



VALTIN CONSULTING

INFORME

Económico Mensual

DICIEMBRE 2023

Autor: Hermann González



VALTIN CONSULTING

Estimados clientes y amigos

Este año la economía mundial evolucionó mejor de lo previsto, pero al cierre se observan importantes fuentes de fragilidad. El crecimiento de EE.UU. pierde fuerza, la Eurozona podría estar en recesión y China no logra sacar a su sector inmobiliario de la crisis por la que atraviesa. La inflación ha continuado a la baja en la mayor parte del mundo lo que ha contribuido a cambiar la visión de la política monetaria en el curso de 2024 y ha permitido el descenso de las tasas de interés. El próximo año veremos un proceso sincronizado de recortes de tasas de interés de política monetaria, pero también una economía mundial menos dinámica y con riesgos negativos importantes en los ámbitos político y económico que debemos estar monitoreando.

En Chile, las cifras conocidas este mes confirman que el año cerrará con un crecimiento en torno a 0%. El escenario base considera que una política monetaria menos restrictiva y una menor incertidumbre política permitirán que el próximo año la economía crezca en torno a 1,5%. Pese a la sorpresa alcista de la inflación de noviembre, esperamos que esta siga retrocediendo en los próximos meses y converja hacia 3% durante 2024, lo que permitirá que las tasas de interés continúen a la baja. Proyectamos que en el escenario base el tipo de cambio fluctuará entre \$840 y \$870 en 2024, pero en este informe presentamos escenarios de riesgo en que la paridad podría ubicarse marcadamente fuera de este rango.

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, 18 de diciembre de 2023



VALTIN CONSULTING

AGENDA

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





Economía internacional (I)

- **La inflación ha continuado a la baja en la mayor parte del mundo.** De esta forma, la persistencia inflacionaria que fue uno de los riesgos más importantes de los últimos años, pierde fuerza y contribuye a cambiar la visión de la política monetaria en el curso de 2024. La significativa caída del precio del petróleo contribuye a reforzar el descenso de la inflación y de las expectativas inflacionarias.
- **La economía de EE.UU. se desaceleró en 4T23, pero no enfrentaría una recesión en los próximos trimestres según la visión de consenso.** Destaca la fortaleza del mercado laboral y del sector servicios, mientras que el sector manufacturero muestra señales de mayor debilidad. Con todo, un hecho que no debe ignorarse es que la mayoría de los procesos de contracción monetaria en este país han terminado en recesión y esta vez las alzas de tasas fueron rápidas y de gran magnitud.
- **El descenso de la inflación en EE.UU. permitió que la Reserva Federal hiciera una comunicación *dovish* tras la última reunión en que mantuvo la tasa *Fed funds*.** Si bien proyectó recortes de 75 pb, el mercado piensa que los recortes podrían ser de 150 pb, con el primero de ellos tan pronto como en marzo. Es muy probable que esta sea una sobrereacción.
- **Las tasas de interés de largo plazo en dólares han bajado con fuerza durante los últimos dos meses.** El bono del Tesoro a 10 años que llegó a 5% a mediados de octubre, al cierre de este informe se ubica en 3,9%
- **La Eurozona se enfría más rápido de lo previsto, lo que se refleja en un descenso rápido de la inflación y en un débil crecimiento económico.** Tras la contracción experimentada en 3T23, la probabilidad de una recesión técnica en la región es alta. En línea, el mercado apuesta por recortes más acelerados de tasas.



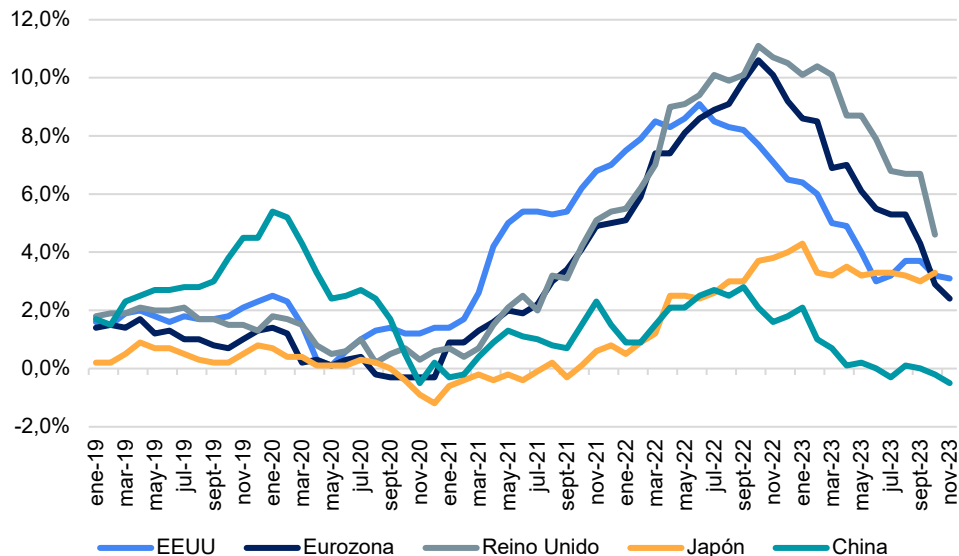
Economía internacional (II)

- **China muestra indicadores mixtos, pero que no impiden que este año alcance el objetivo de crecer en torno a 5%.** Las encuestas de gerentes de compra (PMI) de noviembre muestran que el sector manufacturero se contrae, mientras que el sector servicios se ha desacelerado de forma importante; la producción industrial y las ventas minoristas han repuntado, pero el sector inmobiliario no da señales de recuperación, lo mismo que la bolsa, pese a las significativas inyecciones de liquidez.
- Asimismo, la deflación se ha acentuado en el margen, lo que además de reflejar la baja de los precios de las materias primas, refleja la debilidad de la economía. Históricamente, los episodios de deflación en China se han dado en contextos de recesión global.
- **En el escenario base, el mundo crecerá 2,6% en 2024, algo menos que el 3,1% con el que cerraría este año. Sin embargo, este escenario no está exento de riesgos.** Las mayores fuentes de incertidumbre a nuestro juicio son las siguientes:
 1. Impacto rezagado del estrechamiento de las condiciones financieras ocurridas hasta ahora.
 2. Intensificación de tensiones geopolíticas, en especial en un contexto en que más de la mitad del mundo tendrá elecciones de algún tipo.
 3. Riesgo de recesión y elecciones en EE.UU.
 4. Ajuste mayor en China empujado por deterioro inmobiliario/financiero.
 5. Resurgimiento de presiones inflacionarias.



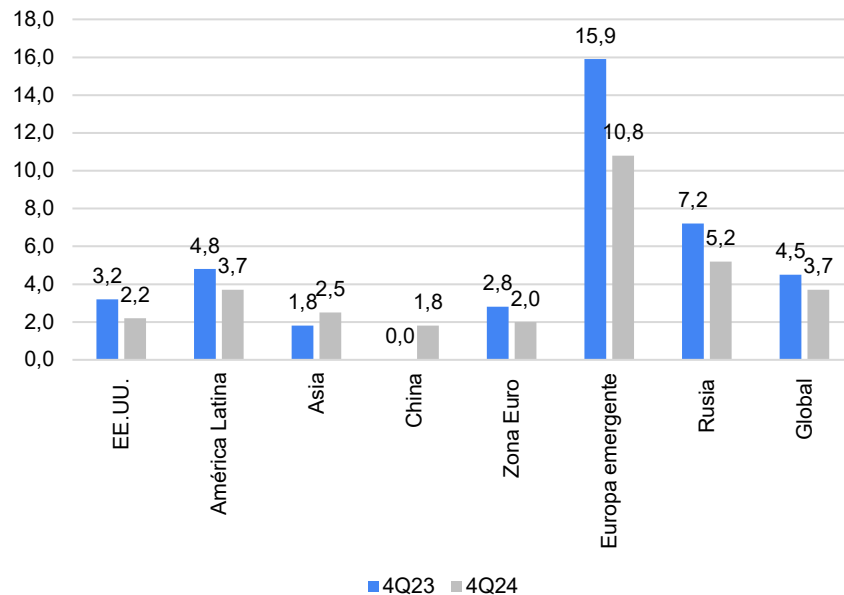
La inflación, que fue el gran problema de los últimos años, va en claro retroceso en el mundo

Inflación en grandes economías (var. a/a, %)



Fuente: Investing y JP Morgan.

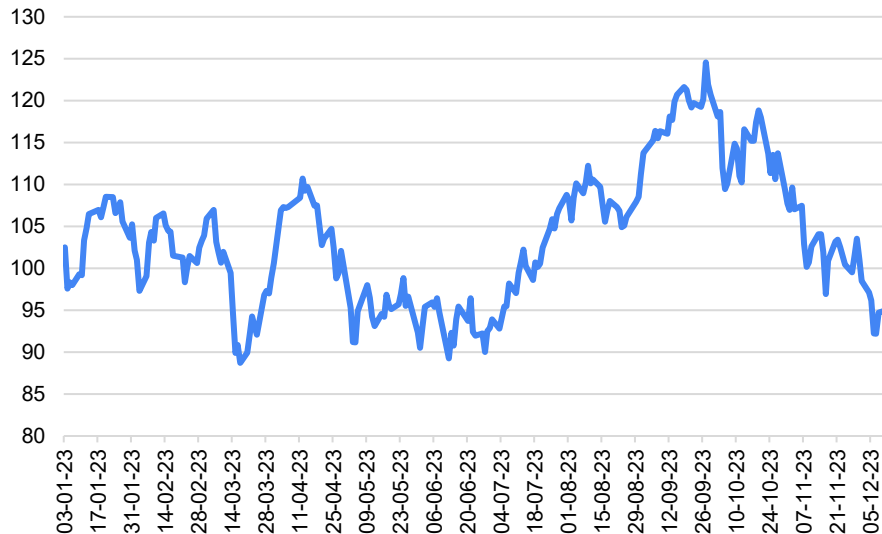
Proyecciones de inflación (var. % anual IPC)



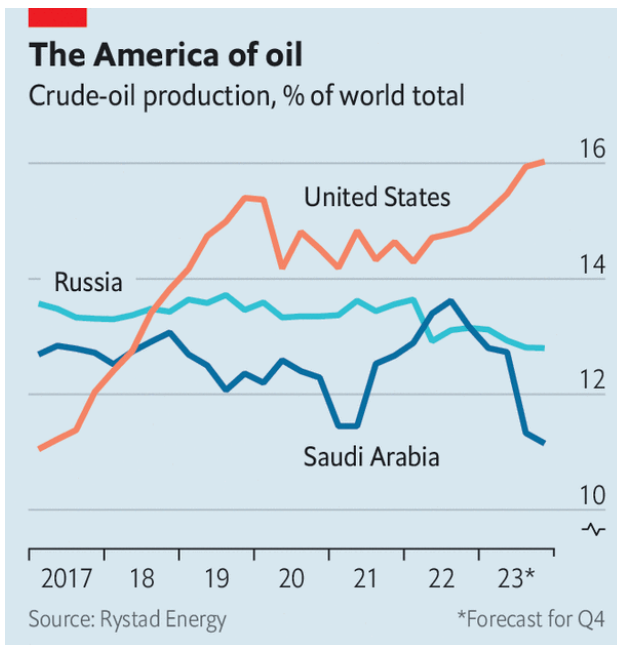


Fuerte caída del precio del petróleo desde octubre contribuye a las menores presiones inflacionarias. Pese a esfuerzos de la OPEP, menor demanda y aumento de la producción de EE.UU. y Canadá inciden en esta baja

Precio del petróleo en 2023 (índice 31/12/2021 = 100)

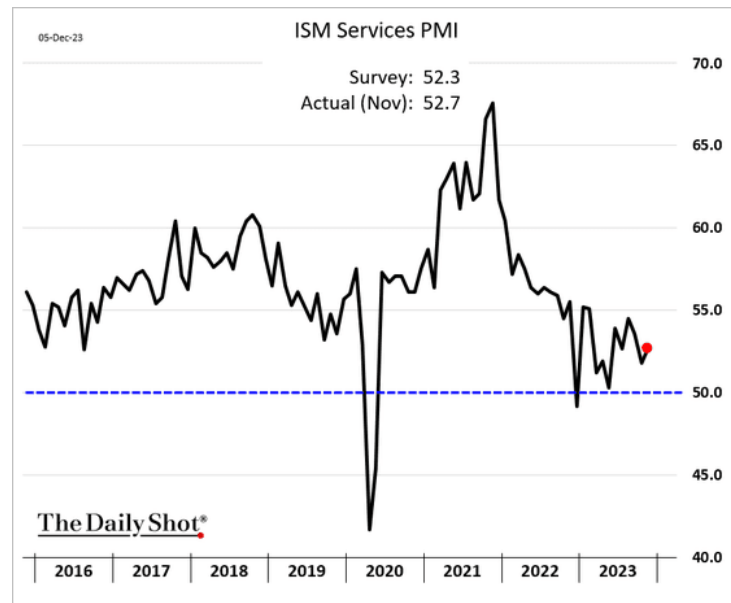
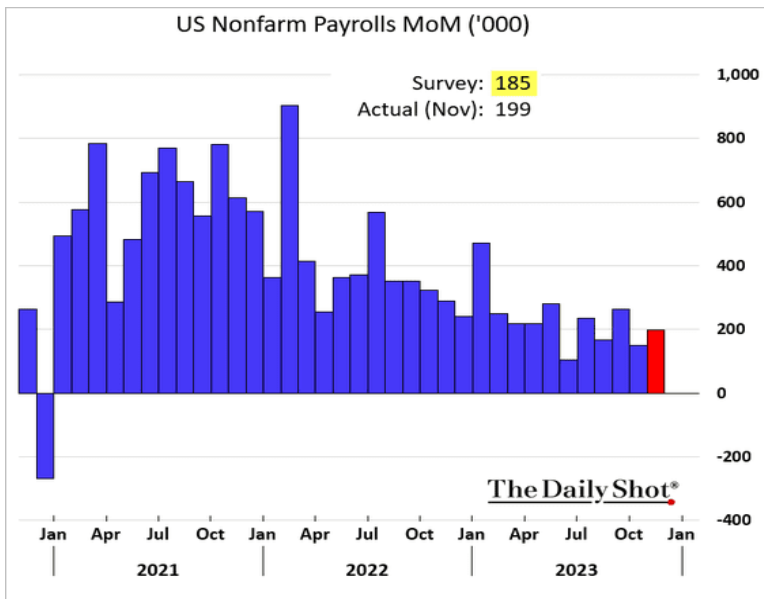


Fuente: Daily Shot, The Economist.



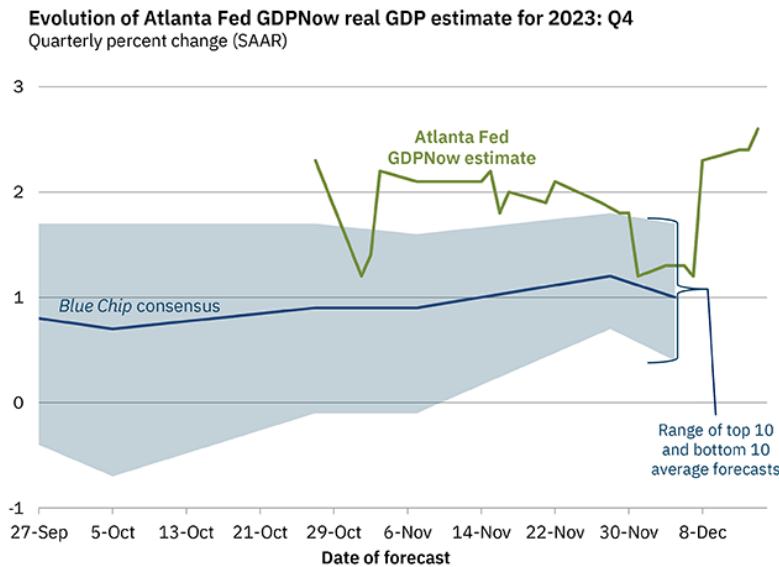
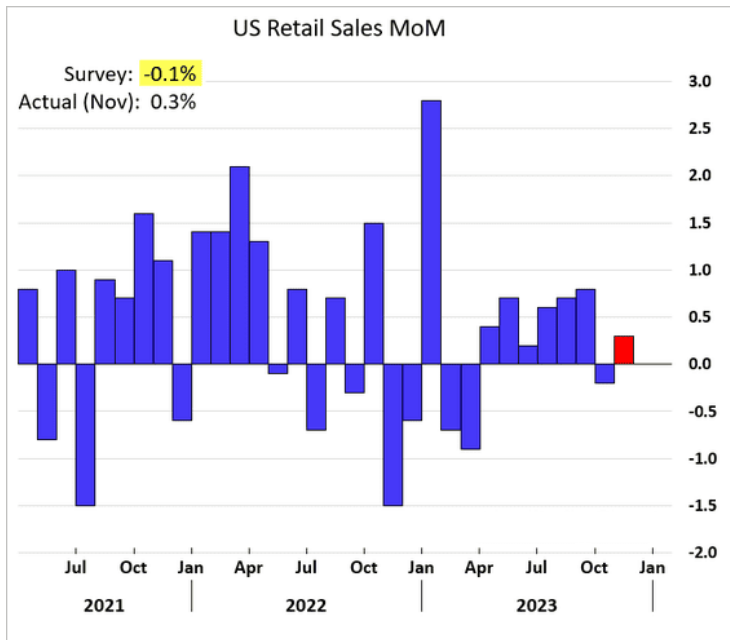


EE.UU.: la economía sigue creando empleos, aunque a un menor ritmo. Sector servicios se mantiene dinámico, mientras que las manufacturas retroceden





EE.UU.: fortaleza del consumo lleva a revisar al alza las estimaciones de crecimiento para 4T23 a 2,6% t/t anualizado



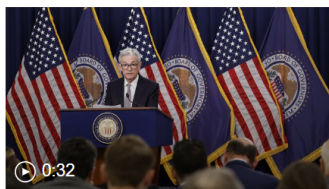
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

En un escenario menos inflacionario, la Fed confirmó las expectativas de inicio de ciclo de recortes de tasas en los próximos meses

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2023

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
September projection	2.7	2.6	2.2	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8



Watch: Powell: Fed Doesn't Want to Take Rate Hikes Off Table

Fed Pivots to Rate Cuts as Inflation Heads Toward 2% Goal

updated 19m ago

Key Takeaways From Fed's Rate Decision and Economic Forecasts

2h ago

Stocks Climb as Fed 'Done Taking Punch Bowl Away': Markets Wrap

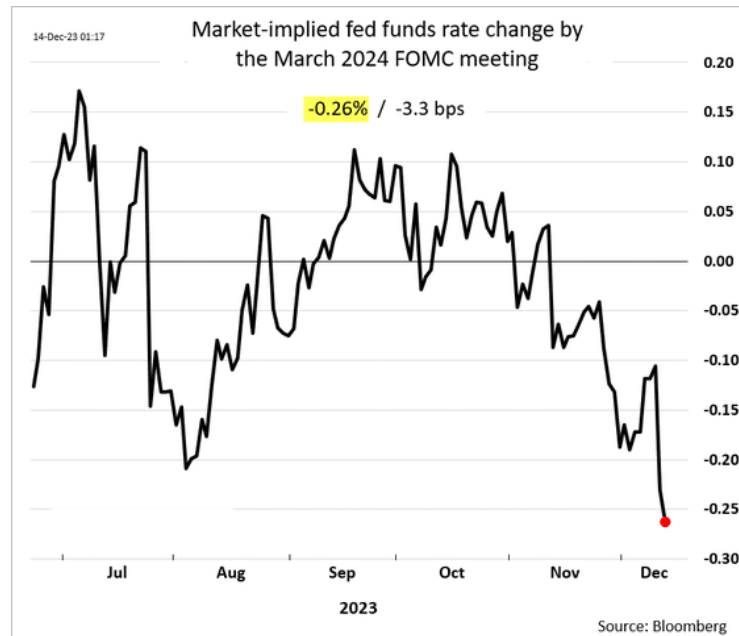
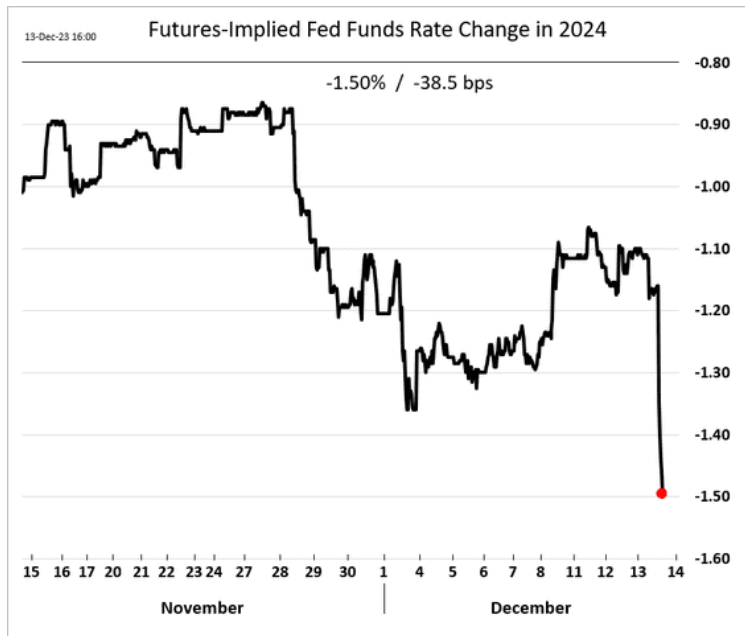
updated 19m ago

Treasuries Surge Most Since March as Fed Greenlights Rate Cuts

updated 27m ago

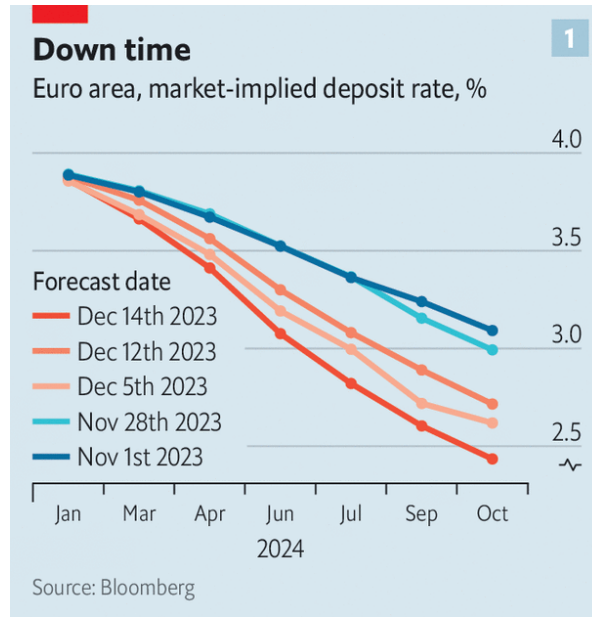
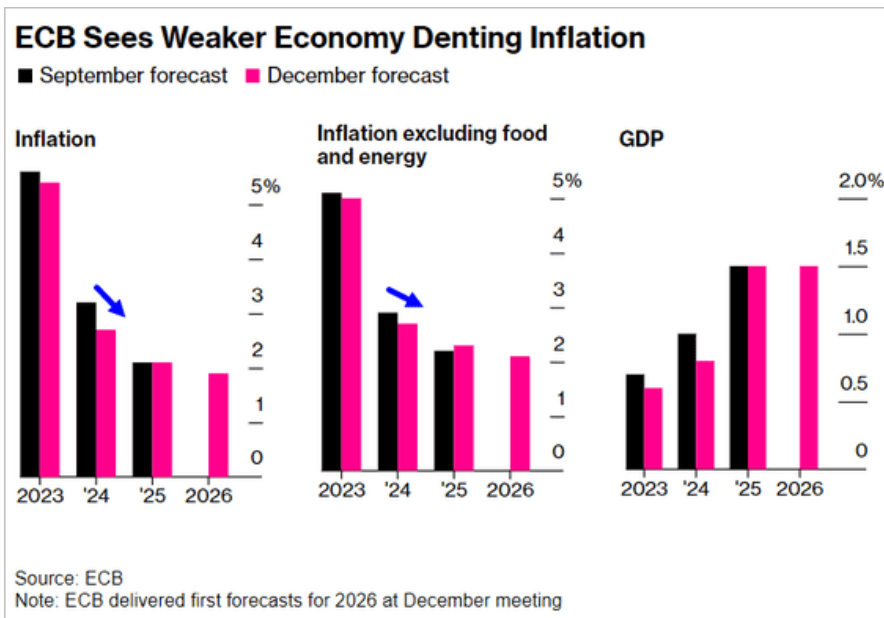


Fuerte (sobre) reacción de los mercados a la Fed: se anticipan recortes por 150 pb en 2024 y el primero de ellos en marzo





La Eurozona se enfría más rápido de lo previsto, lo que se refleja en un descenso rápido de la inflación y en un débil crecimiento económico. El mercado apuesta por recortes más acelerados de tasas



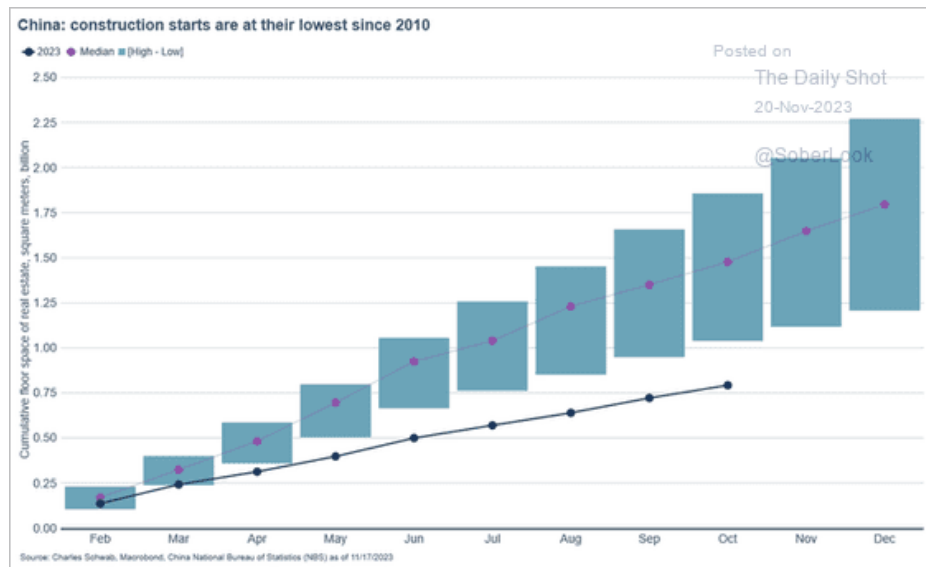
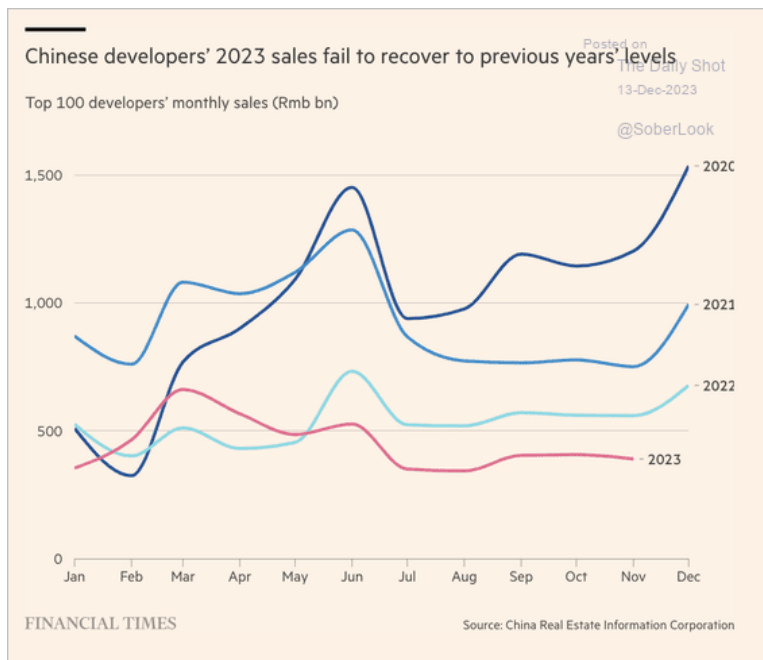


China: la economía repunta en el margen. Producción industrial supera las expectativas, pero las ventas minoristas decepcionan



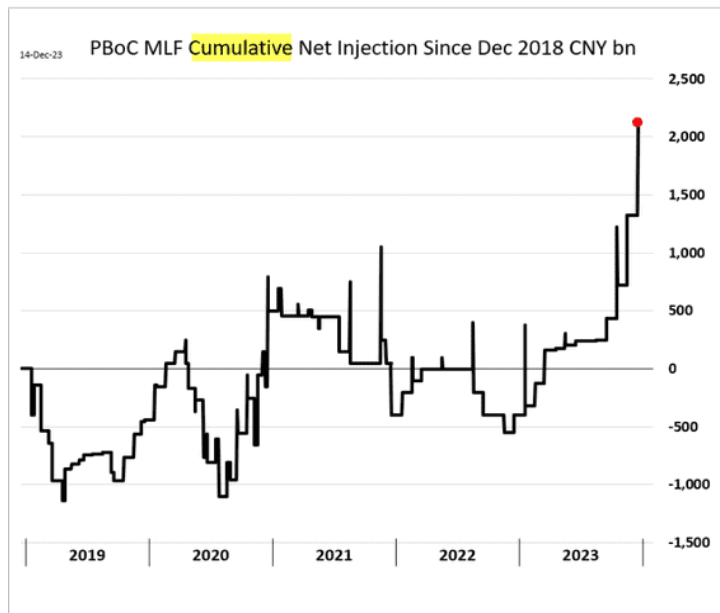


China: persiste la debilidad del sector inmobiliario. Ventas e inicios de construcción no repuntan



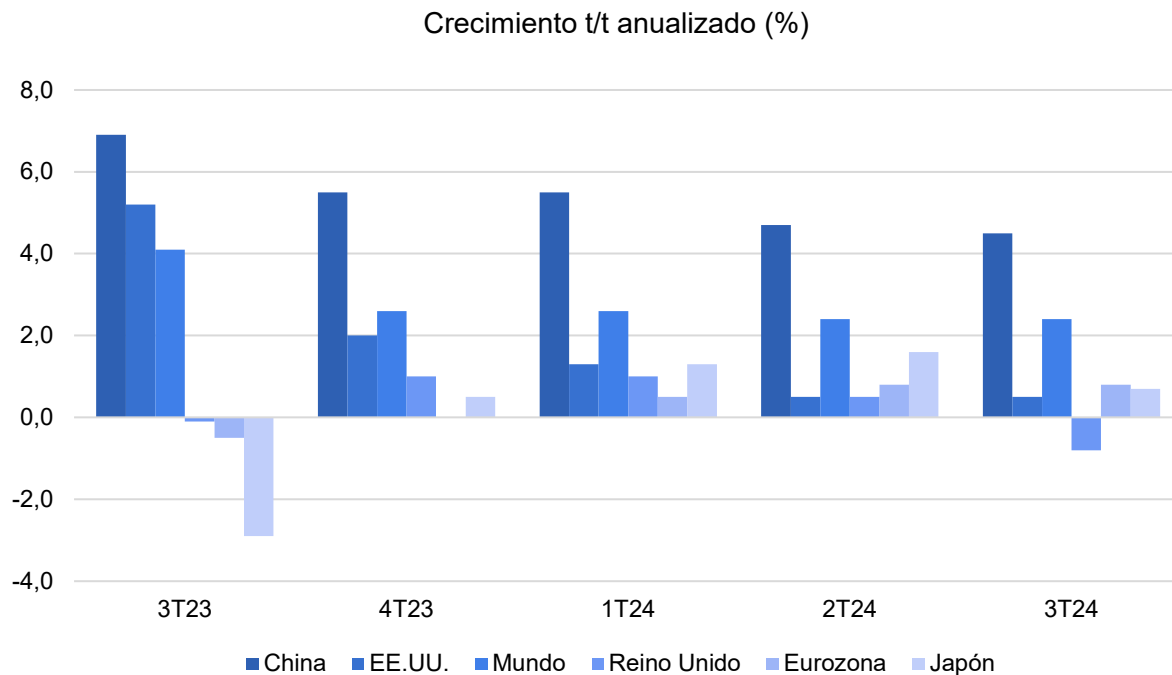


China: el Banco Central inyecta liquidez para estimular la economía, pero pese a ello la bolsa no repunta





Proyecciones de crecimiento: desaceleración de EE.UU. y altos riesgos de recesión en la Eurozona



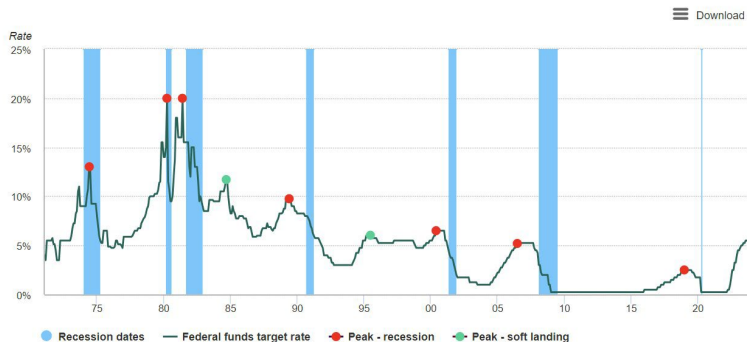


Dos indicadores que muestran los riesgos del escenario base para 2024

La mayoría de los ciclos de alzas de tasas en EE.UU. terminaron en una recesión

Chart 2: A soft landing is a rarity

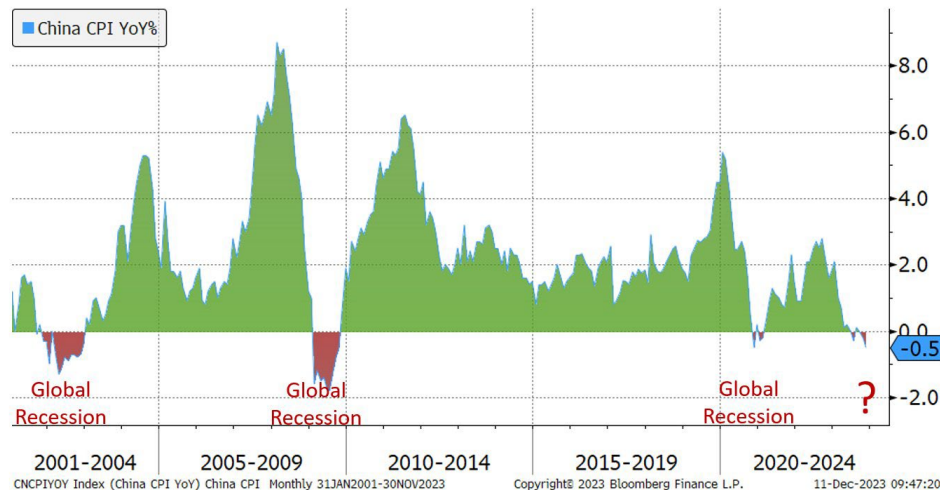
Seven out of the past nine hiking cycles resulted in a recession*



Sources: Bloomberg, Federal Reserve, NBER, World Gold Council; Disclaimer

*Data from 29 January 1971 to 31 October 2023.

Los períodos de deflación en China sólo han ocurrido durante las recesiones globales



CNCPIYOY Index (China CPI YoY) China CPI Monthly 31JAN2001-30NOV2023

Copyright© 2023 Bloomberg Finance L.P.

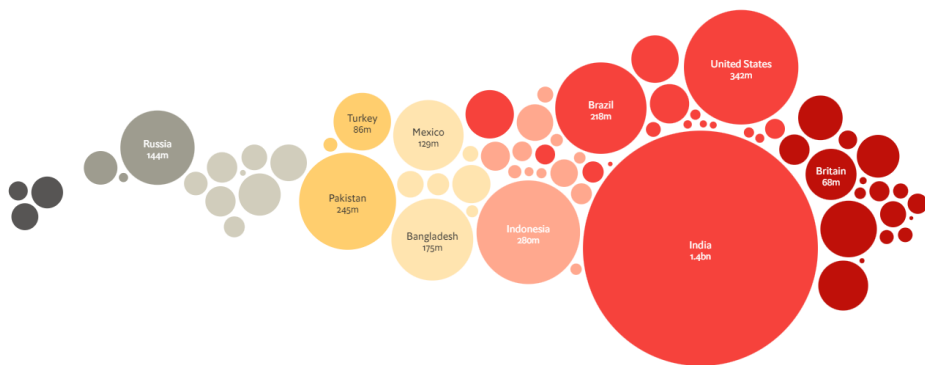
11-Dec-2023 09:47:20



La política será clave el 2024: habrá 70 elecciones en el mundo, por primera vez abarcando a más de la mitad de la población del mundo

2024 is the biggest election year in history

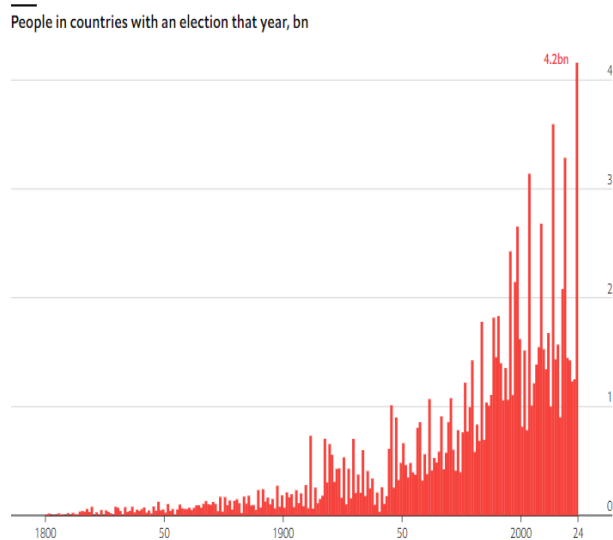
But there is more to democracy than voting



Our sister organisation, EIU, grades countries out of ten according to the state of their democracy and categorises them from authoritarian regimes, to hybrid regimes and democracies.

Authoritarian: 1 (dark grey), 2 (grey), 3 (light grey)
 Hybrid: 4 (yellow), 5 (orange), 6 (red-orange)
 Democracies: 7 (red), 8+ (dark red)

Fuente: The Economist.



*Includes legislative, presidential and EU elections, as well as nationwide elections at the municipal or regional level in 2024 and in 1950-23 for countries of over 100m people



VALTIN CONSULTING

AGENDA

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





Economía chilena (I)

- **Las cifras conocidas este mes confirman que el año cerrará con un crecimiento en torno a 0% o, mejor dicho, sin crecer.** Bastaría que la economía se expanda 0,8% a/a en el cuarto trimestre para que alcance ese objetivo. Este resultado será mejor de lo previsto hace un año, pero no por eso será un buen resultado. El año está terminando menos mal de lo esperado, en parte debido al mejor escenario internacional y a la evolución del escenario político interno, incluyendo los rechazos de la primera propuesta constitucional y de la reforma tributaria original.
- **La incertidumbre económica volvió a aumentar en los últimos meses, en la medida que nos acercábamos al plebiscito del 17 de diciembre.** Desde fines de 2019 esta ha sido la tónica y esperamos que post plebiscito la incertidumbre vuelva a caer, aunque no desaparezca del todo. Esta mayor incertidumbre ha tenido efectos económicos negativos y los seguirá teniendo.
- **En este contexto de estancamiento económico y alta incertidumbre, la creación de empleos se ha detenido y los despidos han aumentado.**
- **Para que la economía vuelva a crear empleos, se requiere volver a crecer.** Las proyecciones apuntan a un crecimiento del PIB entre 1,25% y 1,75% el próximo año, lo que será posible en gran medida debido a que las condiciones financieras seguirán normalizándose y la incertidumbre debería disminuir. Sin embargo, esto último no está garantizado y las condiciones externas presentan riesgos negativos importantes. Para crecer el próximo año se necesita un reimpulso a la actividad, el cuál todavía no se observa en los datos.
- **Las medidas pro crecimiento del pacto fiscal deberían impulsarse independiente de si se logra o no un acuerdo político.** La falta de crecimiento está teniendo importantes costos económicos y sociales y estos no deberían seguir profundizándose por la imposibilidad de llegar a acuerdos.



Economía chilena (II)

- **La inflación de noviembre sorprendió significativamente al alza las expectativas y cambió la visión sobre la evolución de la política monetaria en el corto plazo.** Hasta antes del IPC de noviembre, en el mercado había apuestas de recortes de hasta 100 puntos base en la reunión de este martes. Este panorama cambió y ahora la visión de consenso es un recorte de 50 pb, aunque un porcentaje relevante de analistas y operadores financieros proyecta un recorte de 75 pb.
- **El punto de inflexión de la inflación se explica en gran medida por la depreciación del peso hasta mediados de noviembre, pero hay argumentos que permiten anticipar que los precios retomarán su tendencia interanual a la baja en los próximos meses.** Las expectativas de inflación están ancladas a la meta del Banco Central, en parte por la debilidad de la economía, por la fuerte restrictividad de la política monetaria, las menores presiones de precios importados y el descenso del tipo de cambio.
- **En este contexto, el escenario base considera que la inflación convergerá a 3% el próximo año y la TPM seguirá bajando hacia niveles neutrales (entre 4% y 4,5%).**
- **Las tasas de interés de los créditos están incorporando los recortes de la TPM de los últimos meses, pero siguen altas en perspectiva histórica.** El efecto más claro es en las tasas de las colocaciones comerciales y es algo menor en las tasas de los créditos de consumo. Las tasas de los créditos hipotecarios, en cambio, han subido, incorporando con rezago el alza de las tasas de referencia de largo plazo durante los meses previos.
- **Este mes el tipo de cambio ha evolucionado de acuerdo con los fundamentos, pero mantiene un “castigo” si se compara con la evolución de otras monedas de la región.** Los modelos apuntan a que el tipo de cambio debería ubicarse entre 3% y 4% por debajo de los niveles actuales. Para 2024 proyectamos que en el escenario base el tipo de cambio fluctuará entre \$840 y \$870, pero presentamos escenarios de riesgo en que la paridad podría ubicarse marcadamente fuera de este rango.

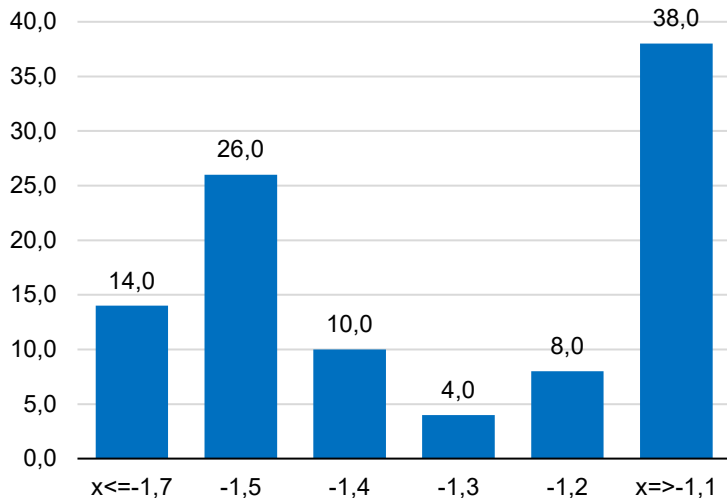


El año termina mejor de lo que se esperaba, pero con un crecimiento muy pobre (en torno a 0%). Para el próximo año se espera que la economía vuelva a crecer, pero los riesgos son altos.

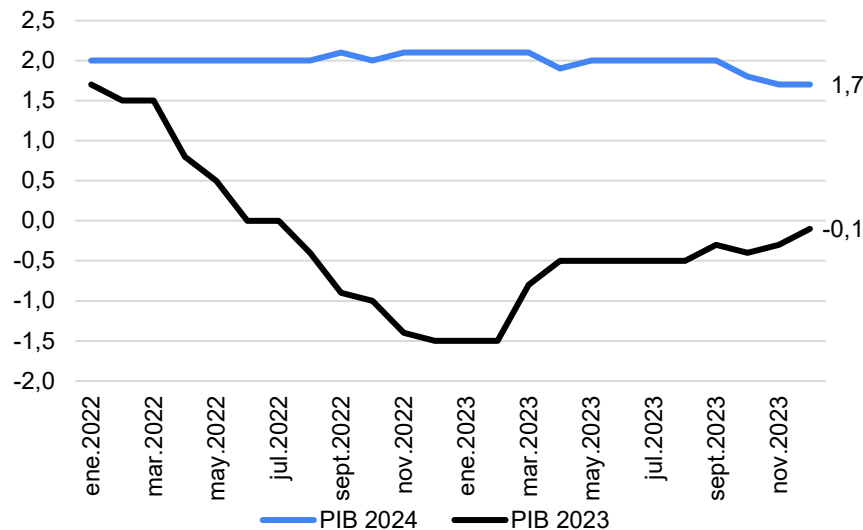
Proyección de crecimiento del PIB 2023:

mediana -1,4%

(% de observaciones, EEE noviembre 2022)

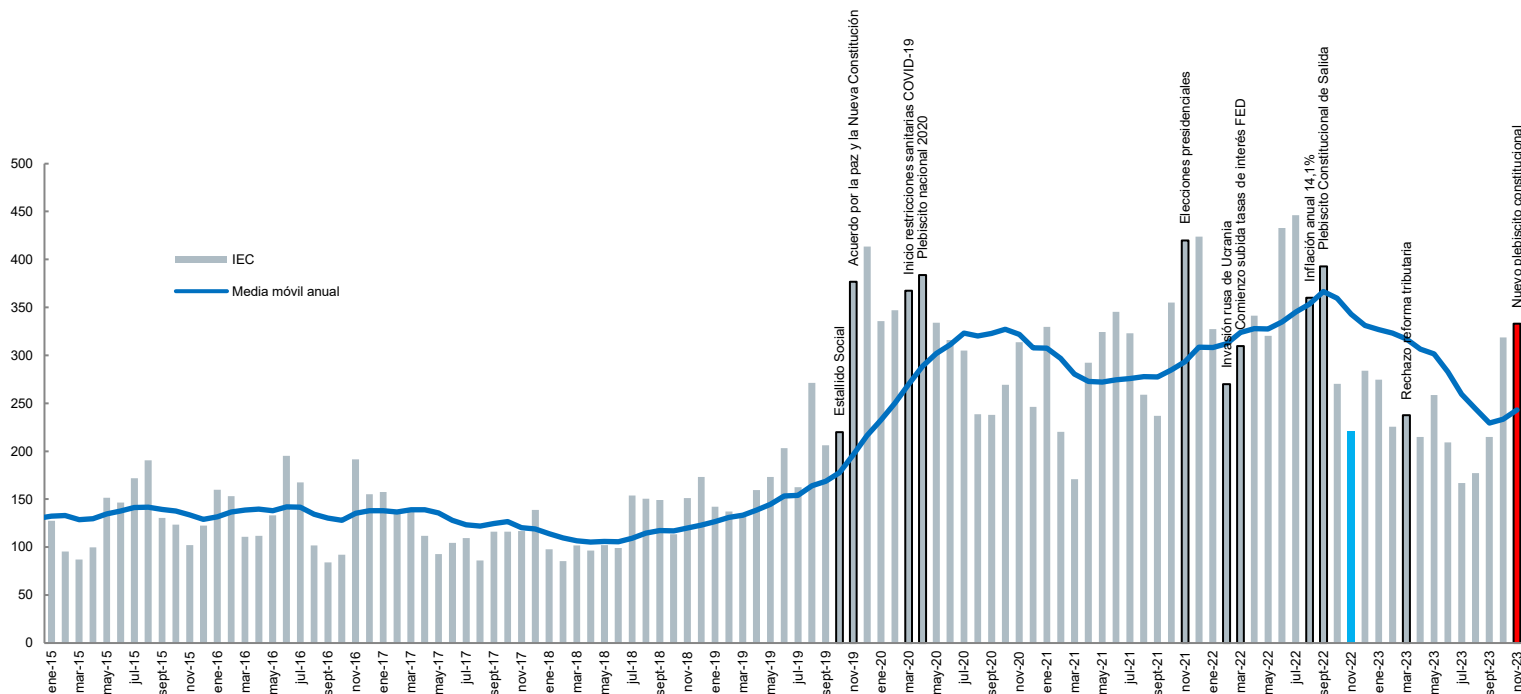


Proyecciones de crecimiento 2023-2024





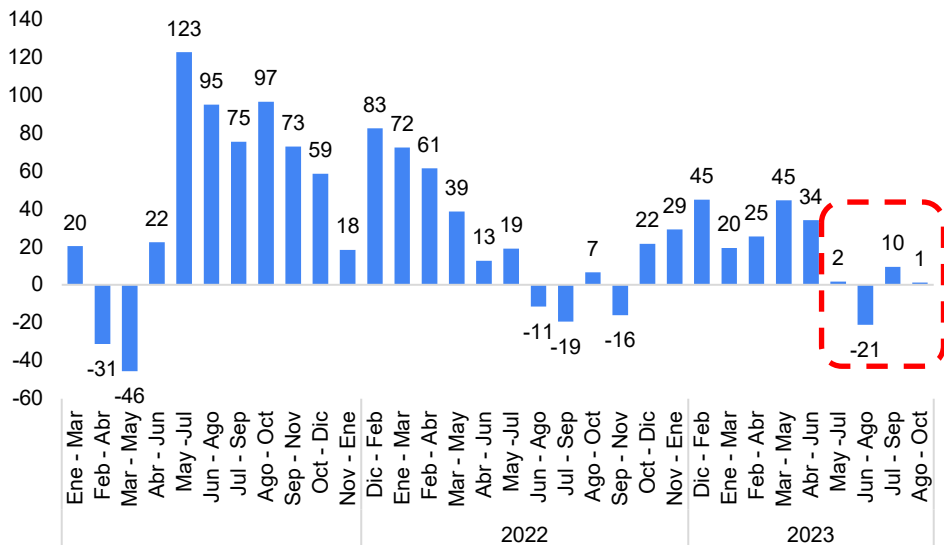
La incertidumbre económica ha aumentado en los últimos 4 meses. Plebiscito debería reducirla



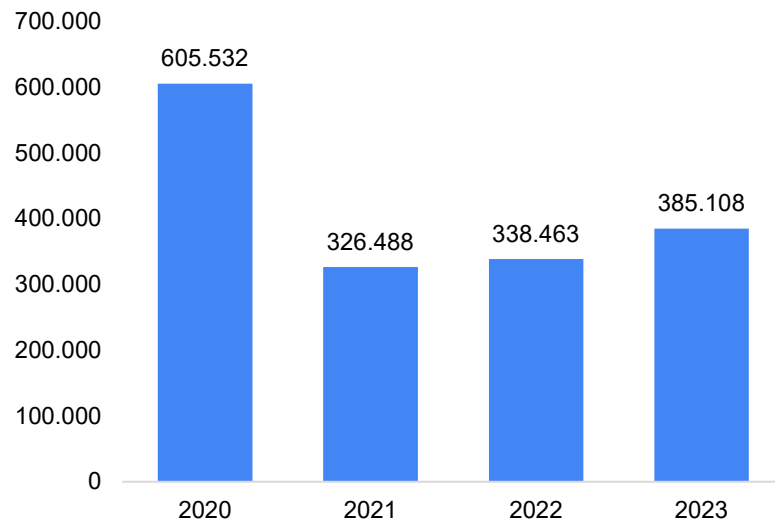


Al igual que la actividad económica, la generación de empleos está estancada y los despidos aumentan

Creación de empleo s.a. (miles)



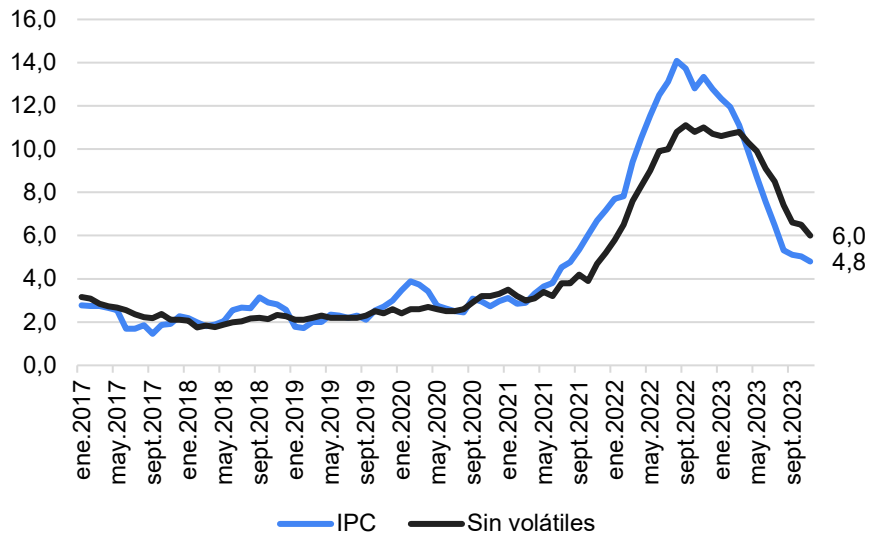
Despidos por necesidades de la empresa



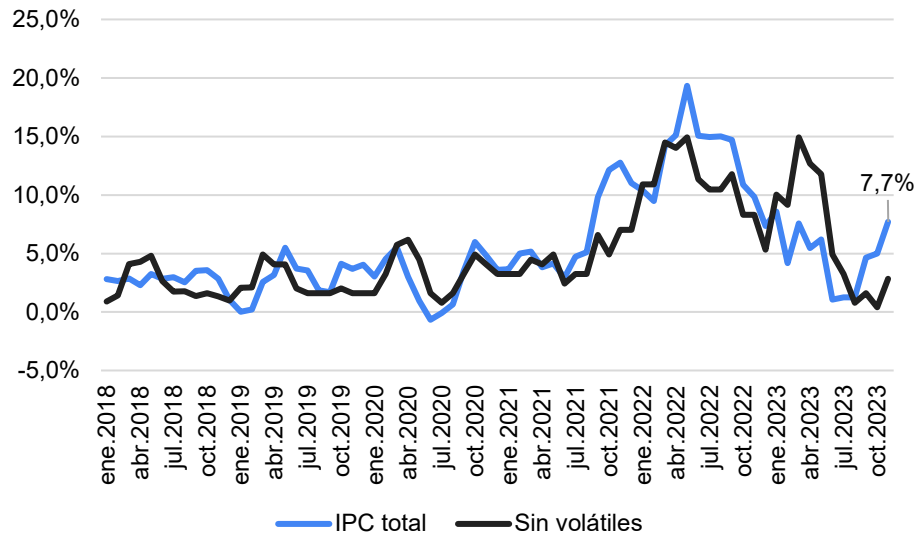


Inflación sorprendió al alza en noviembre con alza de 0,75% m/m (esp. 0,2%), ¿cambió la tendencia inflacionaria?

Inflación a/a, %



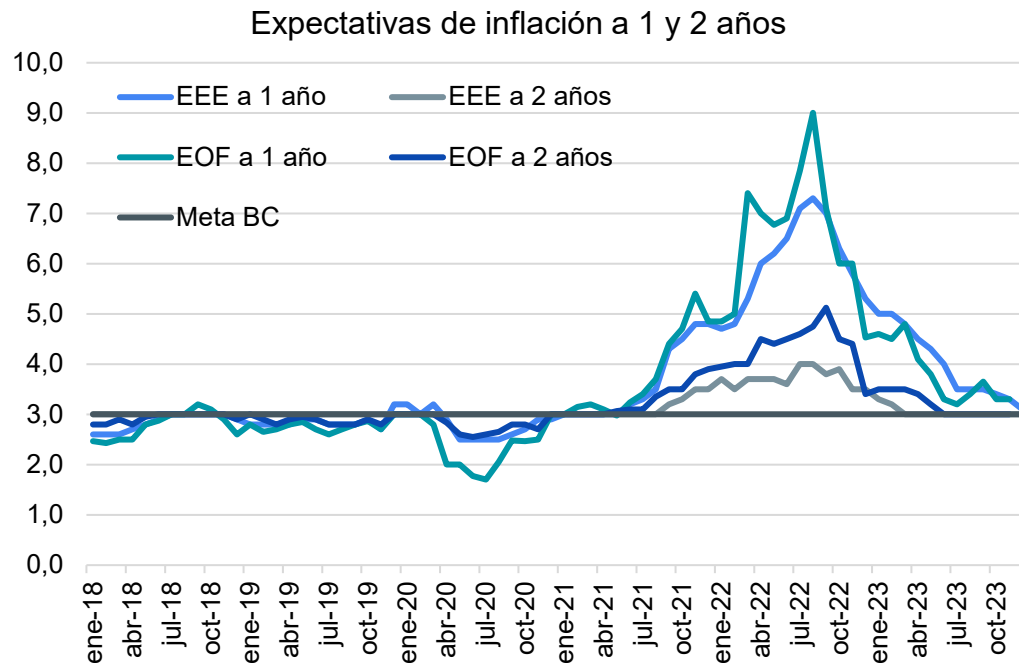
Inflación promedio 3 meses anualizada





¿Por qué la inflación debería seguir bajando y permitir que las tasas también disminuyan?

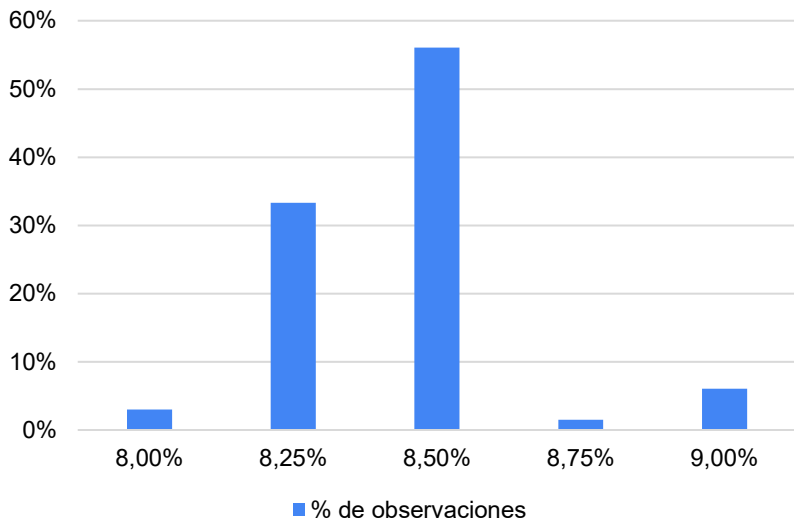
1. Menores presiones inflacionarias externas: crecimiento global más débil y menores precios de materias primas, especialmente petróleo y alimentos
2. Persistente debilidad de la demanda interna
3. Tasas de interés en niveles fuertemente contractivos
4. Caída del tipo de cambio (5,3% desde mediados de noviembre)



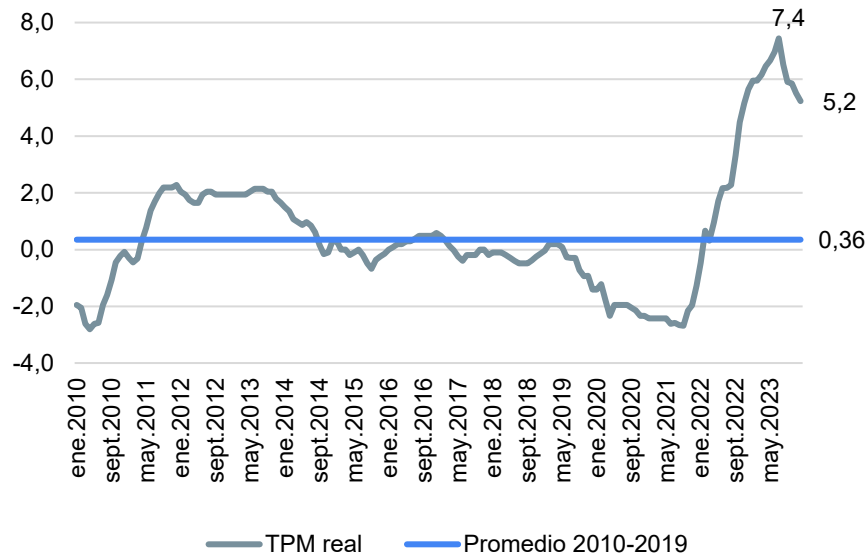


La mayoría del mercado proyecta un recorte de solo 50 puntos base en la TPM esta semana. Con un recorte de esta magnitud la tasa de interés real seguirá siendo fuertemente contractiva

Expectativas de TPM: Próxima RPM adelante (diciembre 2023)



TPM real (%)

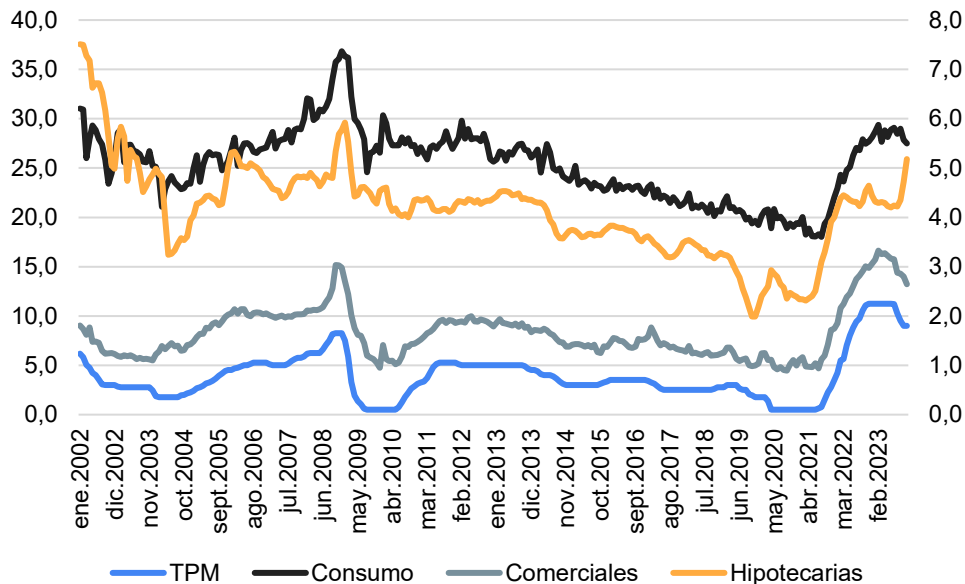


Fuente: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central (EOF) y BCCH.



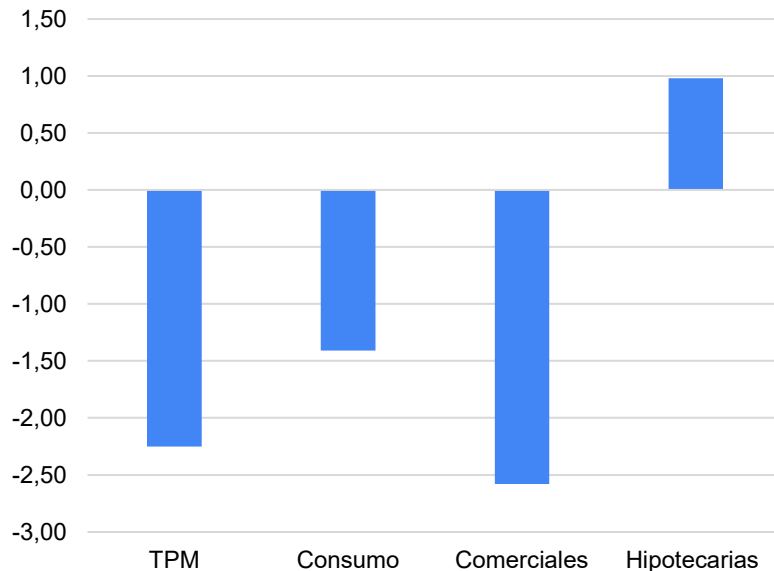
Las tasas de los créditos han bajado (excepto las hipotecarias), pero siguen altas en perspectiva histórica

TPM y tasas de interés de colocaciones



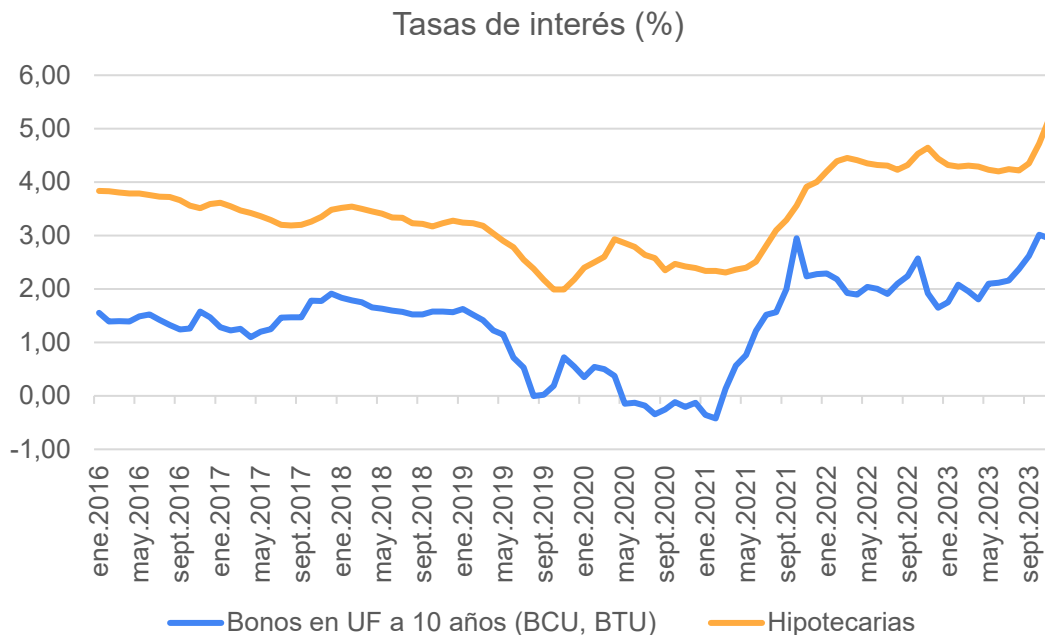
Fuente: Banco Central.

Cambio en las tasas entre junio y noviembre (pp)





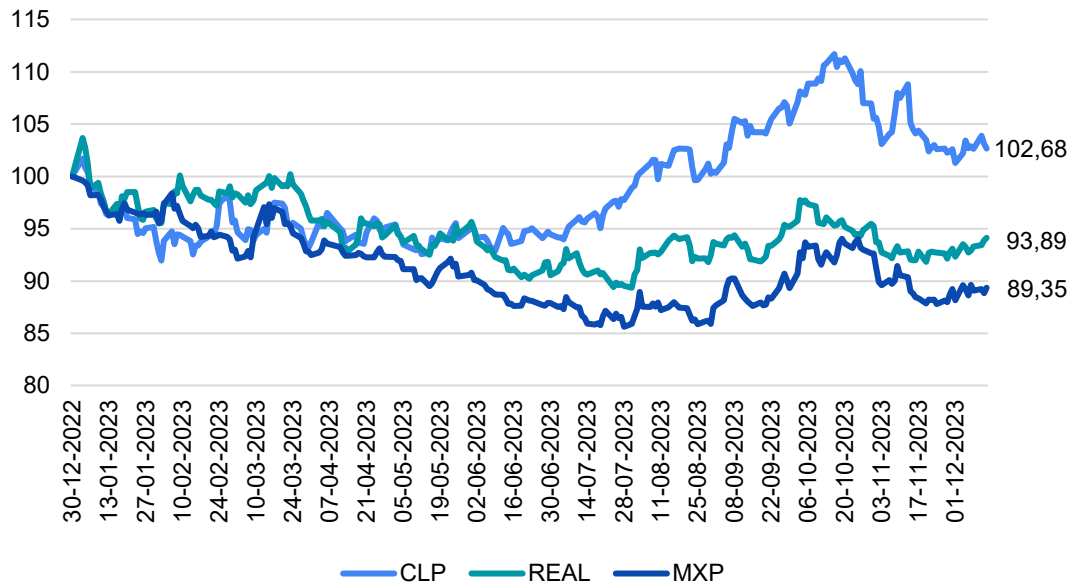
Diferencial entre tasas hipotecarias y BTU no es atípico. Alza de las tasas hipotecarias estaría reflejando incrementos previos de tasas de referencia





En el mes el peso se ha movido en línea con sus fundamentos, pero mantiene un castigo respecto de otras monedas de la región. Modelos apuntan a un valor de equilibrio entre \$830-\$850

Índice de paridades: 31/12/2022 = 100





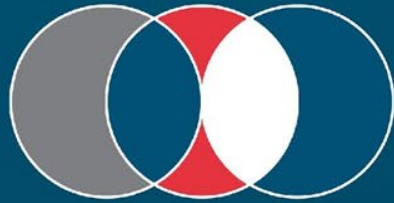
Escenarios para el tipo de cambio en 2024

	60%	10%	30%	
Fecha	TCN base	TCN optimista	TCN pesimista	Valor esperado
Mar-24	841	784	962	872
Jun-24	844	776	1009	887
Sep-24	861	812	991	895
Dic-24	868	841	960	893

Proyecciones escenario base 2023-2024

Principales ajustes de este mes: mayor inflación al cierre de este año tras sorpresa de noviembre

Var. a/a, %	2022	2023	2024
PIB	2.4	0.0	1.25-1.75
Demanda interna	2.3	-4.7	1.5
Inversión fija	2.8	-1.7	0.6
Consumo privado	2.9	-4.6	1.8
Exportaciones	1.4	0.6	1.1
Importaciones	0.9	-11.7	1.8
PIB mundial (PPP)	3.4	3.1	2.6
Precio del cobre (cUS\$/libra)	400	385	375
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	94	78	76
Tipo de cambio Diciembre	876	860-890	-
Inflación Diciembre	12.8	4.6	3.0
Inflación Promedio	11.6	7.7	3.8
TPM Dic (%)	11.25	8.25-8.50	4.5



VALTIN CONSULTING