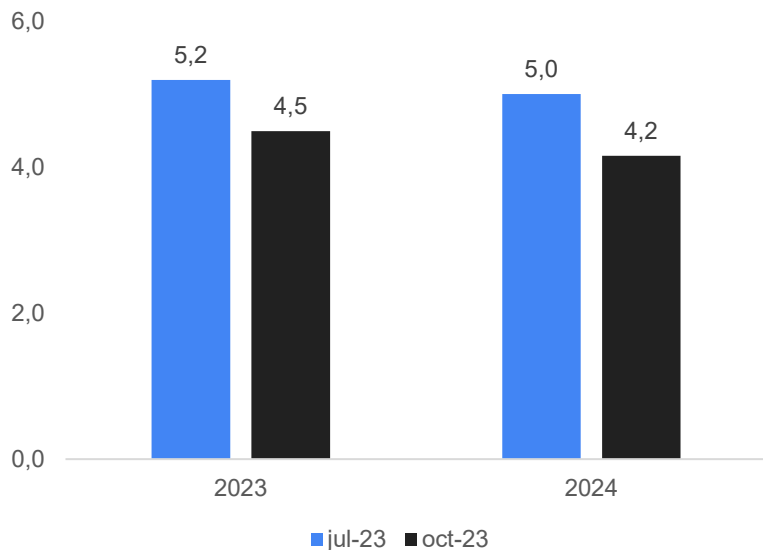
Volatilidad en los precios de las materias primas debido a las tensiones geopolíticas. Potenciales alzas del petróleo y de los alimentos dificultarían el proceso de normalización inflacionaria y ponen en riesgo la estabilidad social.

Diversos países han agotado sus espacios fiscales, lo que los hace más vulnerables a potenciales crisis.

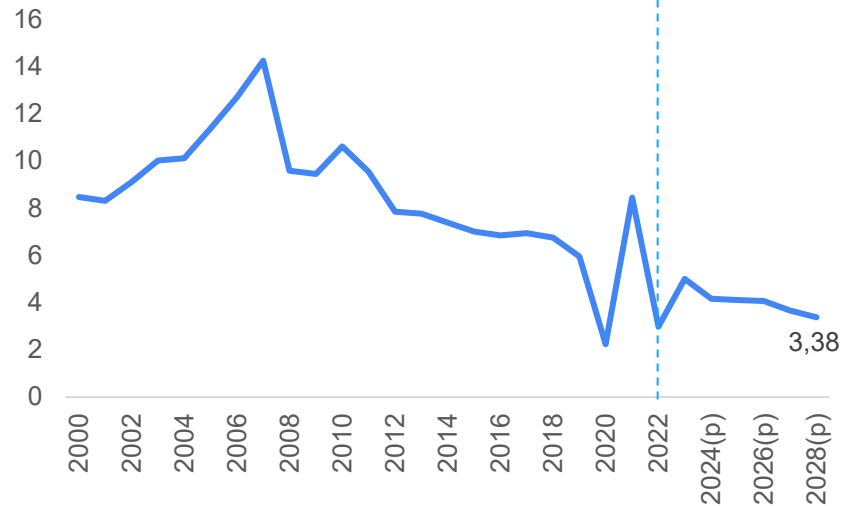


Para China, el FMI proyecta que el crecimiento seguirá desacelerándose en los próximos años

Cambio en proyecciones de crecimiento China
(Var. a/a; %)

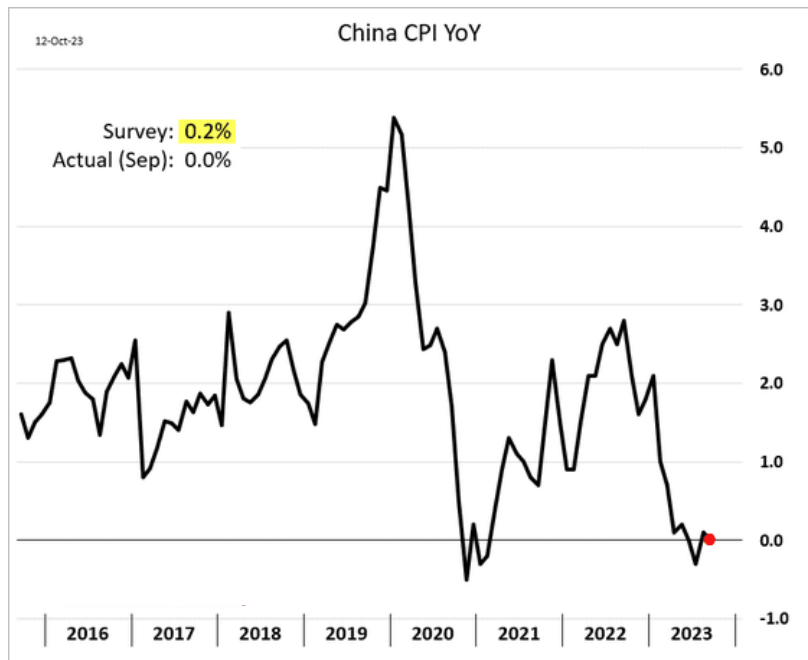


Crecimiento PIB real China
(Var. a/a; %)



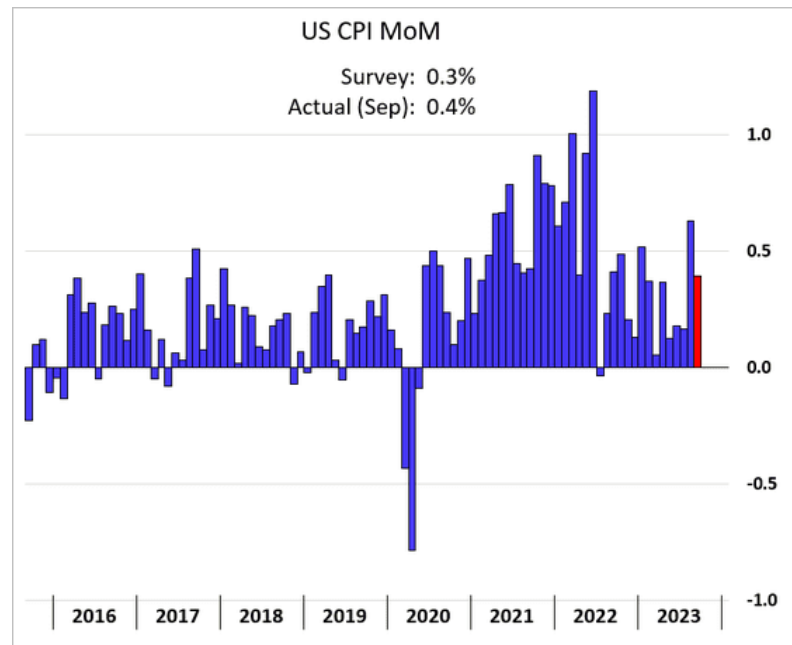
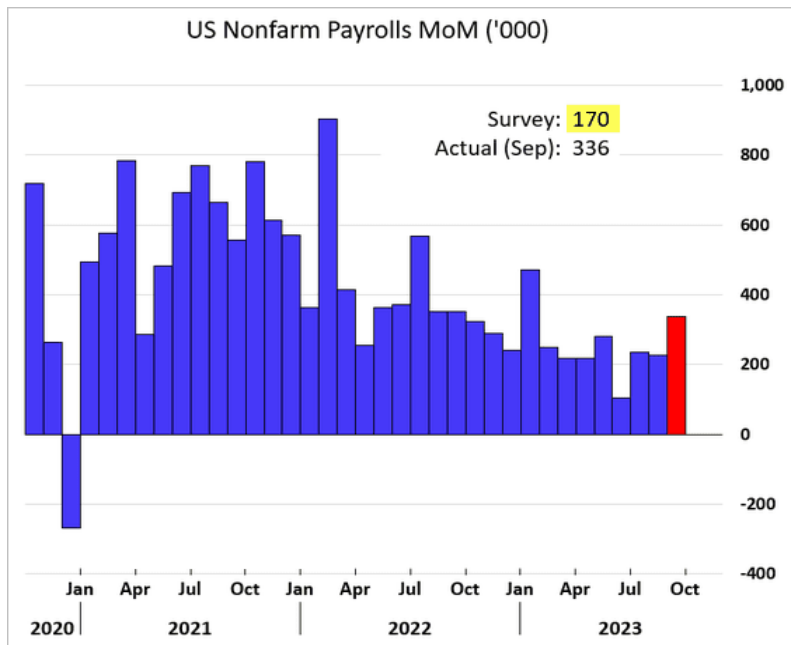


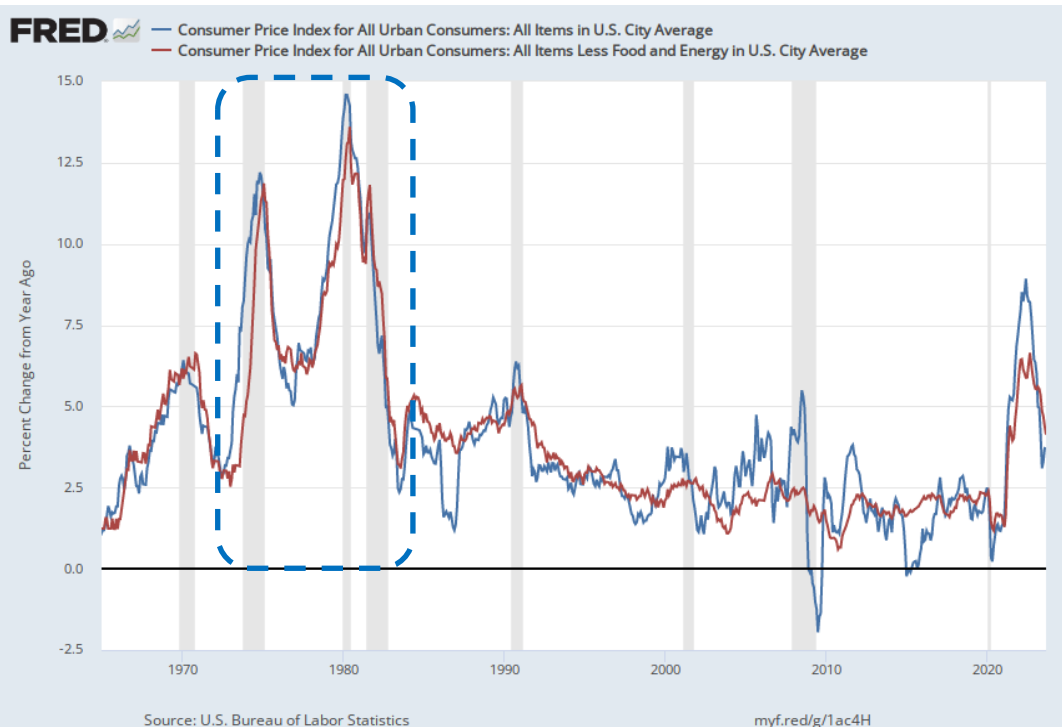
Las sorpresas económicas han vuelto a ser positivas en China, en una señal de que la economía se estaría estabilizando. La inflación, por su parte, sigue fuertemente contenida





EE.UU.: creación de empleos e inflación sorprenden al alza en septiembre





Fuente: St. Louis Fed.

La inflación subyacente sigue disminuyendo, pero lentamente y la inflación total sube por el alza de los combustibles.

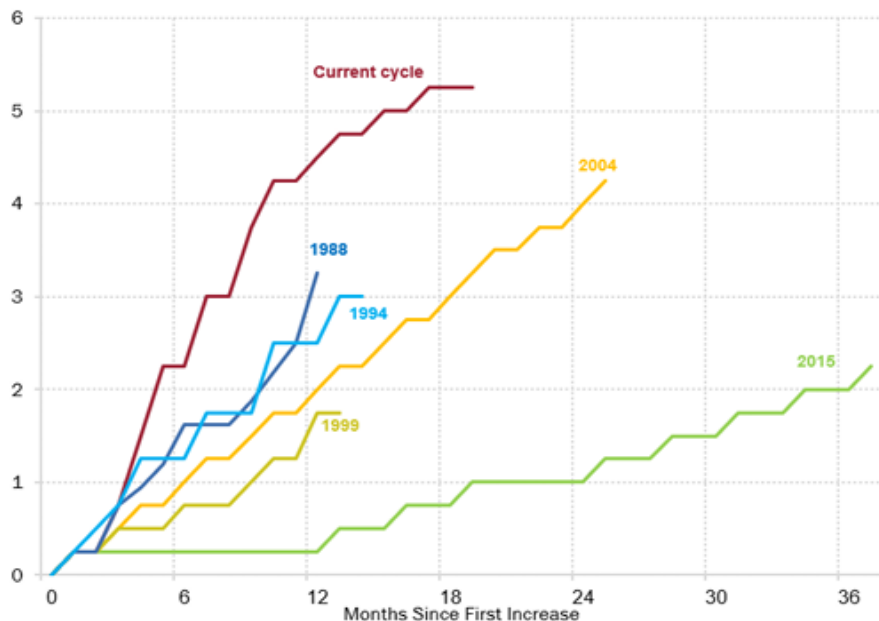
La inflación subyacente subió 0,3% m/m (4,1% a/a), en línea con las expectativas del mercado, pero **la inflación total subió 0,4% (3,7% a/a) por sobre lo esperado (0,3%).**

Con todo, el dato no parece ser suficiente como para una nueva alza de tasas en el corto plazo, pero sí para confirmar la idea de que las tasas “se mantendrán altas por más tiempo” (*higher for longer*).

La experiencia de los 70 y 80 es algo que las autoridades no quisieran repetir, pero aparece como una amenaza tras el aumento del precio del petróleo.



United States
(percentage points; cumulative change in the Fed funds rate)



Source: Haver Analytics, Rosenberg Research

Este ciclo de alzas de tasas de interés en EE.UU. es el más agresivo desde la década de 1980.

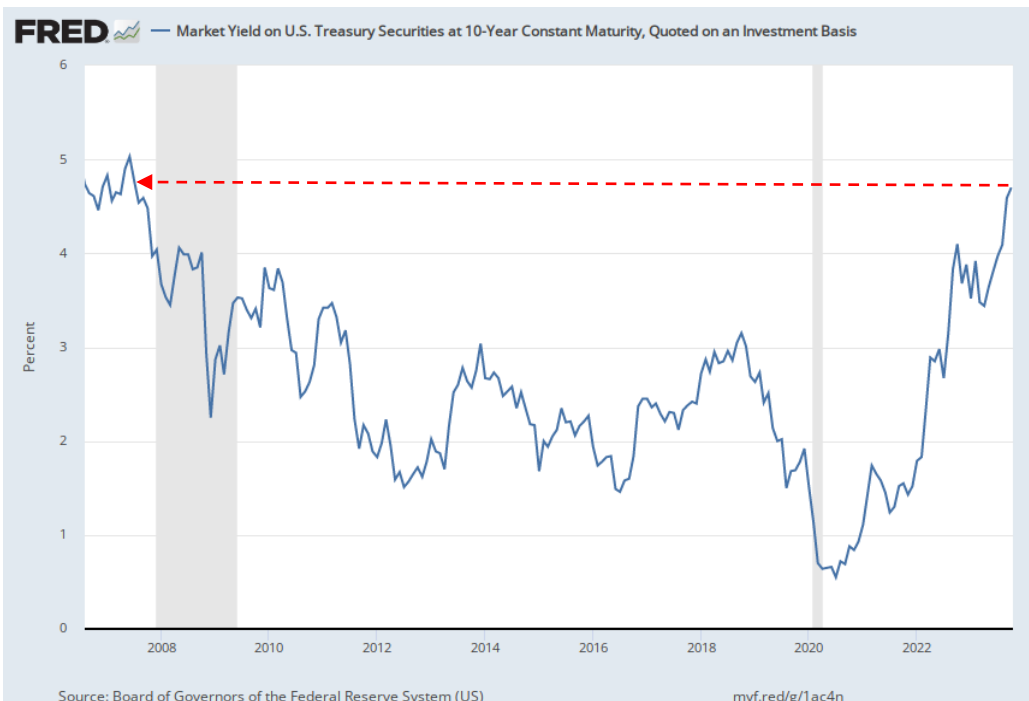
Sus efectos aún no se ven con claridad en la economía, pero sería solo cosa de tiempo. Entre otras razones, porque el exceso de ahorro acumulado en la pandemia ha atenuado el impacto de las alzas de tasas, pero dicho espacio se está agotando.

Se suma a ello la alta emisión de bonos y la adquisición de viviendas con créditos a tasas fijas ocurrida durante los años de bajas tasas de interés. Todo esto ha hecho menos sensible a la economía al ciclo de alzas de tasas.

En la medida que se concrete el ajuste macro, la Fed deberá bajar de forma significativa las tasas de interés, lo que impactará a la baja especialmente a las tasas de mercado de corto plazo.



Tasas de interés de los bonos del Tesoro se ubican en máximos desde la crisis financiera de 2008



Tasa de interés del bono del Tesoro de EE.UU. se ubica en máximos desde la crisis financiera internacional.

La última vez que las tasas estuvieron en este nivel la deuda pública de EE.UU. era 35% del PIB y hoy se acerca a 100%.

En consecuencia, el gasto en intereses seguirá subiendo y superaría 3% del PIB en 2030, un máximo histórico e incluso mayor al gasto anual en defensa.

Una de las razones de esta alza de tasas es el exceso de gasto fiscal, que a su vez atenúa el impacto de la política monetaria y obliga a la Fed a mantener tasas altas por más tiempo.

El riesgo de que se cierre el gobierno a mediados de noviembre por falta de financiamiento es inminente.



El dólar se ha apreciado desde inicios de julio: una combinación de expectativas de tasas más altas y mayor percepción de riesgo explican esta evolución que explica parte de la depreciación que han tenido monedas emergentes como el peso





VALTIN CONSULTING

AGENDA

1. Economía internacional
2. **Economía chilena**





Economía chilena (I)

- **Más allá de la volatilidad de las cifras mensuales, los datos muestran que la economía chilena no crece desde fines de 2021.** De hecho, tanto el IMACEC total como el no minero se ubican entre 2,5% y 3% bajo el nivel de dos años atrás.
- **El IMACEC de agosto se contrajo 0,9% a/a decepcionando las expectativas** y haciendo más difícil que el crecimiento del año se ubique en terreno positivo.
- **Las expectativas de crecimiento para el próximo año se revisan a la baja.** La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central redujo su estimación desde 2% a 1,8% y el FMI proyectó una expansión de 1,6%. Ambas cifras se ubican bajo la proyección que usó Hacienda para elaborar el Presupuesto 2024 (2,5%).
- **Los riesgos para la economía global y para Chile han aumentado en los últimos meses.** A nivel sectorial, esto debiese ser una mayor preocupación para aquellos sectores más vinculados con el ciclo económico, entre los que destacan el comercio, los servicios empresariales, restaurantes y hoteles y transporte, entre otros.
- **En línea con el pobre desempeño de la actividad, el desempleo volvió a subir llegando a 9% (890 mil personas).** Los salarios reales frenaron su incremento y se ubican en el mismo nivel que tenían a inicios de 2022.
- **El alza del tipo de cambio ha impactado a las expectativas de inflación y ha modificado las expectativas para la tasa de política monetaria TPM.**
- **La expectativa de inflación a fin de año subió desde 4% a 4,2% (EEE).** La inflación de septiembre (+0,7% m/m; 5,1% a/a) superó las expectativas y si bien se esperan alzas de menor magnitud en octubre y noviembre, la depreciación cambiaria podría generar nuevas sorpresas inflacionarias.



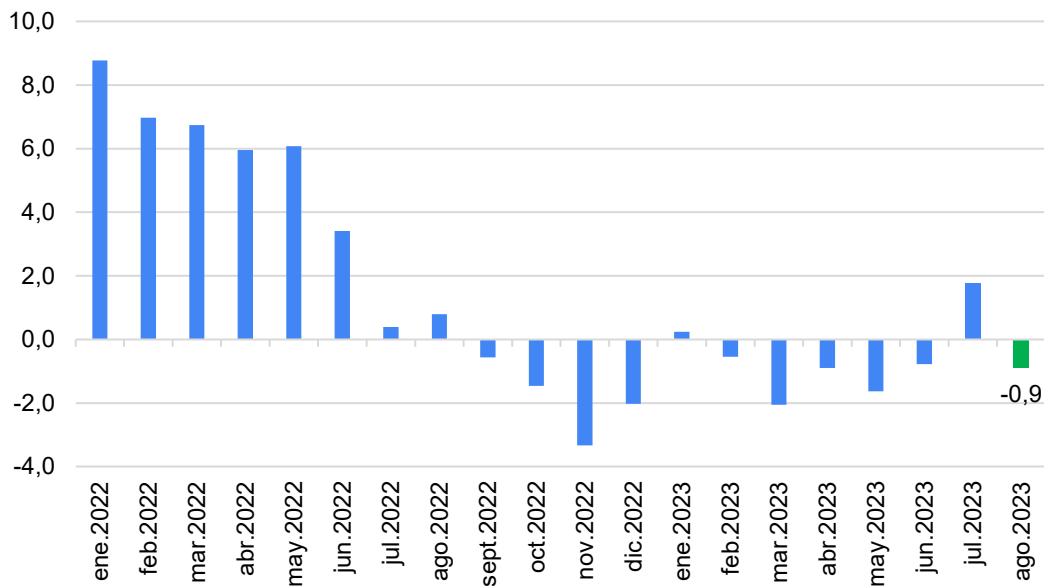
Economía chilena (II)

- **Se han afianzado las expectativas de recortes de la TPM de 75 puntos base en las siguientes dos reuniones, con lo que la tasa llegaría a 8% a fin de año.** La probabilidad de recortes de mayor magnitud ha perdido fuerza.
- **Las tasas de interés de las colocaciones comerciales han disminuido en línea con los recortes de la TPM. Sin embargo, las tasas de los créditos de consumo e hipotecario no han seguido la misma tendencia.** Las primeras se mantienen en torno al promedio del año, mientras que las tasas hipotecarias alcanzaron el mayor nivel del año en septiembre.
- El alza de las tasas de interés de largo plazo en dólares, junto con la mayor percepción de riesgo local (bajo crecimiento, alza del desempleo) explican estos desarrollos que reducen la efectividad de la política monetaria.
- **Estimamos que gran parte de la depreciación del peso desde julio está explicada por la evolución de los fundamentales.** Los modelos permiten justificar un valor entre \$890-\$910. La apreciación global del dólar y el deterioro de los términos de intercambio (especialmente el alza del petróleo) explican una parte importante de la depreciación, pero la incertidumbre constitucional también estaría incidiendo.
- **Este año cerrará con un mayor crecimiento del gasto público y mayor déficit de lo proyectado hace solo tres meses.** El gasto se revisó al alza en US\$ 1.000 millones solo en los últimos tres meses. Para el próximo año el presupuesto considera un crecimiento del gasto de 3,5% y una solicitud de endeudamiento de US\$ 21 mil millones, que es una cifra alta en comparación histórica y no cuenta con una justificación clara.
- **El gobierno proyecta que la deuda pública se estabilizará en torno a 41% del PIB en los próximos años, pero es muy probable que esta supere el nivel prudente de 45% durante este período de gobierno.**



IMACEC de agosto decepcionó las expectativas, después de dos meses con sorpresas positivas

IMACEC (var. a/a, %)



IMACEC de agosto decepcionó las expectativas.

El IMACEC minero cayó 1,3% a/a y ambos indicadores registraron caídas mensuales de 0,5% en sus series desestacionalizadas.

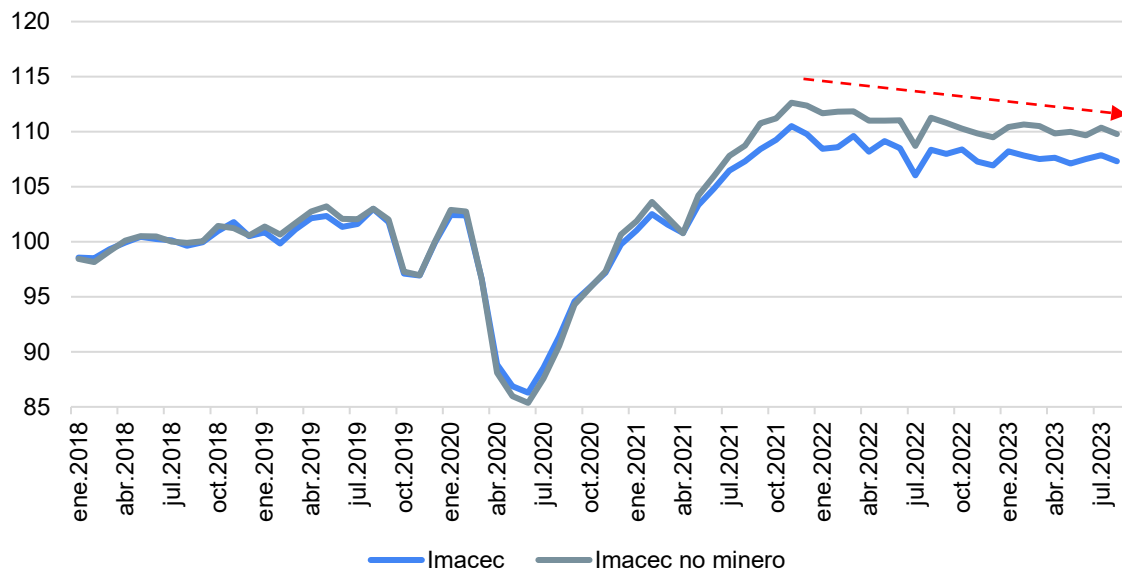
Mantenemos la proyección de un crecimiento cercano a cero este año, pero **los riesgos de una caída del PIB han aumentado**, especialmente debido al deterioro de las condiciones externas.

La debilidad económica y los riesgos externos comienzan a impactar a la baja las proyecciones de crecimiento en 2024.



Más allá de la volatilidad mensual, la economía se ha contraído desde fines de 2021

IMACEC (índice mensual s.a.)

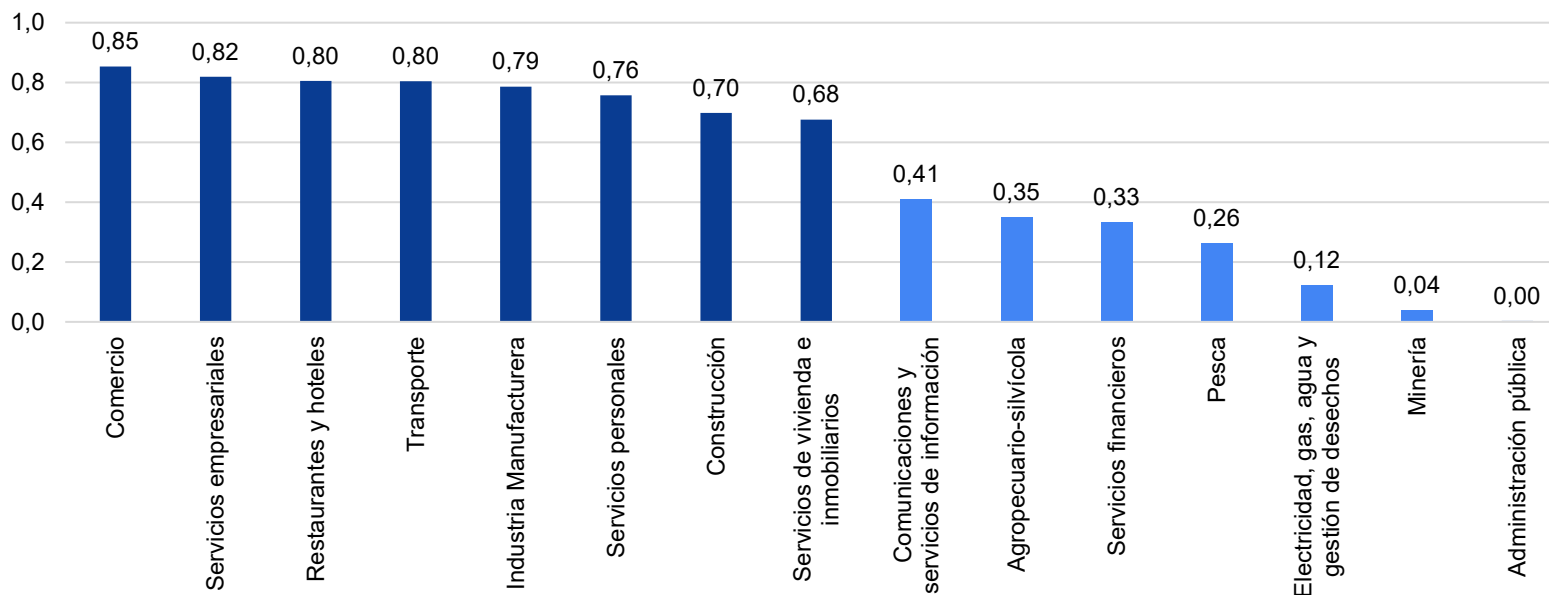


IMACEC total está 2,9% bajo el nivel de noviembre de 2021. El IMACEC no minero está 2,5% bajo el nivel de noviembre de 2021.



Un mal desempeño económico no afecta por igual a todos los sectores de la economía

Correlación entre los sectores económicos y el PIB*

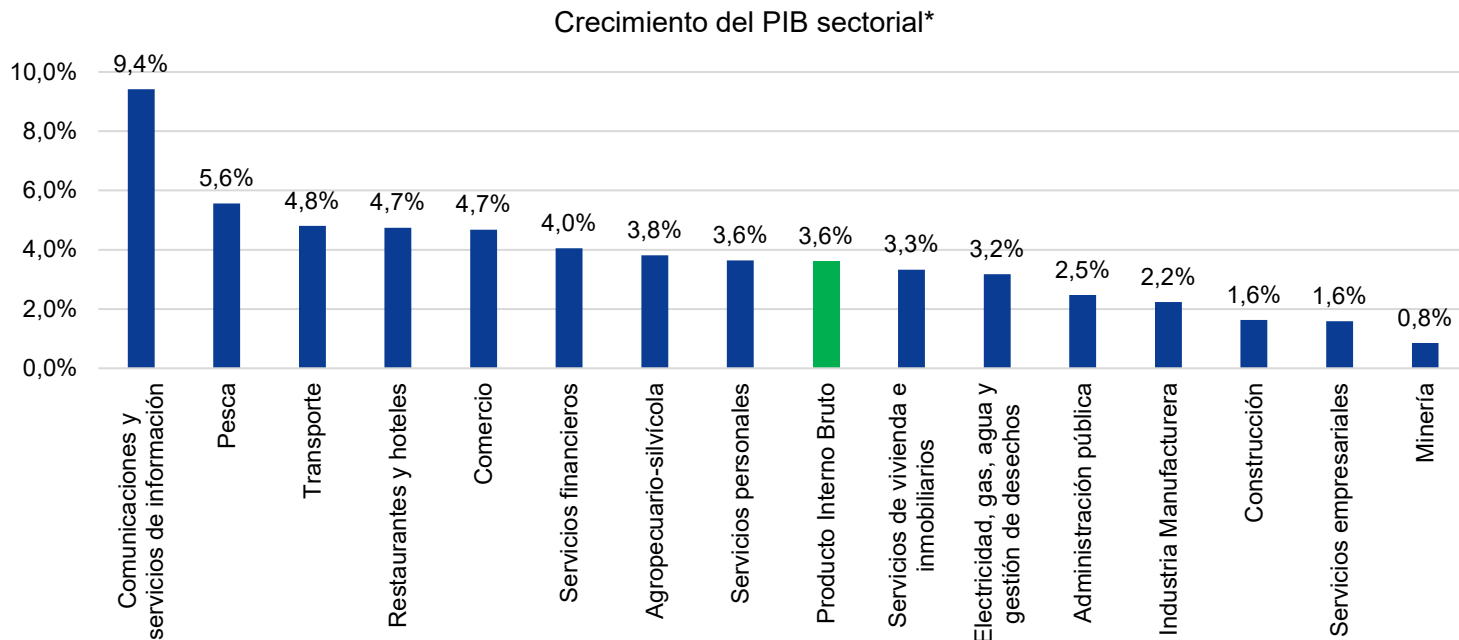


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central.

* Elaborado con datos trimestrales de crecimiento interanual desde 1997.1 a 2023.2



¿Qué sectores han liderado el crecimiento económico y qué sectores han estado más rezagados?



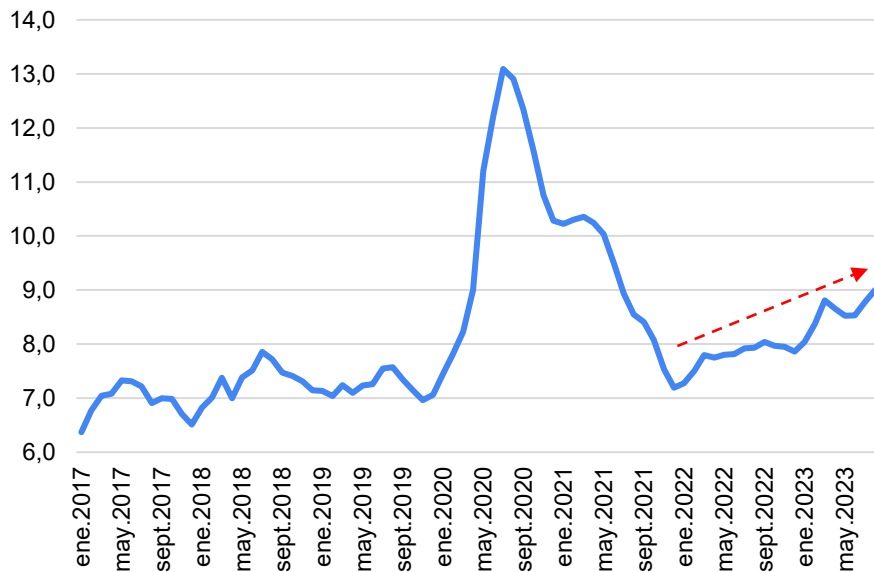
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central.

* Crecimiento promedio 1997-2023.

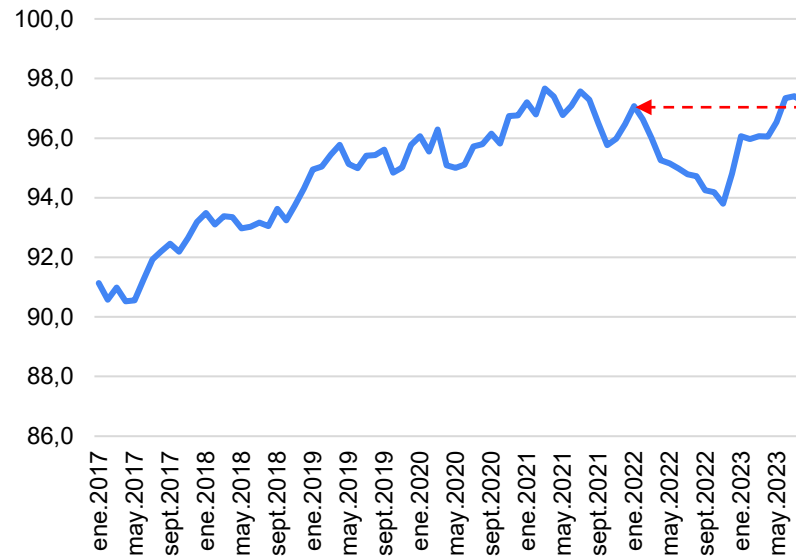


La tasa de desocupación volvió a subir llegando a 9% (890 mil personas) y los salarios reales se ubican en el mismo nivel que tenían a inicios de 2022

Tasa de desocupación (%)



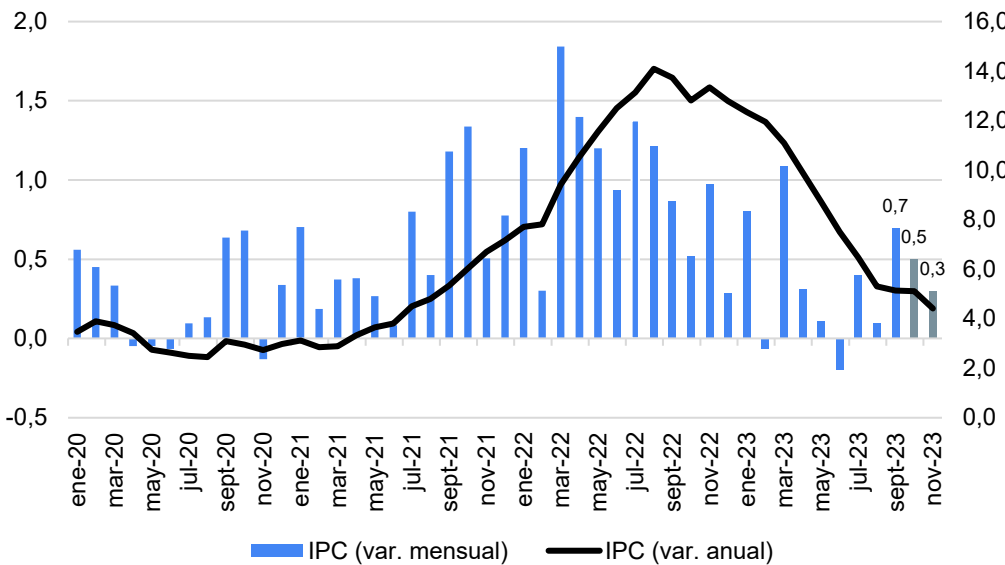
Índice real de remuneraciones



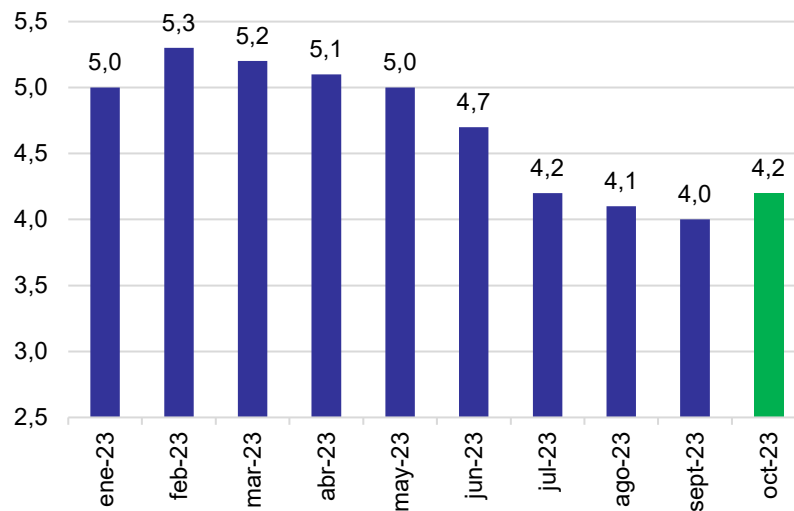


IPC de septiembre (+0,7% m/m) superó las expectativas y la inflación de fin de año se revisó al alza

Inflación mensual y anual (%)

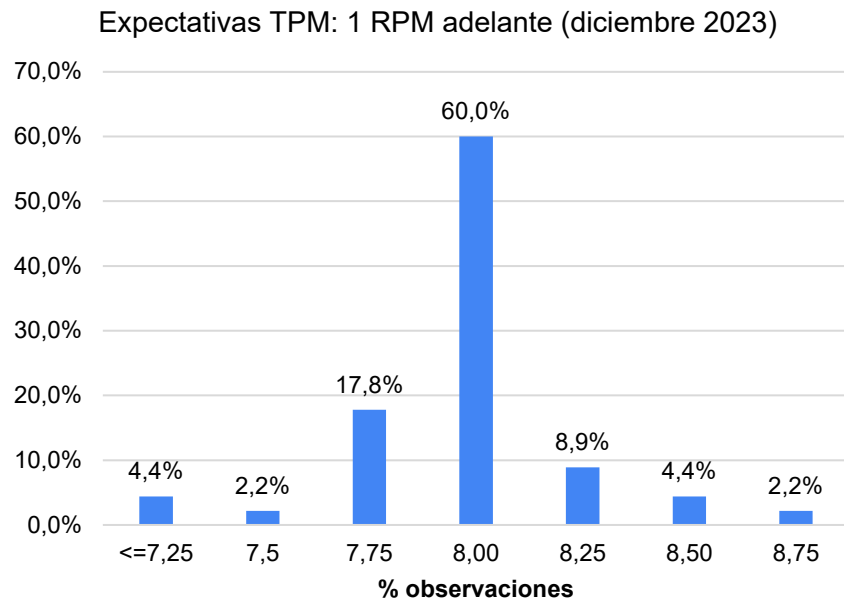
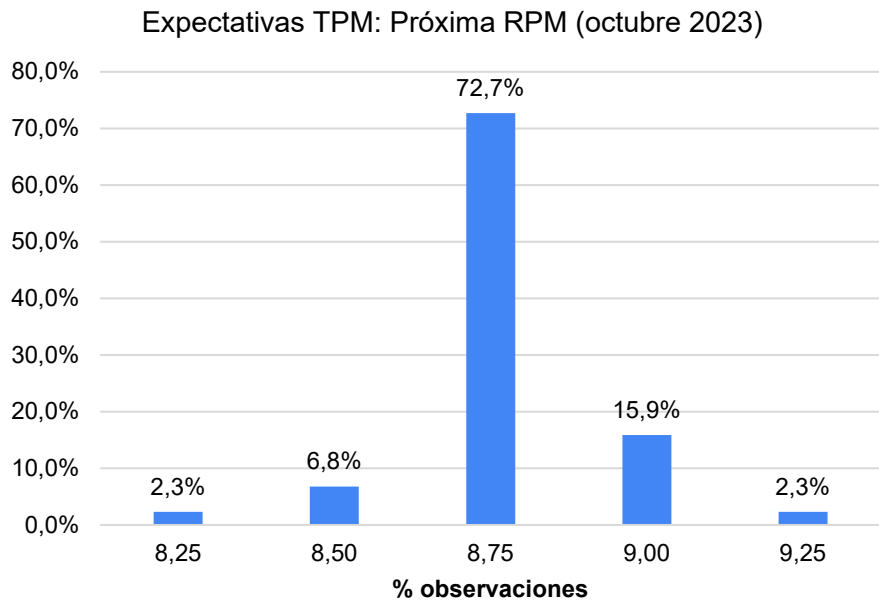


Inflación diciembre 2023 (%)





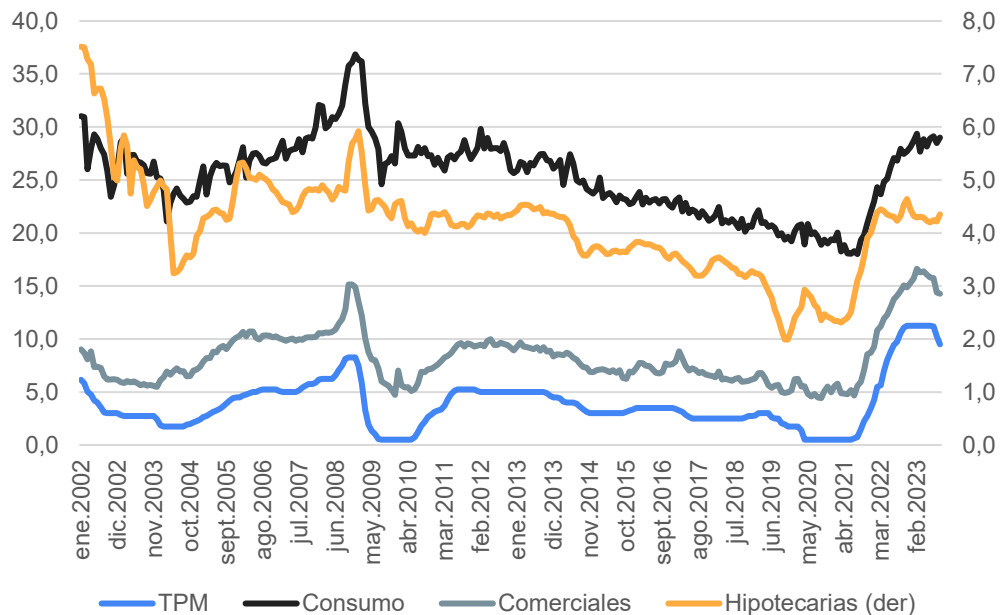
TPM llegaría a 8% en diciembre. Se han afianzado las expectativas de recortes de 75 puntos base en las próximas dos reuniones.





Alza de tasas en EE.UU. dificulta el traspaso de las bajas de la TPM a las tasas locales

TPM y tasas de interés de colocaciones



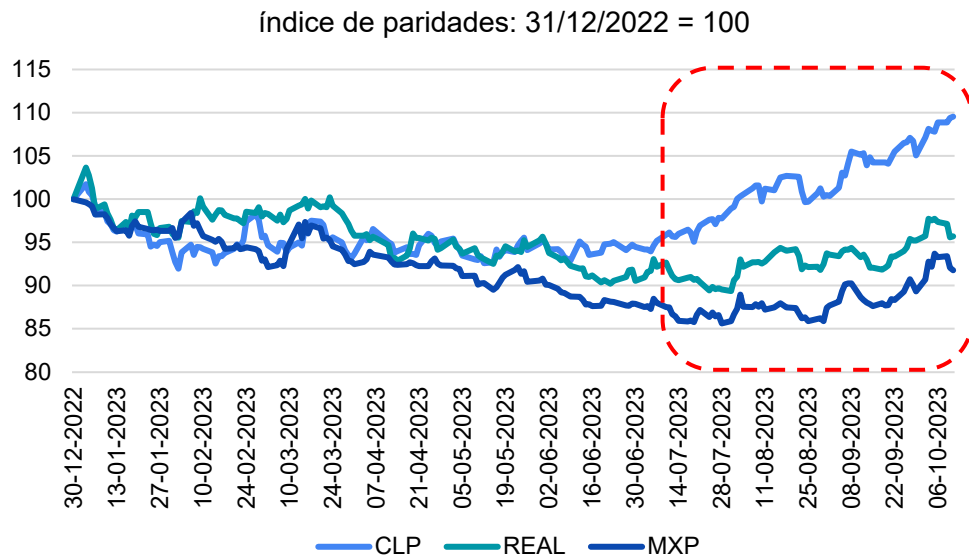
Fuente: Banco Central.

Mientras las tasas de interés de las colocaciones comerciales han bajado acorde con la TPM, **las tasas de interés de los créditos de consumo e hipotecarias no muestran la misma evolución.**

Las tasas de interés de los créditos hipotecarios alcanzaron el mayor nivel del año en septiembre. Mayor plazo de las operaciones, riesgo e impacto de las tasas de interés eternas explican este comportamiento.



La mayor parte de la depreciación del peso desde julio se explica por la evolución de sus determinantes



Depreciación del peso ha sido significativa. Después de un primer semestre de relativa estabilidad, el peso se ha depreciado **en torno a 18%**

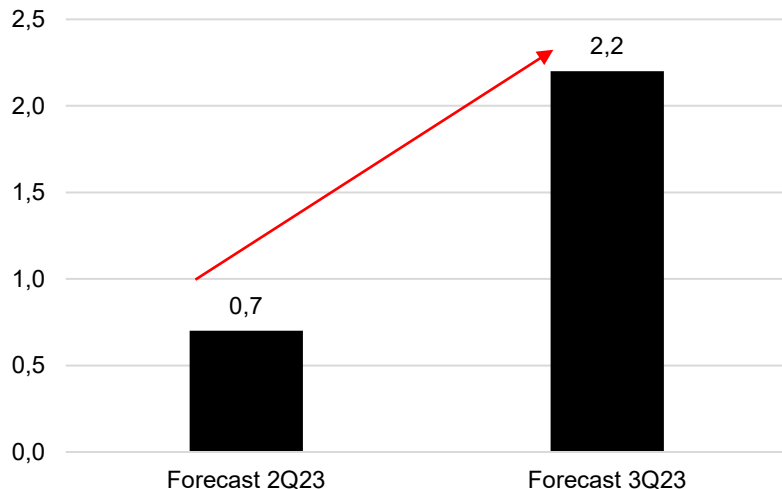
Esta depreciación supera a lo ocurrido con otras monedas de la región y responde a diversos factores, dentro de los que se incluyen:

- Menor diferencial de tasas de interés entre Chile y EE.UU. (alza de tasas en dólares).
- Fortalecimiento del dólar en un contexto de mayor aversión global al riesgo.
- Caída del precio del cobre ante el deterioro de las perspectivas de la economía china.
- Alza del precio del petróleo.
- Menores ventas de US\$ de Hacienda respecto de lo anunciado.
- Incertidumbre constitucional.



Este año cerrará con un mayor crecimiento del gasto público y mayor déficit de lo proyectado hace solo tres meses

Crecimiento del gasto público en 2023 (%)



La corrección equivale a +US\$ 1 bn o 0.3% del PIB que el gobierno atribuye al gasto por las inundaciones, a un mayor costo de los Juegos Panamericanos, un mayor gasto en salud y en los intereses de la deuda.

Proyecciones 2023, % del PIB (*)

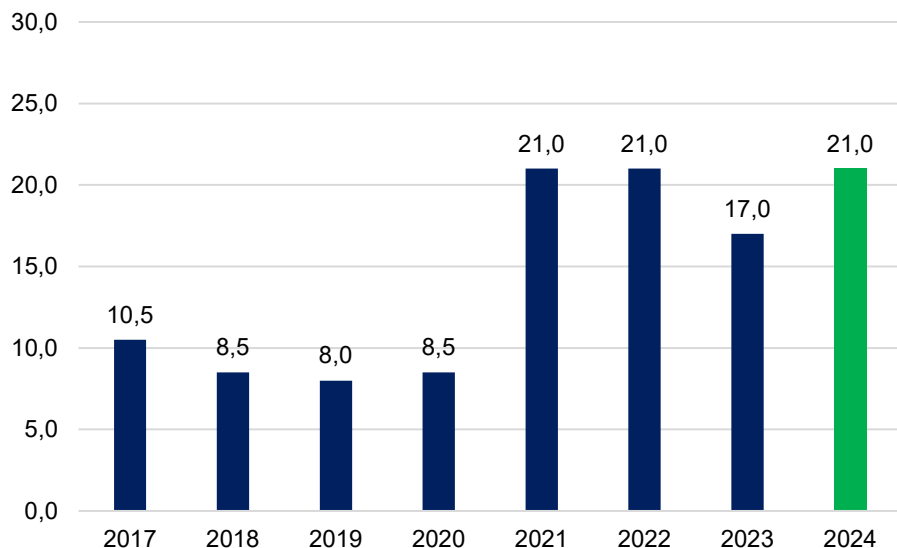
	2Q23	3Q23
Déficit fiscal efectivo	-1.90%	-2.30%
Déficit fiscal estructural	-2.10%	-2.60%

(*) Estas cifras no consideran un ajuste prudencial por litio. En caso de hacerlo, el déficit estructural sería mayor.



El gobierno solicitó autorización para emitir US\$ 21 mil millones, una cifra elevada y sin la justificación adecuada. Asimismo, proyecta que la deuda se estabilizará en torno a 41% del PIB, lo que es poco realista.

Solicitud de emisión de deuda (US\$ bn)



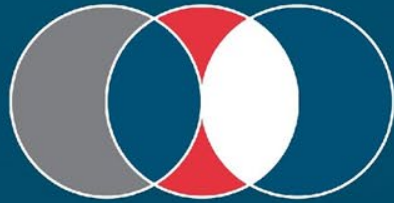
	Gasto público (MM de \$)	Gasto público (crecimiento real anual)
2024	76,979,560	
2025	78,239,310	1.6%
2026	78,116,679	-0.2%
2027	78,382,826	0.3%
2028	79,589,475	1.5%
Promedio 2025-2028*		0.8%

(*) Entre 1991 y 2019 el crecimiento anual del gasto fue 6,1% en términos reales, por lo que un crecimiento de 0,8% no parece realista.

Proyecciones Escenario Base 2023-2024

Principales ajustes de este mes: revisión al alza del tipo de cambio y de la inflación a diciembre

Var. a/a, %	2022	2023	2024
PIB	2.4	0.0-0.5	1.5-2.5
Demanda interna	2.3	-3.5	1.8
Inversión fija	2.8	-1.4	1.3
Consumo privado	2.9	-4.3	2.0
Exportaciones	1.4	1.3	2.5
Importaciones	0.9	-9.9	2.0
PIB mundial (PPP)	3.4	2.8	2.4
Precio del cobre (cUS\$/libra)	400	385	370
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	94	79	78
Tipo de cambio diciembre	876	860-890	-
Inflación diciembre	12.8	4.3	3.1
Inflación promedio	11.6	7.7	3.5
TPM Dic (%)	11.25	8.0	4.0



VALTIN CONSULTING