

VALTIN CONSULTING

INFORME

# Económico Mensual

**NOVIEMBRE 2023**

**Autor: Hermann González**



VALTIN CONSULTING

Estimados Clientes y Amigos,

Las cifras del tercer trimestre muestran que EE.UU. y China aceleraron su ritmo de expansión, impulsando el crecimiento mundial. Con todo, las expectativas para los próximos trimestres apuntan a un crecimiento más moderado de la actividad económica, en parte debido a lo restrictivo de las condiciones monetarias. Asimismo, la inflación en el mundo ha seguido a la baja, lo cual está permitiendo que los Bancos Centrales den término al ciclo de alzas de tasas de interés y, en algunos casos, inicien procesos de recortes que continuarán el próximo año. En el caso de la Reserva Federal de EE.UU., el mercado no anticipa nuevas alzas y proyecta recortes de 100 puntos base en 2024. El escenario central para esta economía es uno de “*soft landing*”, pero no está exento de riesgos. China, por su parte, alcanzaría el objetivo del gobierno de crecer en torno a 5% este año. Las autoridades están implementando medidas de estímulo moderadas para lograr dicha meta. Sin embargo, la situación del mercado inmobiliario sigue siendo un factor de riesgo relevante.

En Chile, la actividad económica sigue sin señales de repunte y, en el mejor de los escenarios, el PIB no crecerá este año. Para el próximo año, en el escenario base la economía crecerá entre 1,5% y 2%, pero los riesgos externos llaman a la cautela e impiden descartar una expansión menor. La inflación ha seguido bajando y cerrará este año en torno a 4%, convergiendo a la meta de 3% a inicios de 2024. La suspensión del programa de acumulación de reservas por parte del Banco Central (BC) alivió la presión sobre el tipo de cambio y lo alineó con sus fundamentos. En este contexto, el BC debería acelerar el ritmo de recortes de tasas, llevando la TPM a un nivel menos contractivo en las próximas reuniones.

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, 20 de noviembre de 2023



VALTIN CONSULTING

## AGENDA

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





# Economía Internacional (I)

- **El crecimiento mundial se aceleró en 3T23 impulsado por el mayor dinamismo de EE.UU. y China, pero se anticipa una moderación del ritmo de expansión a partir de 4T23.** La actividad en Europa es más débil y la región se contrajo en el tercer trimestre del año.
- **La inflación ha continuado bajando alrededor del mundo, lo que, sumado al debilitamiento de la actividad, genera las condiciones necesarias para que las tasas de interés comiencen a bajar.** Los bancos centrales en el mundo están llegando al fin del proceso de contracción monetaria o han iniciado un ciclo de relajamiento.
- **El precio del petróleo retrocedió a mínimos de cuatro meses,** principalmente debido al deterioro de las expectativas de crecimiento de EE.UU. y China (Brent US\$ 80 el barril-WTI US\$ 76 el barril). El mercado estaría bien abastecido en un contexto en que se pronostica un menor dinamismo global en 2024 y en que los riesgos geopolíticos, por el momento, se perciben como menos incidentes para el mercado.
- En **EE.UU.**, el escenario central es uno en que la economía se desacelerará en los próximos meses. Una recesión no está descartada, pero forma parte de los escenarios de riesgo. Cabe destacar que previo a las últimas recesiones en este país, también se observó un aumento de las noticias que hablaban de “*soft landing*”.
- Las expectativas apuntan a que la Fed no seguirá subiendo la tasa *Fed funds* y, en cambio, se iniciará un proceso de recortes que totalizará 100 puntos base en 2024. Este escenario fue alimentado este mes por datos que mostraron que tanto la creación de empleos, como la inflación se moderaron más de lo esperado.



## Economía Internacional (II)

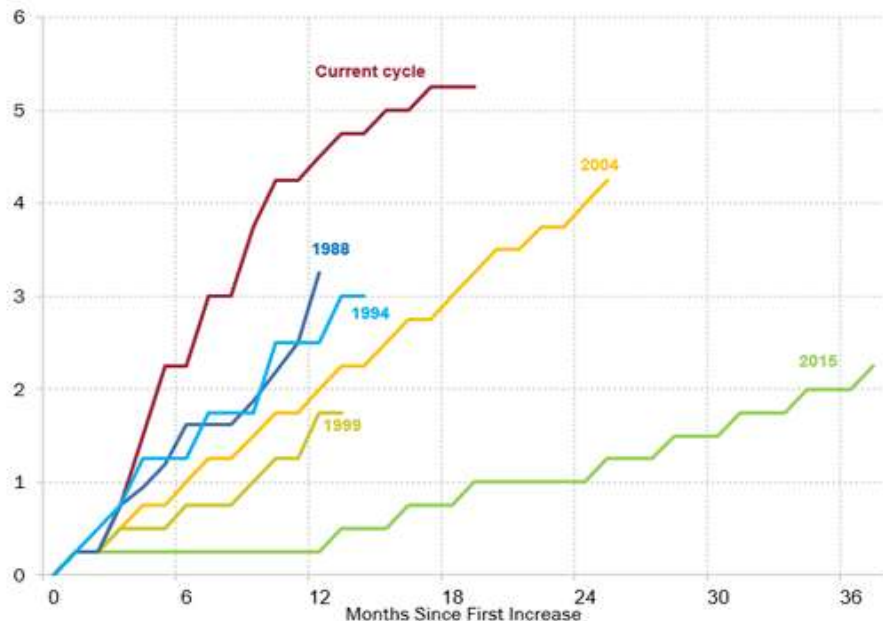
- En la **Eurozona** la economía muestra claras señales de debilidad y, en línea con ello, la inflación ha caído más rápido de lo previsto. En 3T23 el PIB se contrajo y la inflación llegó a 2,9% a/a en octubre. A su vez, diversos indicadores de corto plazo (ventas minoristas, producción industrial, encuestas de gerentes de compra) apuntan a que se estaría acentuando la caída de la actividad y la demanda.
- La tasa de interés de referencia alcanzó el nivel máximo de este ciclo y el mercado espera recortes para el segundo semestre del próximo año. Sin embargo, estos podrían anticiparse si se acentúan las tendencias económicas recientes.
- **China** muestra signos de estabilización, apoyada por las tímidas señales y medidas impulsadas por las autoridades económicas.
- **Es posible que finalmente este año el crecimiento del PIB se ubique en torno a 5% que es el objetivo de las autoridades.** Los datos de corto plazo dan cuenta de un repunte de la demanda interna, pero persisten las dificultades del sector inmobiliario (caída de precios, bajas ventas y actividad). Como hemos señalado previamente, el mayor riesgo es que un deterioro adicional de este sector impacte al sector financiero.
- **Hasta ahora, los esfuerzos del Gobierno para estimular la demanda no han tenido la masividad de estímulos previos.** El Banco Central hizo una nueva inyección de liquidez para apuntalar a la economía. Asimismo, las autoridades instruyeron a los bancos reducir las tasas de interés de los créditos hipotecarios vigentes, lo que permitiría aumentar el ingreso disponible en más de US\$ 14 mil millones anuales y el gobierno ha permitido a un número creciente de gobiernos locales emitir "bonos de refinanciación", que ayudarán a liquidar los pagos atrasados a proveedores y a sustituir la deuda más cara.

## Crecimiento del PIB t/t anualizado en economías seleccionadas

	2T23	3T23	4T23 (p)	1T24 (p)
EE.UU.	2,1	<b>4,9</b>	1,5	0,5
Eurozona	0,6	<b>-0,4</b>	0,5	0,8
Inglaterra	0,8	<b>-0,1</b>	1,0	0,8
Japón	4,8	<b>0,2</b>	0,0	0,6
China	<b>-0,8</b>	<b>6,9</b>	5,5	5,5
América Latina	1,1	<b>1,3</b>	0,0	1,9
Chile	<b>-1,2</b>	<b>1,1</b>	1,6	2,4
<b>Global</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>



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.**

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 las tasas de interés,** lo que impactará a la baja especialmente a las tasas de mercado de corto plazo. El mercado espera que este proceso se produzca durante el segundo semestre del próximo año, pero podría adelantarse si la economía se enfría más de lo previsto.



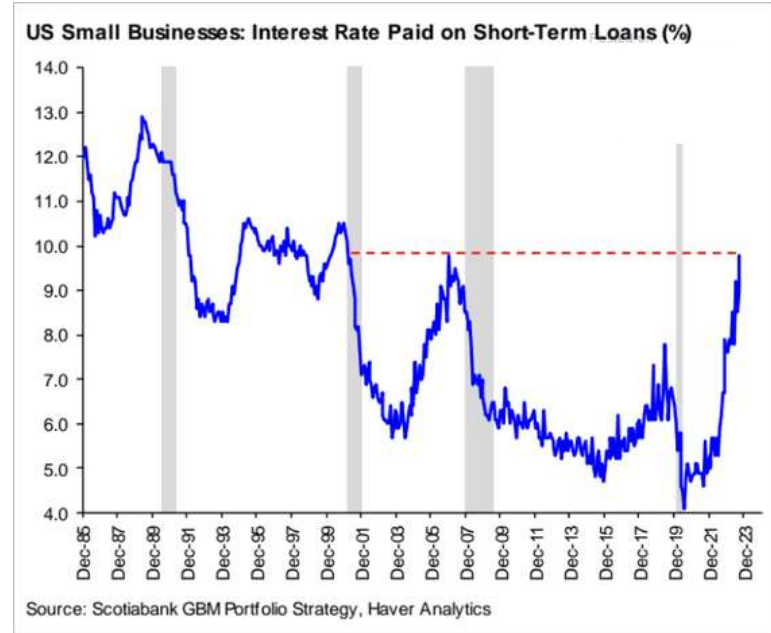
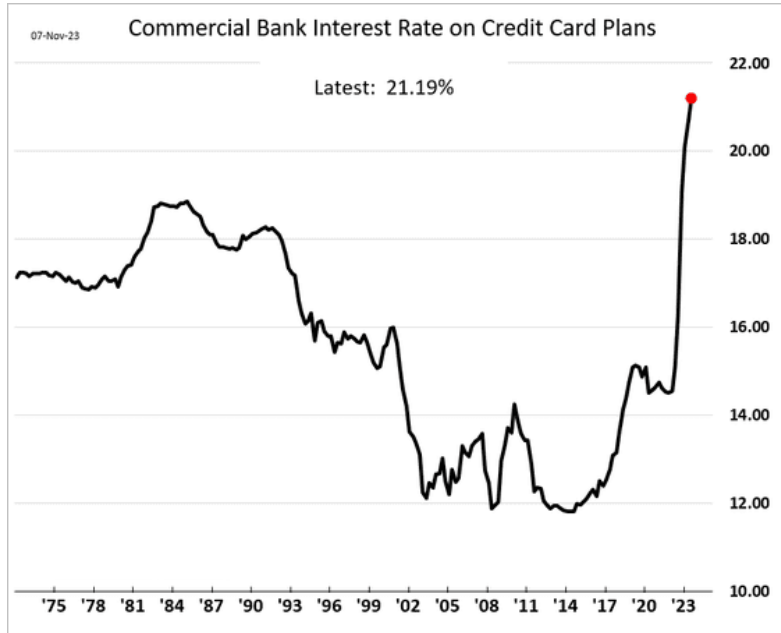
## ¿Cómo impactan las altas tasas de interés? Un canal es el mercado inmobiliario Tasas de interés soberanas de 10 años y tasas de créditos hipotecarios





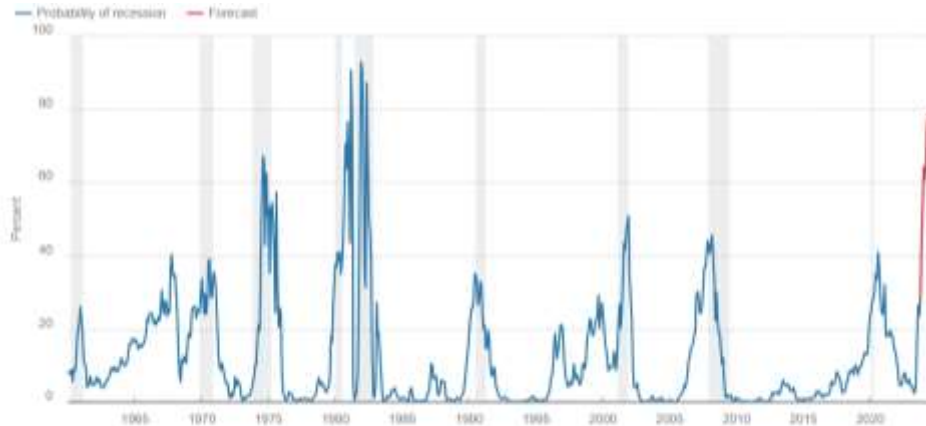


## ¿Cómo impactan las altas tasas de interés? Otro canal es el consumo privado y la inversión Tasas de interés de tarjetas de crédito y de préstamos para pequeñas empresas





## El debate sobre la posibilidad de una recesión en EE.UU. no está cerrado



Source: Federal Reserve Board, Federal Reserve Bank of Cleveland, Haver Analytics. Note: Shaded bars indicate recessions.

**La regla general es que la inversión de la curva de rendimiento (tasas cortas por encima de las de largo plazo) indica una recesión en aproximadamente un año.** Las inversiones de la curva de rendimiento han precedido a cada una de las últimas ocho recesiones (según la definición del NBER). Ha habido dos falsos positivos: a fines de 1966 y dos eventos en la segunda parte de la década de 1990.

Fuente: Fed de Cleveland y The Economist



IMAGE: THE ECONOMIST

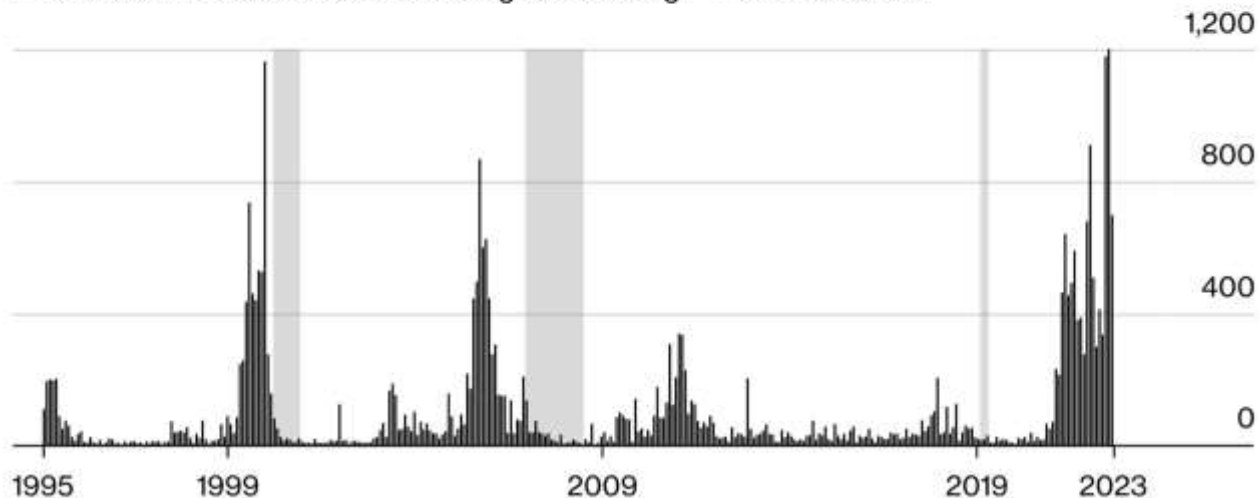
**Sahn rule:** Si la tasa de desempleo es 0,5 puntos sobre el mínimo de los últimos 12 meses, la economía estaría en recesión. Hoy ese valor es 0,33. Desarrollada por Claudia Sahn, ex economista de la Fed en 1919, la regla habría sido capaz de identificar cada recesión desde 1960 en sus primeras etapas, sin falsos positivos.

Aunque el escenario central es uno de “*soft landing*”, recesiones previas en EE.UU. fueron precedidas por una percepción similar

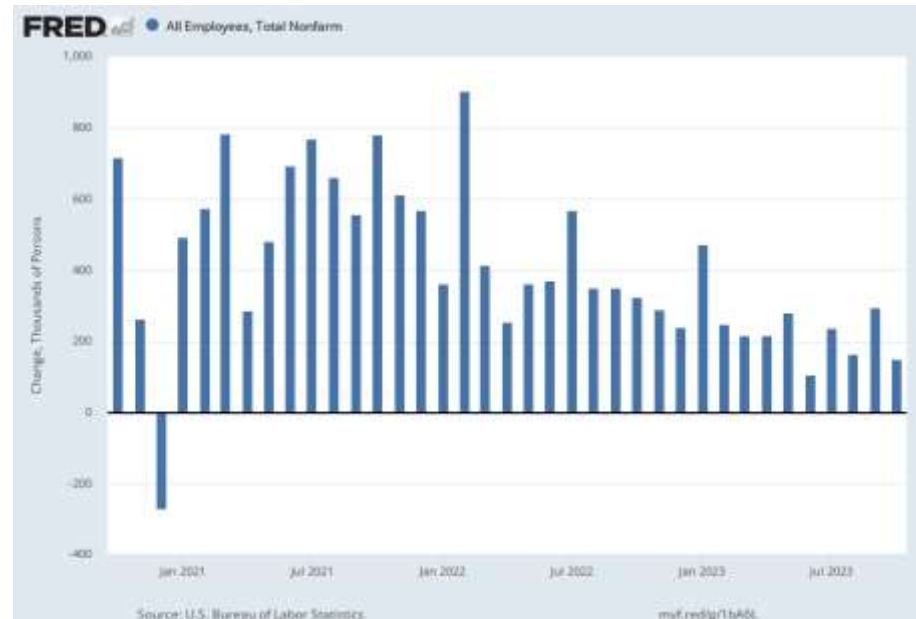
## Soft Landing Hopes and Hard Landing Realities

Optimism tends to peak before a downturn hits

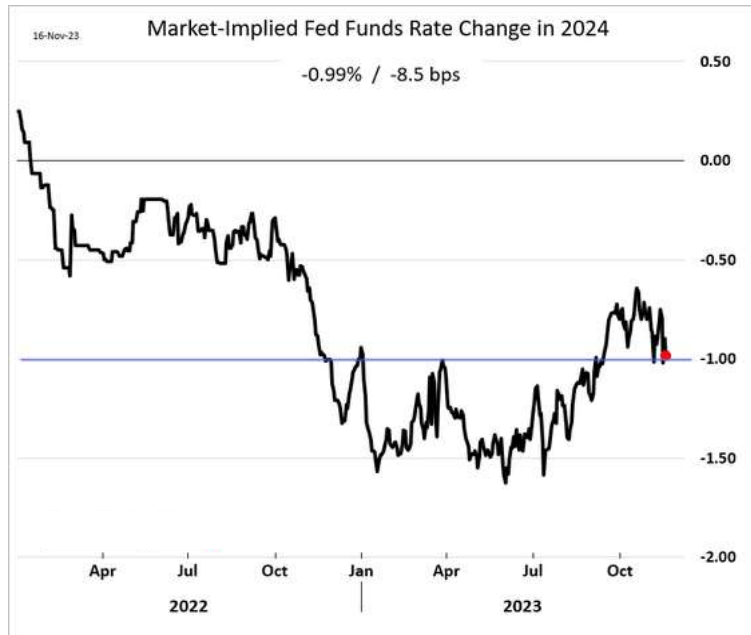
■ Number of news articles mentioning 'soft landing' ■ US recessions



Este mes la inflación y la creación de empleos se moderaron y ello redujo la presión alcista sobre las tasas de interés



Fed mantuvo la tasa en 5,25%-5,5% en línea con lo esperado. Tras las noticias de este mes, el mercado no espera nuevas alzas de la tasa de referencia en EE.UU. y anticipa recortes de 100 puntos base durante 2024



Fuente: Daily Shot.



## Fed Signals Yield Rise Reduces Need to Hike, But Door Still Open

updated 53m ago

Wall Street Sees 'Relief Rally' After Fed Decision: Markets Wrap

updated 4m ago

Key Takeaways From Fed's Decision to Leave Rates Unchanged

updated 2h ago

Gulf Central Banks Keep Interest Rates Unchanged in Tandem With Fed

2h ago

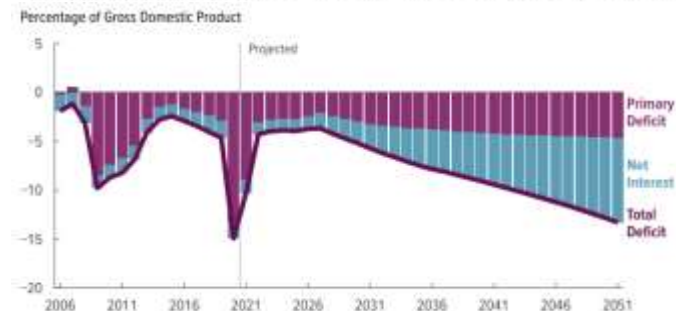
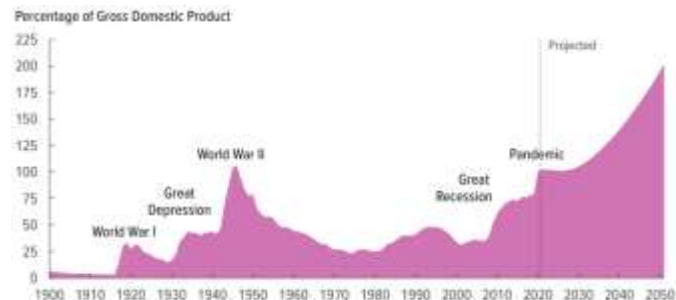
Más allá de la situación cíclica, el deterioro fiscal de EE.UU. es un factor que podría mantener la presión sobre las tasas de interés de largo plazo

## Moody's changes outlook on United States' ratings to negative, affirms Aaa ratings

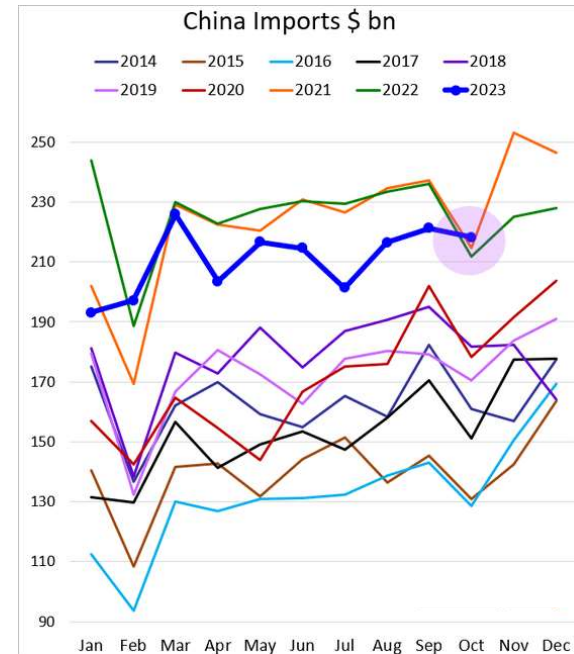
The key driver of the outlook change to negative is Moody's assessment that the downside risks to the US' fiscal strength have increased and may no longer be fully offset by the sovereign's unique credit strengths. In the context of higher interest rates, without effective fiscal policy measures to reduce government spending or increase revenues, Moody's expects that the US' fiscal deficits will remain very large, significantly weakening debt affordability. Continued political polarization within US Congress raises the risk that successive governments will not be able to reach consensus on a fiscal plan to slow the decline in debt affordability.

Fuente: CBO.

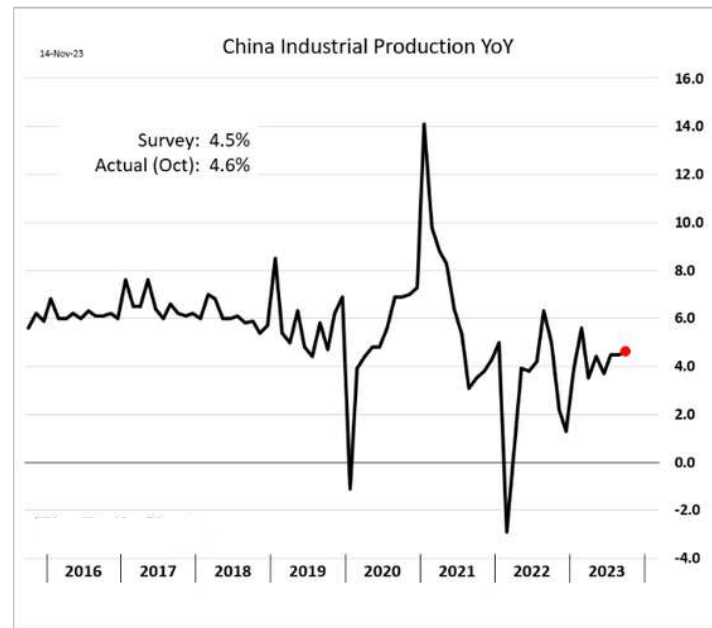
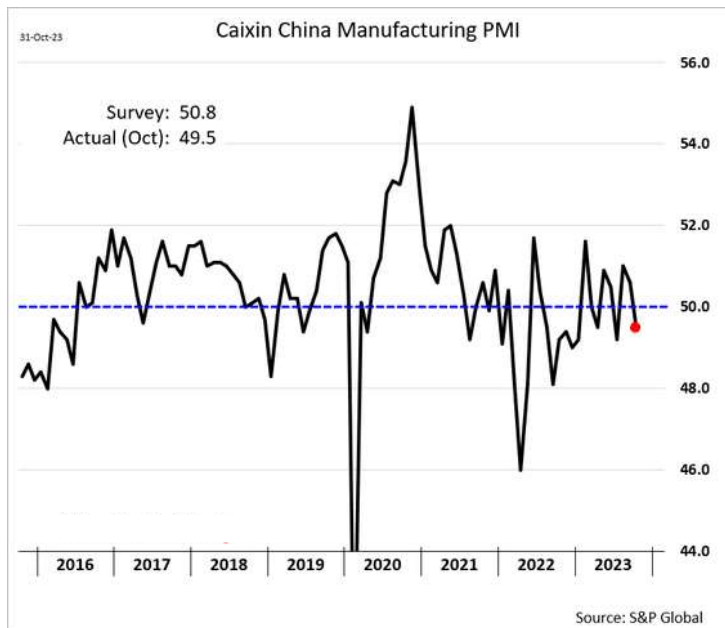
## EE.UU.: Deuda pública y déficit fiscal (% del PIB)



## China: la economía se estabiliza y se ve factible alcanzar el objetivo de crecimiento de 5% este año. Ventas minoristas e importaciones repuntan

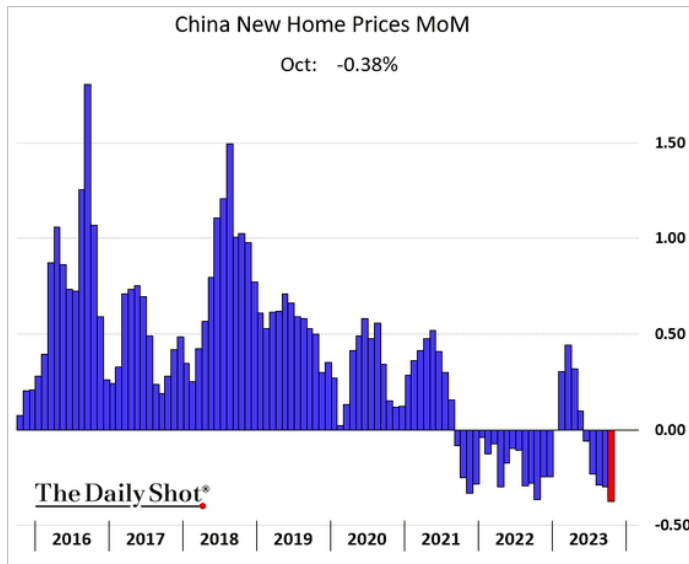


## China: actividad manufacturera se mantiene débil. La percepción empresarial es negativa y el crecimiento de la producción es moderado





## China: precios de las viviendas acentúan su caída y las ventas de vivienda se mantienen bajas

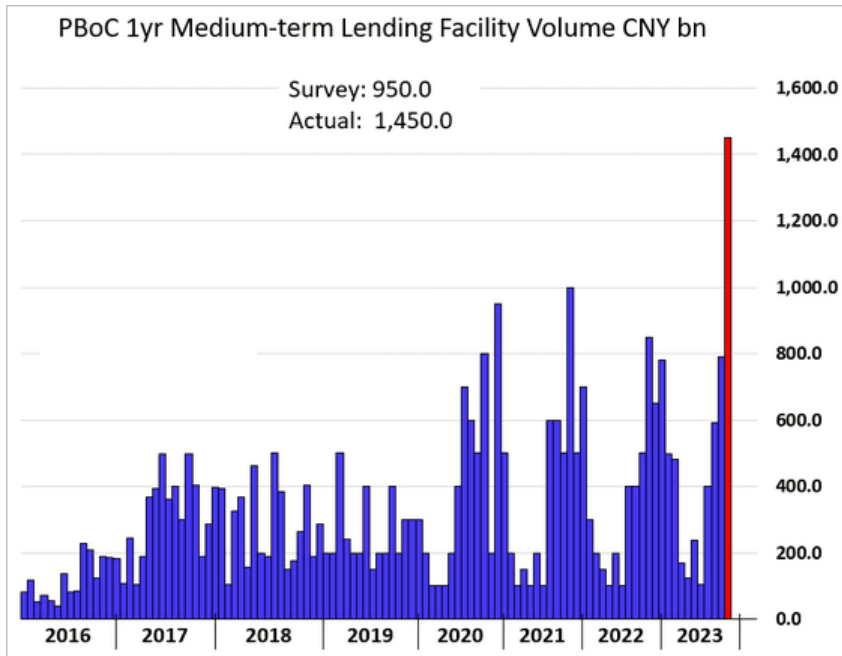


Fuente: Daily Shot, The Economist.

- La superficie residencial vendida en septiembre fue 21% inferior a la del año pasado.
- Los edificios terminados representaron casi una cuarta parte de las ventas en septiembre, frente a menos de 13% en 2021.



## China: las autoridades han estado implementando algunas medidas de estímulo



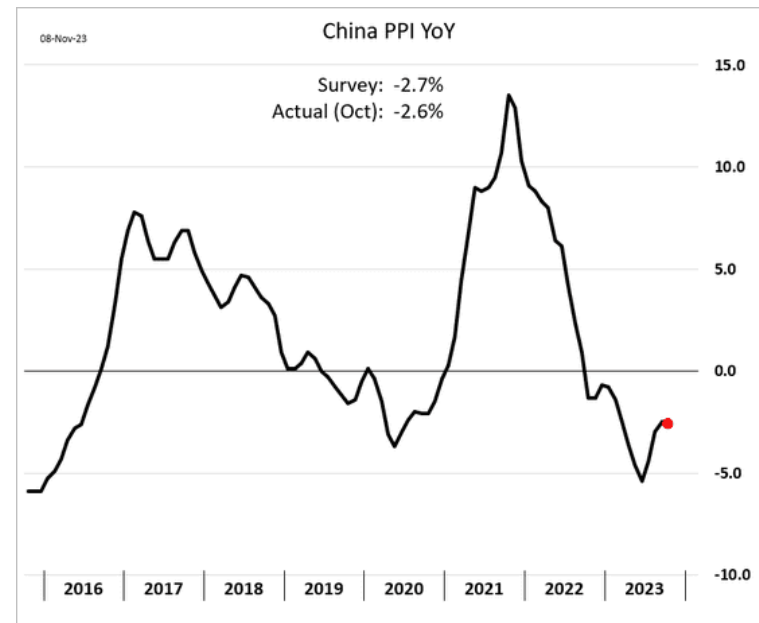
El Banco Central hizo una nueva inyección de liquidez para apuntalar a la economía y cumplir con el objetivo de crecer en torno a 5% este año.

Las autoridades instruyeron a los bancos reducir las tasas de interés de los créditos hipotecarios vigentes, en consonancia con las menores tasas de mercado. Esto permitiría aumentar el ingreso disponible en más de US\$ 14 mil millones anuales.

El gobierno ha permitido a un número creciente de gobiernos locales emitir "bonos de refinanciación", que ayudarán a liquidar los pagos atrasados a proveedores y a sustituir la deuda más cara.

**Hasta ahora, los esfuerzos del Gobierno para estimular la demanda han sido moderados, no con la masividad de estímulos previos.**

China: la deflación es otro indicador de la debilidad de la economía, pero también es consecuencia de una acelerada caída de precios de alimentos





VALTIN CONSULTING

## AGENDA

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





## Economía Chilena (I)

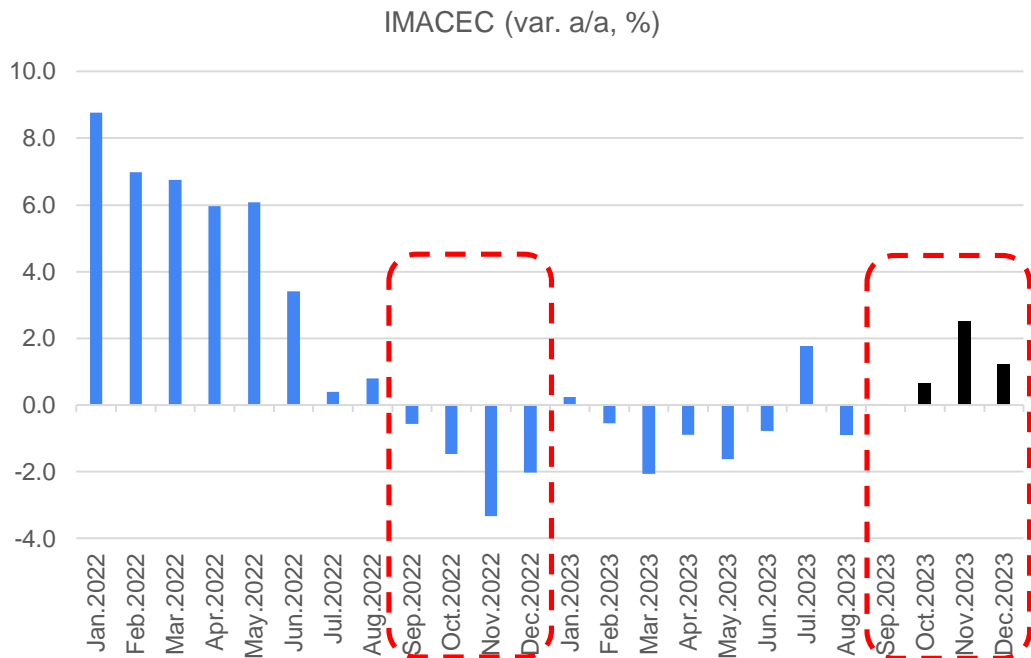
- **La actividad económica sigue sin señales de repunte y, en el mejor de los escenarios, el PIB no crecerá este año.** El IMACEC de septiembre fue menos negativo de lo esperado, pero muy influido por un repunte del sector minero, cuya persistencia no es fácil extrapolar. Con todo, **proyectamos cifras positivas para el último trimestre del año debido a la existencia de bases de comparación menos exigentes.**
- **Para 2024** la dispersión de las proyecciones de crecimiento es elevada debido a la alta incertidumbre existente. Si bien **en el escenario base la economía crecería entre 1,5% y 2%**, los riesgos principalmente externos, obligan a ser cautos y a no descartar un crecimiento menor.
- **Diversos indicadores del mercado laboral muestran que la economía no está creando empleos y, por el contrario, los despidos han aumentado.** Esta situación es coherente con la evolución de la actividad económica y sólo se revertirá en la medida que el crecimiento del PIB repunte.
- **La inflación se ubicó bajo lo esperado en octubre cuando el IPC subió 0,4% m/m y terminará el año en torno a 4%.** Tras el registro de octubre, las expectativas del mercado se han corregido a la baja y se espera que la inflación cierre el año por debajo del 4,3% pronosticado por el Banco Central en septiembre. Pero más importante aún es que la inflación sin volátiles sigue dando señales de un freno de mayor proporción. En los últimos cinco meses registra una variación mensual promedio inferior a 0,1%.
- **El Banco Central volvió a sorprender al mercado en la reunión de octubre, cuando redujo la TPM en 50 pb a 9% y suspendió el programa de acumulación de reservas internacionales.** Si bien esta decisión generó un alivio sobre el tipo de cambio, también dejó a la TPM en un nivel que sigue siendo fuertemente contractivo y postergó su normalización hacia niveles neutrales.



## Economía Chilena (II)

- **Para la reunión de política monetaria de diciembre el mercado y los analistas están divididos entre un recorte de 50 pb y uno de 75 pb.** Considerando la evolución reciente de la inflación y el tipo de cambio, vemos como más probable que el próximo recorte sea de 75 pb, con lo que el año cerraría con una TPM de 8,25%. Este nivel, de todas maneras, se ubica por sobre el rango estimado por el Banco Central en el IPoM de septiembre, cuando proyectó que la TPM cerraría el año entre 7,75% y 8%.
- **La inflación seguirá bajando a inicios del próximo año, lo que permitirá que el Banco Central continúe con el proceso de reducción de tasas de interés.** La materialización de un escenario de riesgo –como una crisis externa– aceleraría y acentuaría la magnitud de los recortes.
- **Las tasas de los créditos de consumo han comenzado a reflejar sólo de forma incipiente el menor costo de fondeo de los bancos.** Las tasas de los créditos comerciales siguen a la baja a la par con la TPM, mientras que los créditos hipotecarios alcanzaron en octubre su mayor nivel desde 2009, impactadas principalmente por el aumento de las tasas externas. Este último movimiento se ha revertido en las últimas semanas, de manera que también debería traducirse en un descenso de las tasas hipotecarias.
- **La volatilidad del peso ha sido inusualmente alta desde fines de 2019 y en lo reciente se sigue observando este fenómeno que debe ser tomado en consideración por las empresas al momento de tomar sus decisiones.** Factores como la incertidumbre política y económica interna, los riesgos externos y la evolución de la política monetaria en Chile y en EE.UU. están afectando la dinámica de la paridad incluso con más fuerza que a otras monedas de la región, lo que dificulta la elaboración de proyecciones y obliga a un seguimiento más cercano y detallado.

## IMACEC de septiembre registró una variación interanual de 0%. Próximos registros serían positivos



**IMACEC de septiembre se ubicó sobre lo esperado.** El dato estuvo impulsado por minería que creció 6,3% a/a. **El IMACEC no minero se contrajo 1,2% a/a.** Comercio, industria y servicios siguen cayendo respecto del año pasado.

La economía sigue muy débil, aunque por bases de comparación, el cierre del año debería ser positivo.

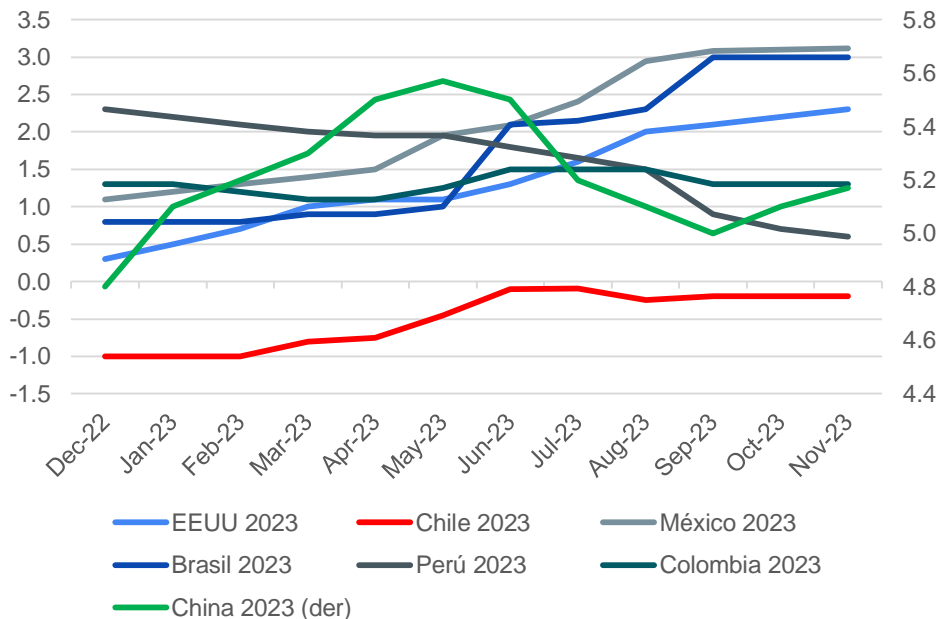


Ministro Marcel por IMACEC de septiembre: “Ratifica que la economía chilena va en un camino de reactivación y es un camino al que le queda todavía bastante recorrido por delante. El cuarto trimestre de este año tiene que ser un paso importante en esta dirección”

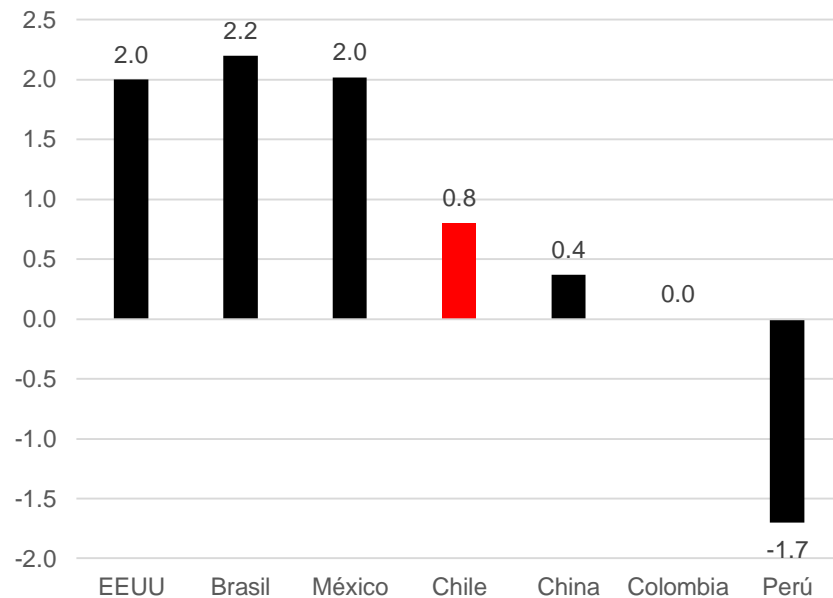
3:02 p. m. · 2 nov. 2023 · 1.253 Reproducciones

## Las proyecciones de crecimiento de Chile mejoraron este año, pero lo hicieron menos que para otros países

Proyecciones de crecimiento 2023



Cambio en las proyecciones de crecimiento 2023

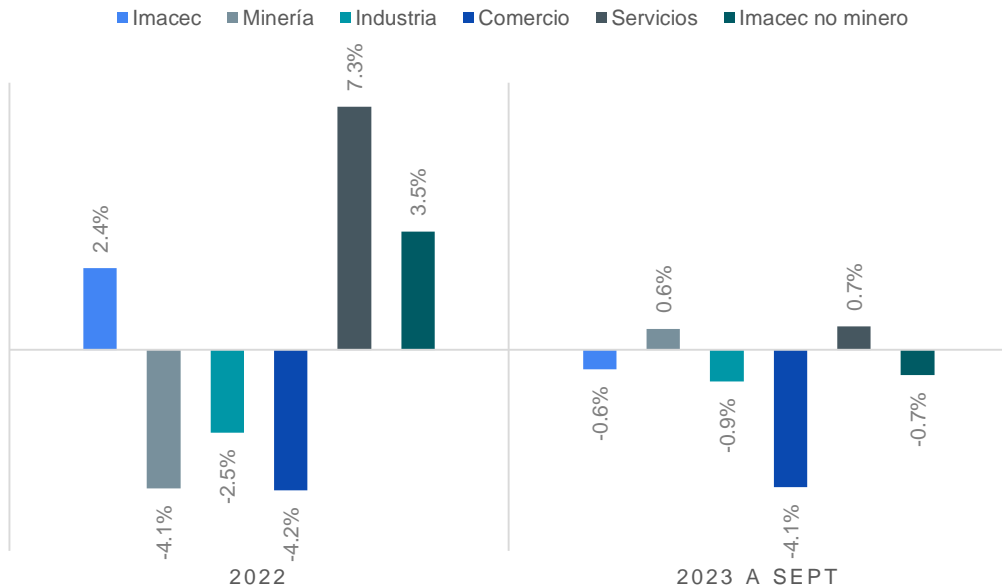


Fuente: Bloomberg.



## No hay sectores que destaquen en el desempeño económico de este año

### CRECIMIENTO DE SECTORES ECONÓMICOS

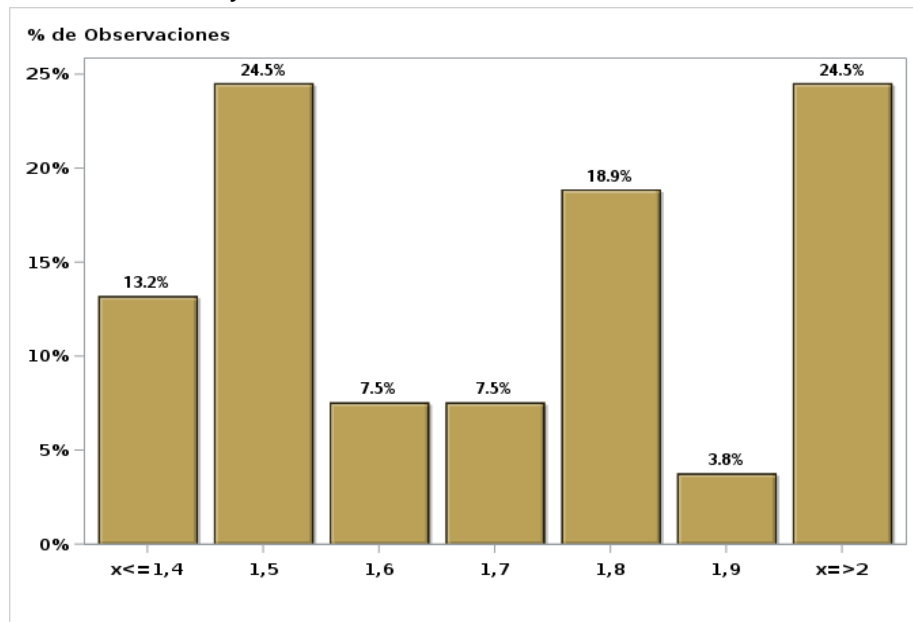


**En 2022, la recuperación del sector servicios permitió que la economía creciera. La minería, la industria y el comercio se contrajeron.**

**En 2023 el comercio repite la caída del año anterior, la industria vuelve a caer y tanto la minería, como los servicios crecen de forma muy débil.**

En 2024 la economía crecería entre 1,5% y 2,0% -en el escenario base-

Proyección de crecimiento del PIB 2024



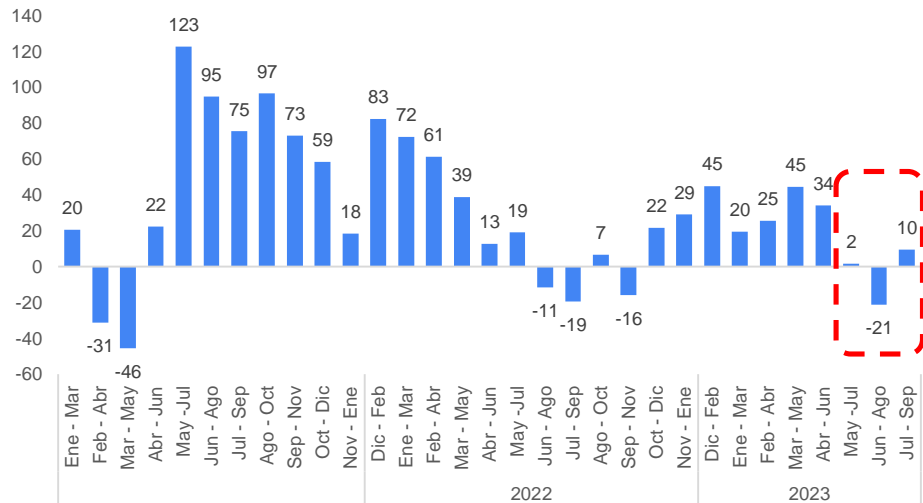
**Aunque la mediana de la EEE es 1,7%**, la dispersión es muy grande, reflejo de la alta incertidumbre que existe un año antes.

**38% de los encuestados anticipa un crecimiento de 1,5% o menos**; 19% se alinea con el punto medio del Banco Central de 1,75%, pero también un 25% piensa que la economía puede crecer 2% o más.

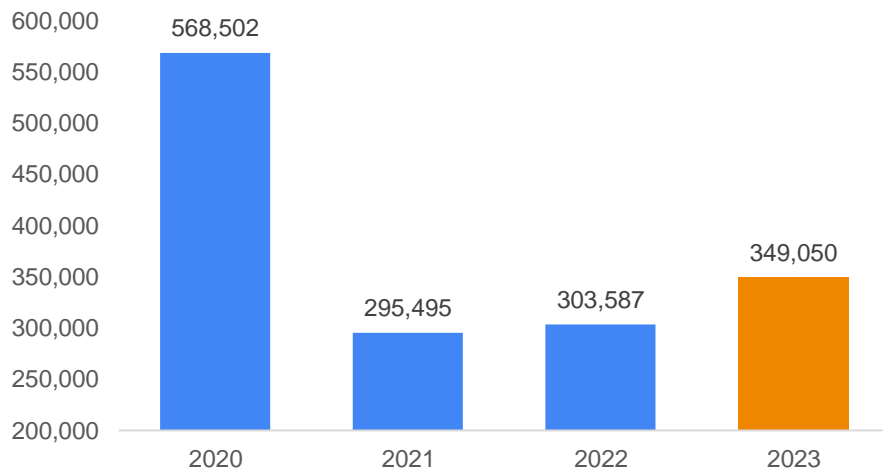
Cabe recordar que este es el escenario base. Pero como hemos señalado en informes previos, **los riesgos de un escenario adverso (especialmente internacional) son elevados.**

## La economía no crea empleos y despidos por necesidades de la empresa aumentan 15% en el año

Creación de empleos ajustada estacionalmente  
(miles de personas)

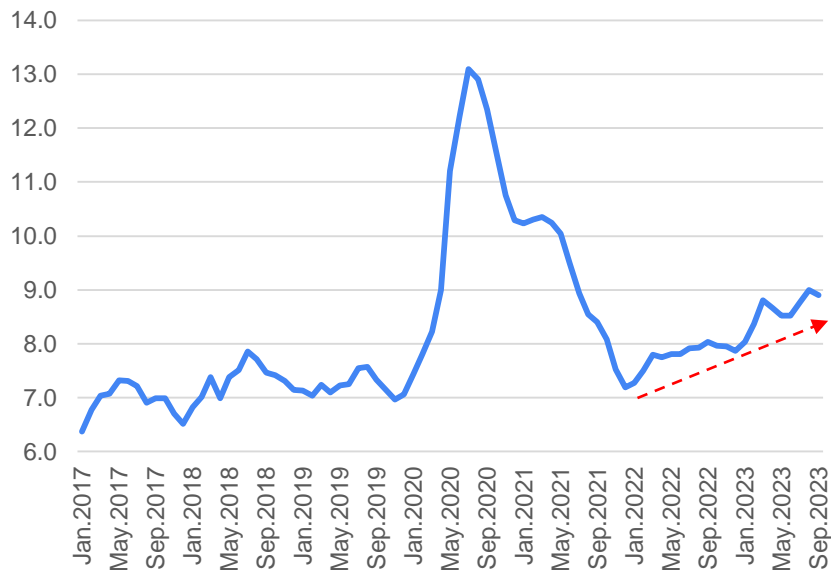


Despidos por “necesidades de la empresa”  
(enero-agosto de cada año)

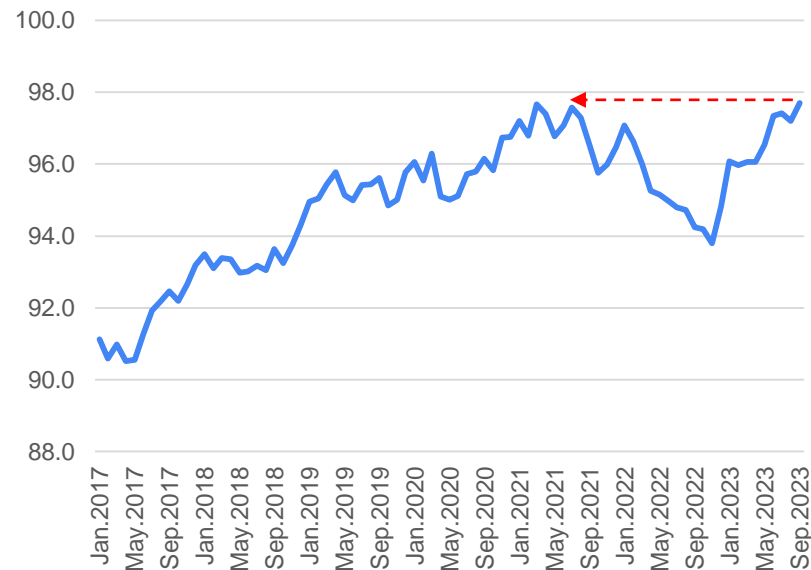


La tasa de desocupación baja levemente a 8,9% (883 mil personas) y los salarios reales se recuperan, pero sólo alcanzan el nivel que tenían a mediados de 2021

Tasa de desocupación (%)

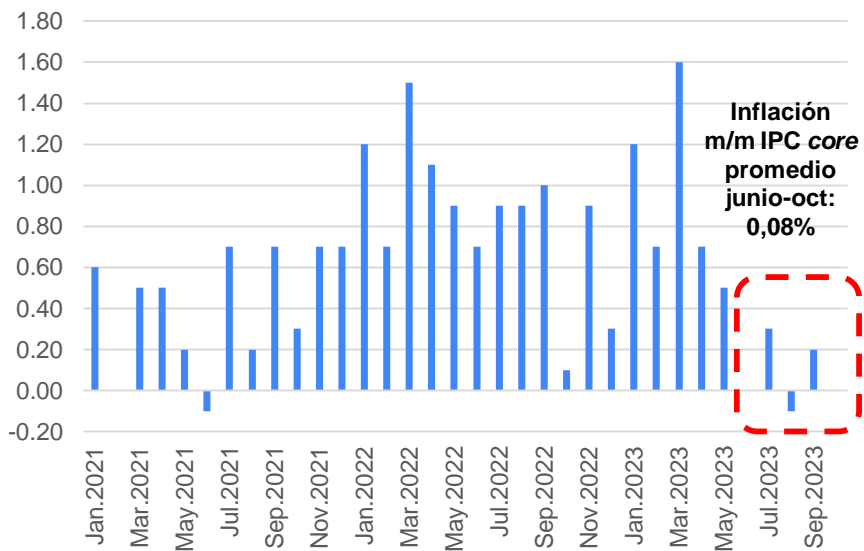


Índice real de remuneraciones

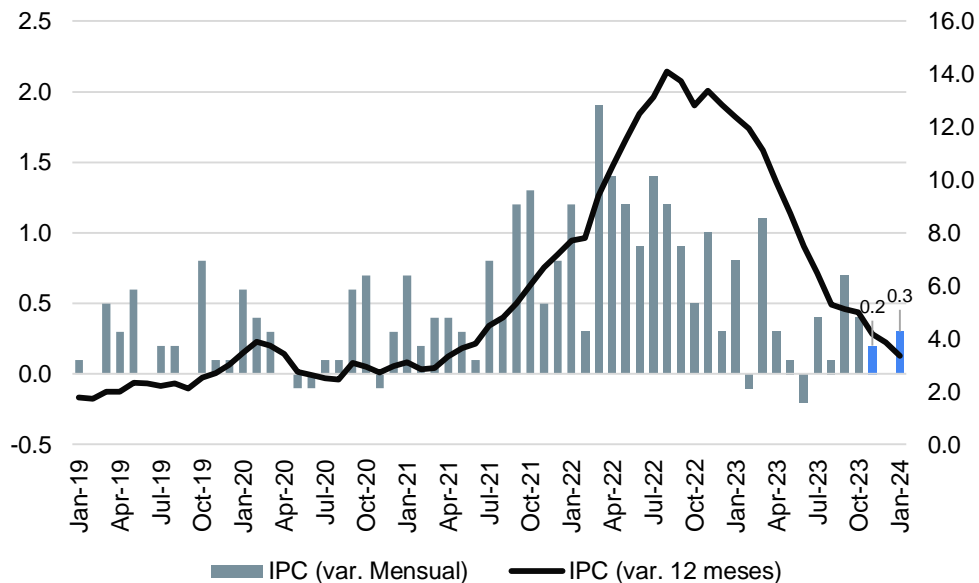


## Inflación de octubre se ubicó bajo lo esperado y cerraría el año en torno a 4%

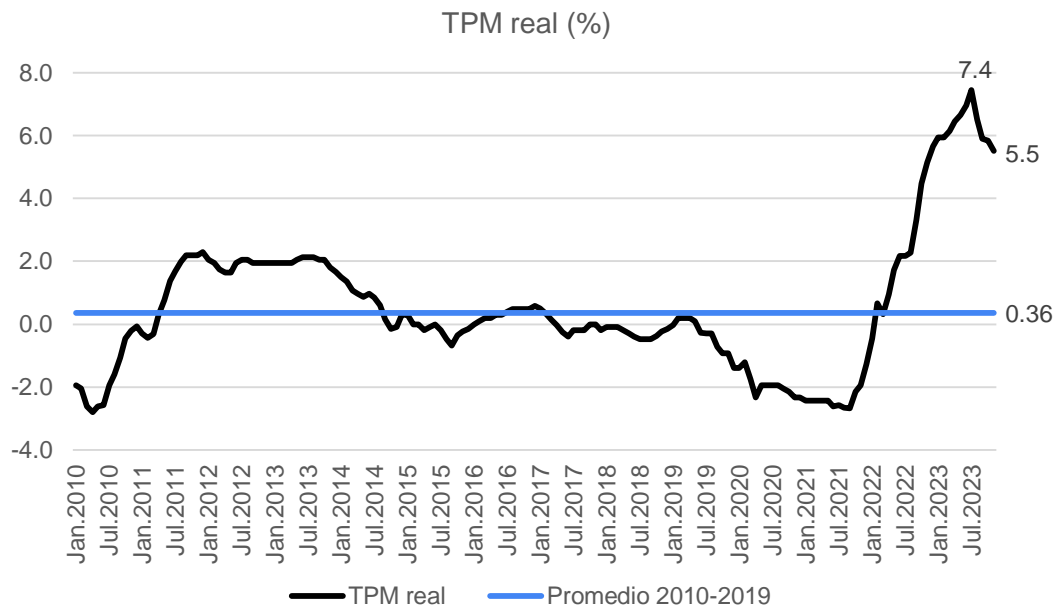
IPC sin volátiles var m/m



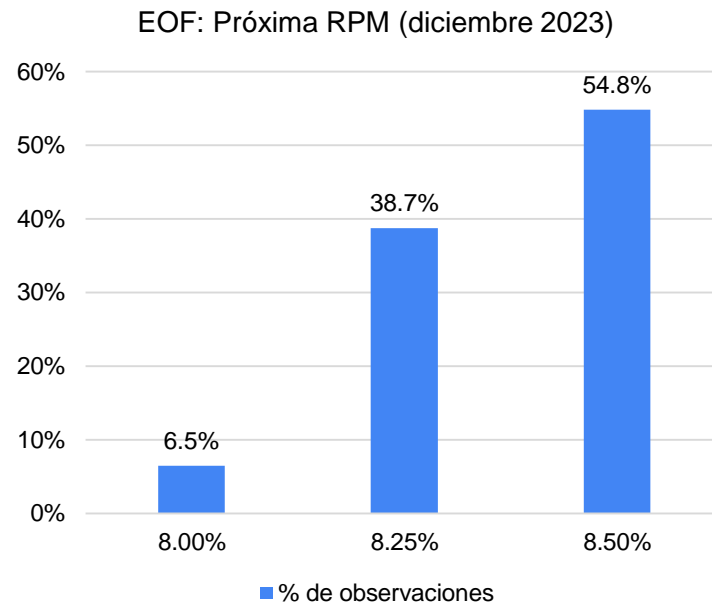
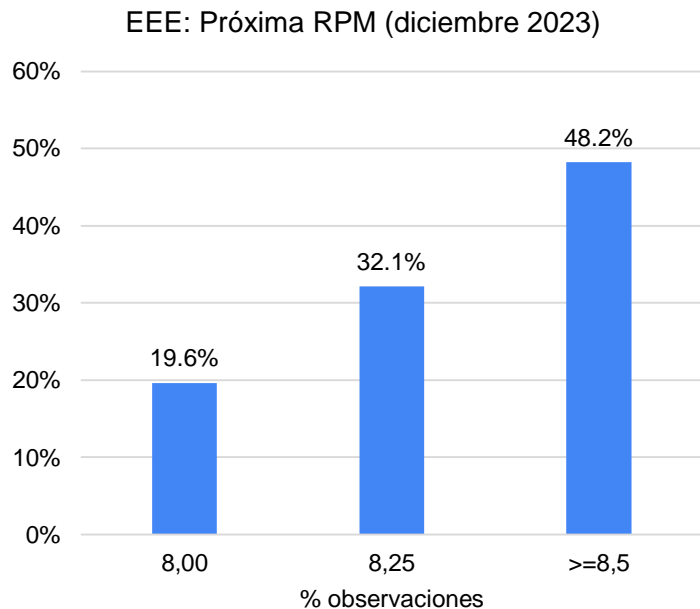
Inflación mensual e interanual (%)



## En términos reales, la TPM sigue en niveles fuertemente contractivos

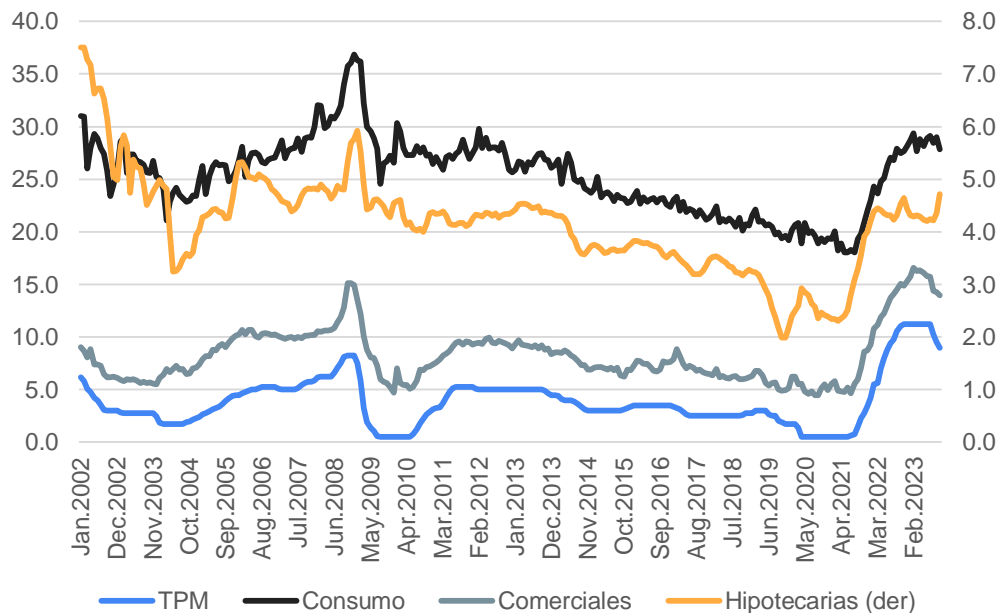


El mercado y los analistas esperan un recorte de entre 50 y 75 puntos base en la reunión de diciembre. Nos inclinamos por la opción de 75 pb, con lo que la TPM cerraría el año en 8,25%



## Tasas hipotecarias alcanzan máximo desde marzo de 2009

TPM y tasas de interés de colocaciones

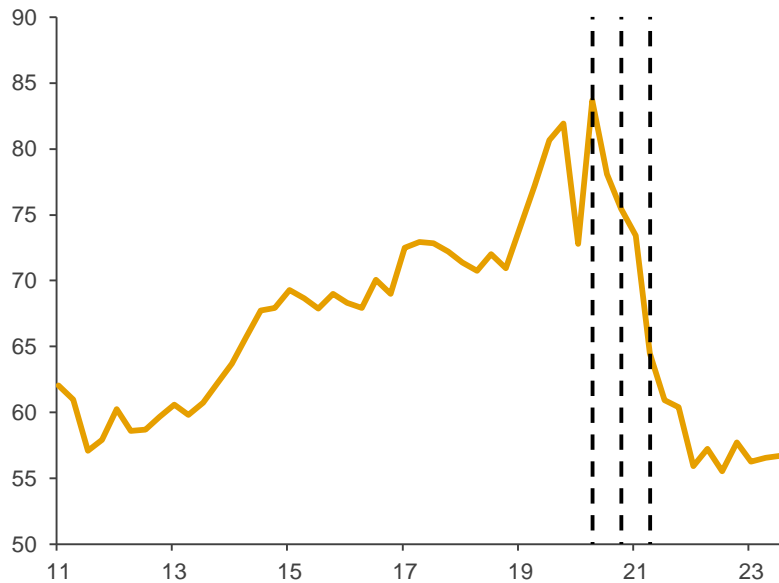


Las tasas de interés de los créditos de consumo reflejan de forma muy incipiente los recortes de la TPM, mientras las tasas de los créditos comerciales siguen bajando como lo han hecho desde el inicio del proceso de normalización monetaria.

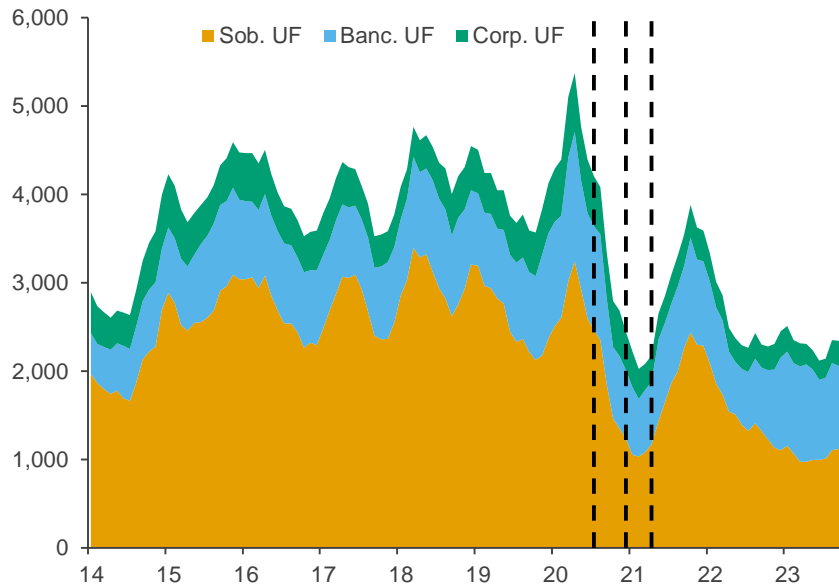


## El impacto de los retiros de fondos previsionales en el mercado de renta fija ha sido muy relevante

Activos de los fondos de pensiones (% del PIB)

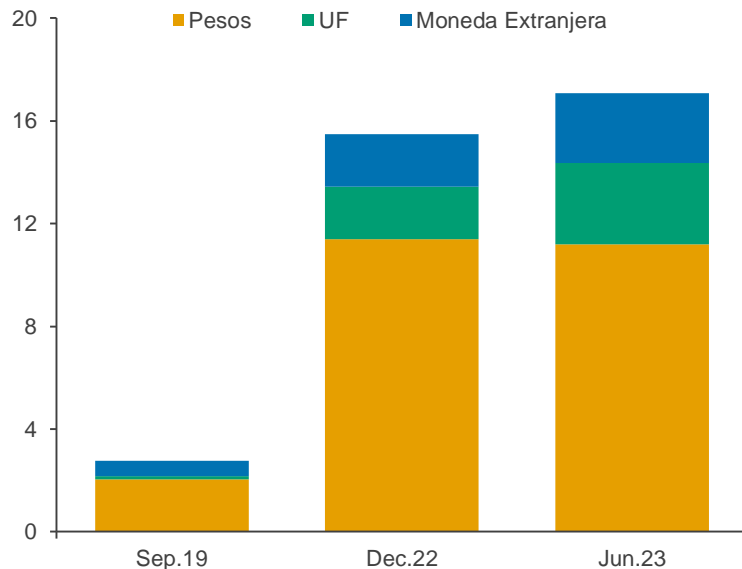


Montos transados en renta fija en UF (millones de UF)

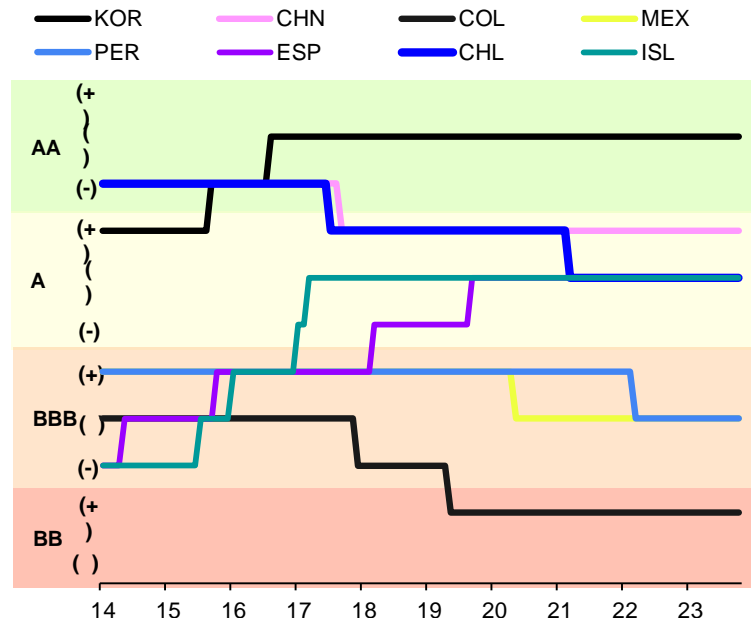


## El costo de refinanciar la deuda pública se ha multiplicado por 6 desde 2019

Costo de refinanciamiento de deuda en los próximos 10 años (miles de millones de US\$)

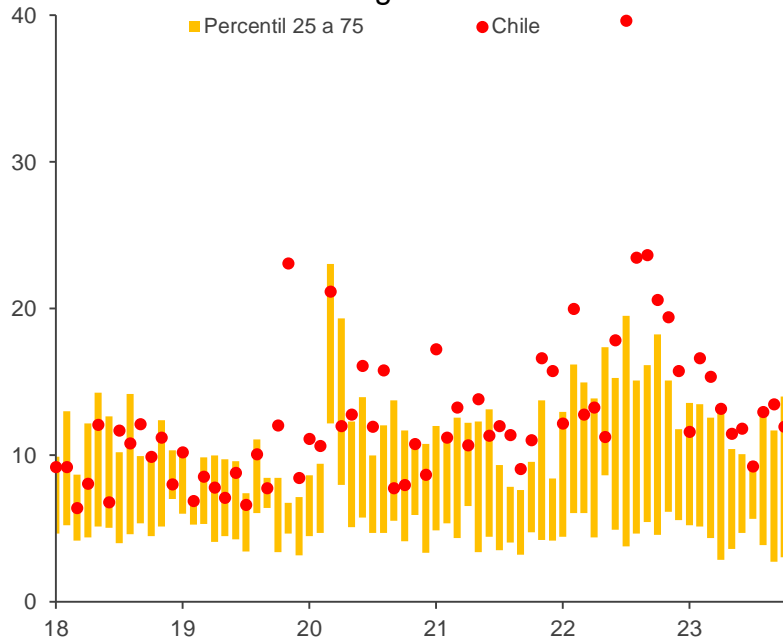


Clasificación de riesgo S&P



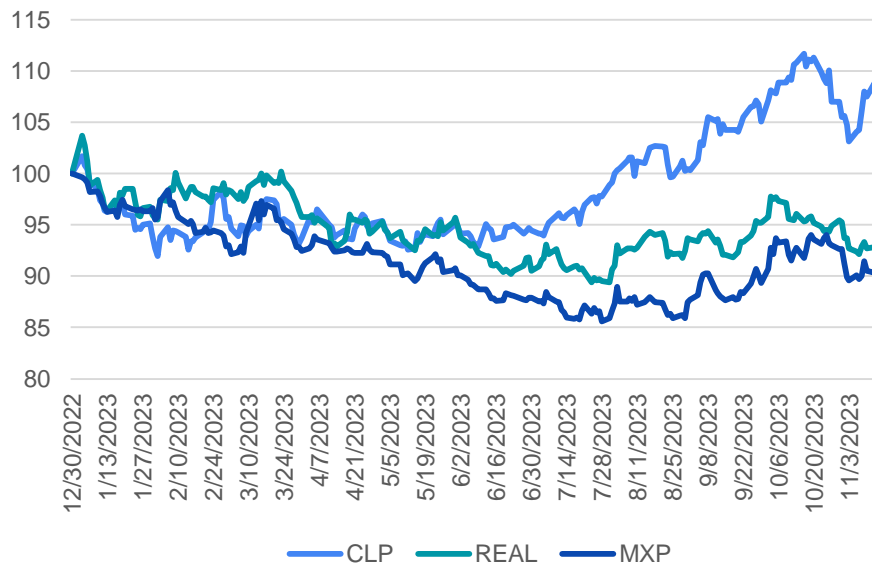
## La volatilidad del peso ha sido mayor a la de otros países emergentes desde 2019

Volatilidad del peso frente a otras monedas emergentes



Fuente: Informe de Estabilidad Financiera, BCCH.

índice de paridades: 31/12/2022 = 100



# Proyecciones Escenario Base 2023-2024

Principales ajustes de este mes: menor crecimiento y tasas de interés más altas en el horizonte de proyección

Var. a/a, %	2022	2023	2024
PIB	2.4	0.0	1.5-2.0
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	3.0	2.6
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	4.0	3.1
Inflación Promedio	11.6	7.6	3.5
TPM Dic (%)	11.25	8.25	4.5



VALTIN CONSULTING