



VALTIN CONSULTING

INFORME

Económico Mensual

FEBRERO 2024

Autor: Hermann González



VALTIN CONSULTING

Estimados Clientes y Amigos,

En lo más reciente, los inversionistas globales han mejorado sus expectativas para la economía mundial, descartando una recesión en los próximos doce meses. En este contexto, el aumento de la inflación ha vuelto a aparecer como la principal amenaza para los mercados, seguida de los riesgos geopolíticos y la posibilidad de una crisis de crédito, con especial preocupación por las instituciones financieras más expuestas al sector inmobiliario comercial.

En EE.UU., el mercado ya no espera recortes agresivos de tasas de interés este año y se ha alineado con las proyecciones de la Fed, lo que ha impactado al alza las tasas de interés en dólares y ha fortalecido el dólar. China sigue golpeada por una débil demanda interna y por el ajuste de su sector inmobiliario, pero algunas señales recientes podrían apuntar a un cambio de tendencia.

En Chile, el año 2023 terminó con una contracción del PIB, pero hay buenos argumentos para proyectar un crecimiento en torno al potencial este 2024, el cual estaría liderado por el consumo público y privado. Por otro lado, de acuerdo con las nuevas cifras de IPC, la inflación está cerca de la meta, lo que implicó un anuncio explícito por parte del Banco Central de una aceleración de los recortes de tasas de interés que dejarían la tasa de referencia en torno a 4% este año, tal como lo anticipamos en nuestro informe de enero.

Pese a la fuerte depreciación del peso no consideramos por el momento la necesidad de una intervención en el mercado cambiario, en parte porque una fracción relevante de esta responde a la evolución de sus fundamentos. Sin embargo, si el alza continúa veremos en primera instancia recortes más acotados de tasas de interés y, eventualmente, intervenciones verbales, acompañadas de nuevas ventas de dólares por parte de Hacienda.

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, 19 de febrero de 2024



VALTIN CONSULTING

AGENDA

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





Economía Internacional (I)

- **En los últimos tres meses, los inversionistas globales han mejorado significativamente sus expectativas para la economía mundial, descartando una recesión en los próximos doce meses.**
- **En este contexto, el aumento de la inflación vuelve a aparecer como la principal amenaza para los mercados, seguida de los riesgos geopolíticos y la posibilidad de una crisis de crédito.** Este último se ve hoy menos probable con un origen en el mercado inmobiliario chino, pero más probable en las instituciones financieras con mayor exposición al sector inmobiliario comercial.
- **El tránsito por el mar Rojo se mantiene muy por debajo de los niveles históricos, debido a los ataques registrados desde fines del año pasado.** Esto ha elevado los costos de transporte desde China, pero aún no ha generado problemas significativos en las cadenas de suministros.
- **Este año, EE.UU. seguirá liderando el crecimiento económico en el mundo desarrollado, lo que genera grandes desafíos para la Fed y efectos en todo el mundo.** La economía americana ha continuado mostrando cifras que confirman la fortaleza del mercado laboral, mientras que el incipiente relajamiento de las condiciones monetarias de inicios de año revivió el temor a un rebrote inflacionario.
- Como consecuencia de la fortaleza de la economía americana y las sorpresas inflacionarias recientes, el mercado descartó recortes agresivos de tasas por parte de la Fed y ello incidió en el alza de las tasas en dólares y en el fortalecimiento del dólar.
- **Las cifras de cierre del año 2023 revelaron que la Eurozona no está creciendo y que, tanto el Reino Unido, como Japón están en recesión técnica.** En el caso de la Eurozona, el BCE sigue cauto respecto de la posibilidad de recortar la tasa de referencia.



Economía Internacional (II)

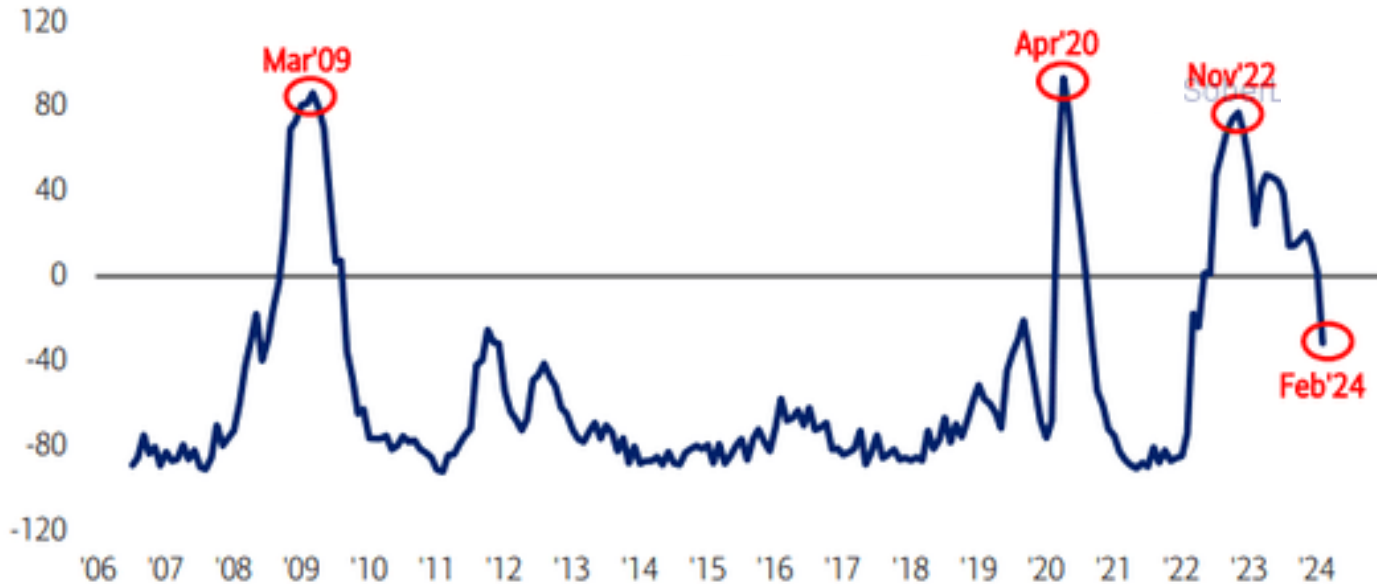
- **La economía china moderará nuevamente su ritmo de crecimiento este año, afectada por un consumo interno débil y un sector inmobiliario en un fuerte proceso de ajuste.** Tras la pandemia y las restricciones impuestas en este país, la confianza de los consumidores y la disposición a gastar no se han recuperado. A su vez, la actividad del sector inmobiliario se ha reducido a la mitad comparado con 2018, generando grandes dificultades para las empresas del sector.
- La deflación en China alcanza niveles no vistos desde la Crisis Financiera Global, lo que es –en parte- un síntoma de la debilidad de la demanda. A su vez, la bolsa del gigante asiático cayó este mes a mínimos de varios años, como consecuencia de las diversas dudas que existen sobre el proceso de ajuste de la economía y la salida de los inversionistas extranjeros. El gobierno ha intervenido para frenar la caída de las acciones.
- Una buena noticia reciente en China fue el aumento de los desplazamientos registrados con ocasión del Año Nuevo Lunar, porque podría reflejar una mayor disposición a gastar por parte de los hogares.
- **En el escenario base el mundo pasará de crecer 3% en 2023 a expandirse 2,7% en 2024.** Esta desaceleración es moderada, también es menor de lo previsto hace pocos meses atrás, pero se debe considerar que el crecimiento será muy inferior al ritmo de expansión de la economía global previo a la Crisis Financiera (4,2% entre 1999 y 2008) y también antes de la pandemia del Covid (3,7% entre 2010 y 2019)
- Para la inflación, las expectativas de consenso apuntan a que esta seguirá moderándose en gran parte del mundo, con la excepción de China, donde se espera que el país salga de la deflación por la que atraviesa en el transcurso del año.



Mejoran las perspectivas globales: inversionistas ven menos probable una recesión en los próximos 12 meses

Expectativas de recesión global

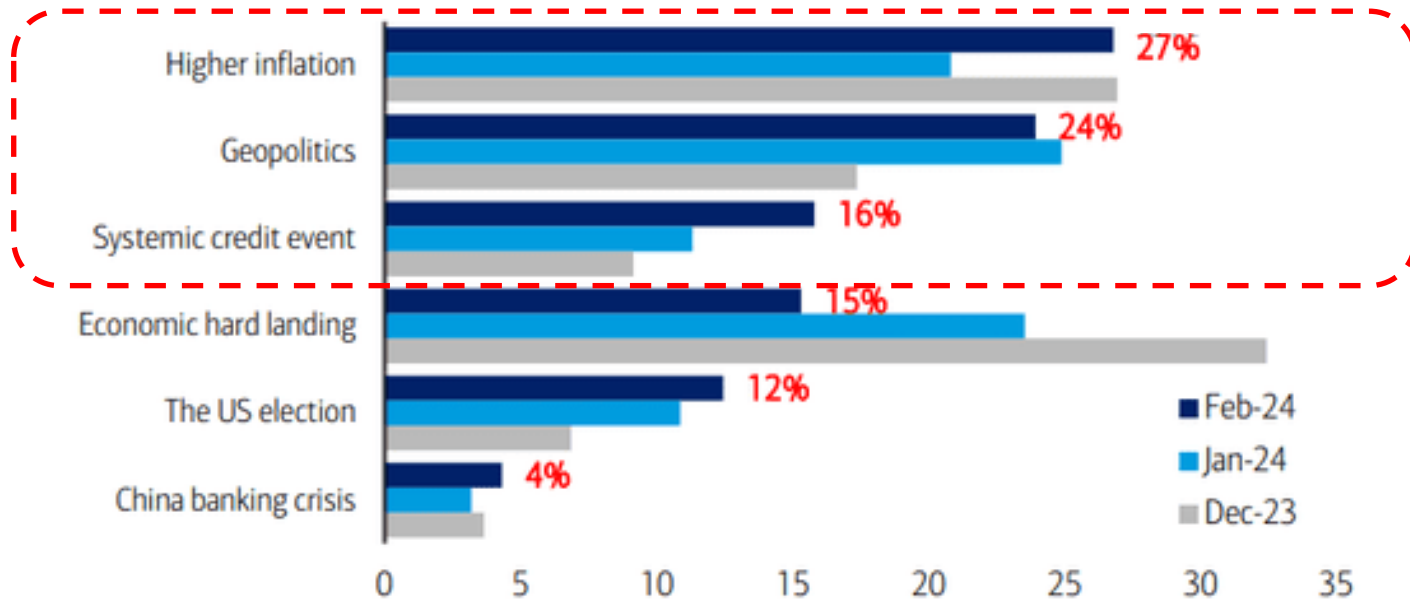
(% neto de inversionistas que ve probable una recesión en los próximos 12 meses)





En febrero, una mayor inflación desplaza a los riesgos geopolíticos como la mayor amenaza global

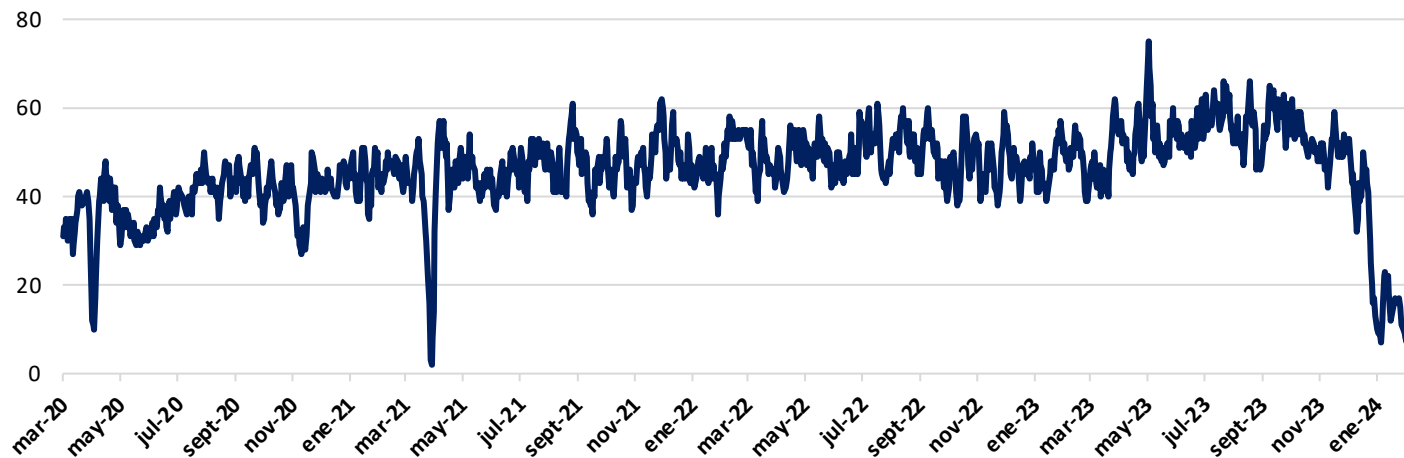
¿Cuál considera que es el mayor “riesgo de cola”?
(% del total de respuestas)





El tránsito por el Canal de Suez no se ha recuperado

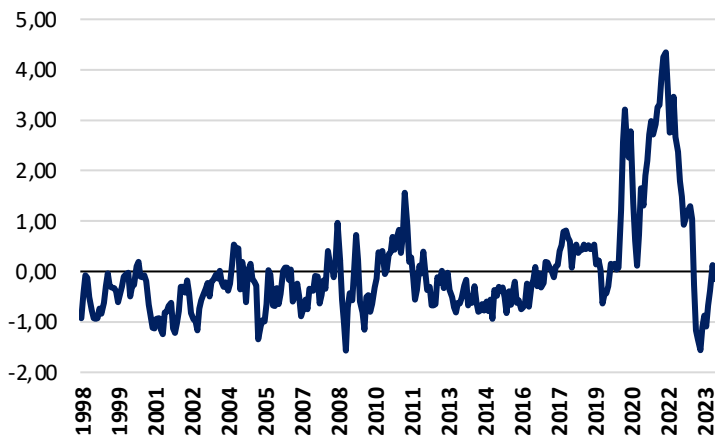
Tráfico marítimo en el Canal de Suez
(mediana de buques en tránsito)



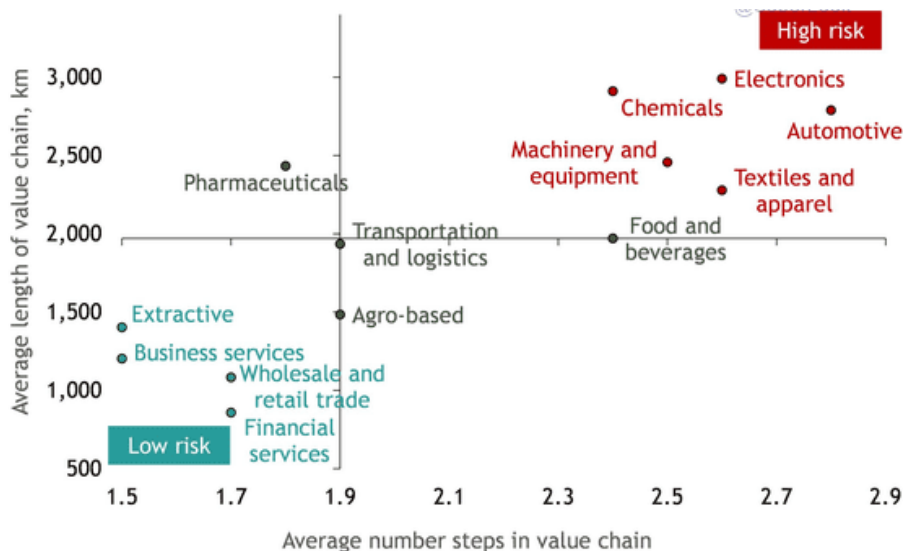


A pesar del aumento de las restricciones a la cadena de suministros, el deterioro derivado de los problemas en el mar Rojo es moderado comparado con la pandemia

Global Supply Chain Pressure Index
(desviación estándar con respecto al promedio histórico)



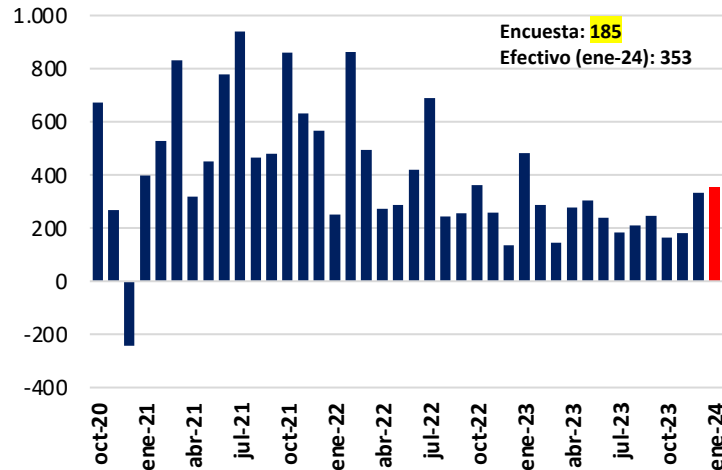
¿Cuáles industrias son las más expuestas a riesgos en la cadena de suministros?



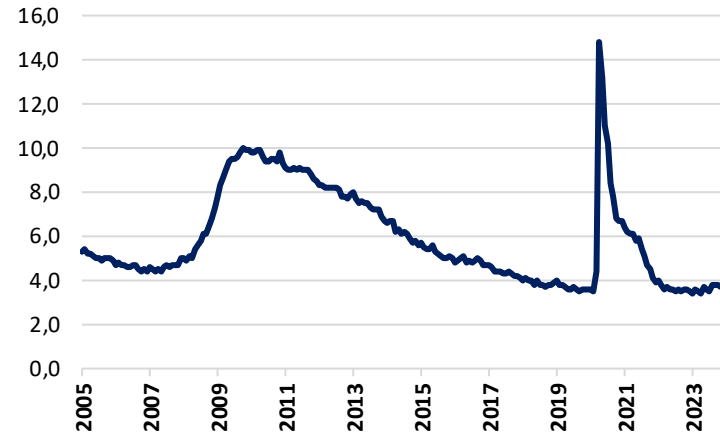


EE.UU.: creación de empleos superó ampliamente las expectativas en enero y desempleo se mantiene bajo

Creación de empleo no agrícola (miles de personas, m/m)



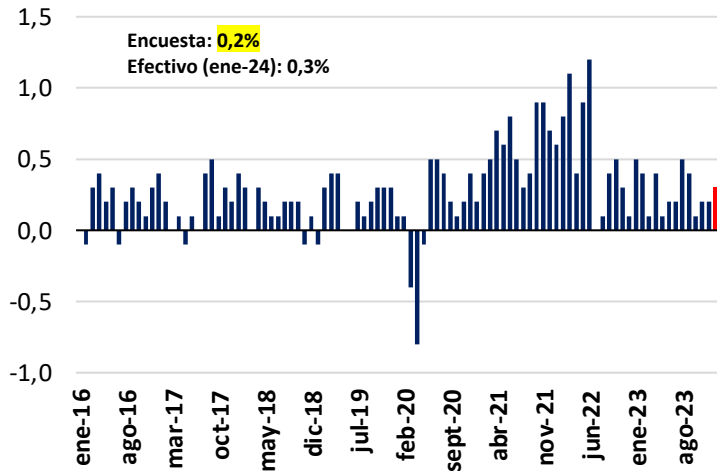
Tasa de desempleo U3 (%, desempleados buscando empleo activamente)



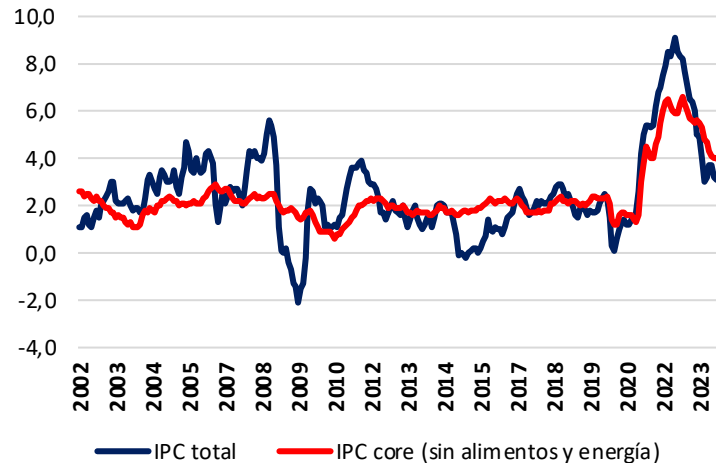


EE.UU.: IPC de enero también se ubicó sobre lo esperado. Inflación total siguió disminuyendo en doce meses (3,1%), pero la inflación subyacente se mantuvo en 3,9%

IPC total
(var. %, m/m)



IPC total y subyacente
(var. %, a/a)

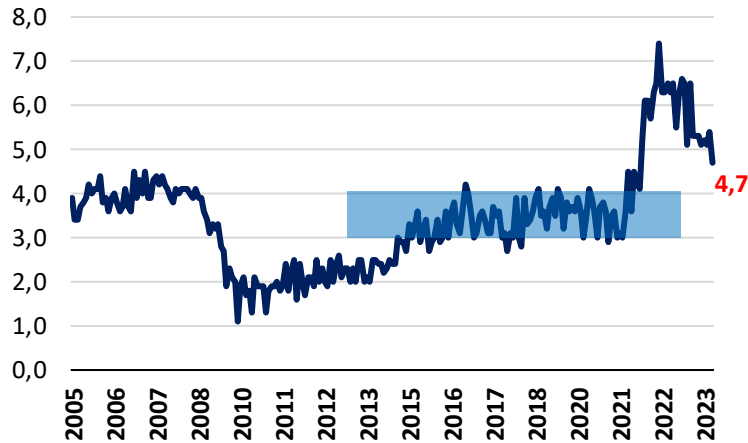




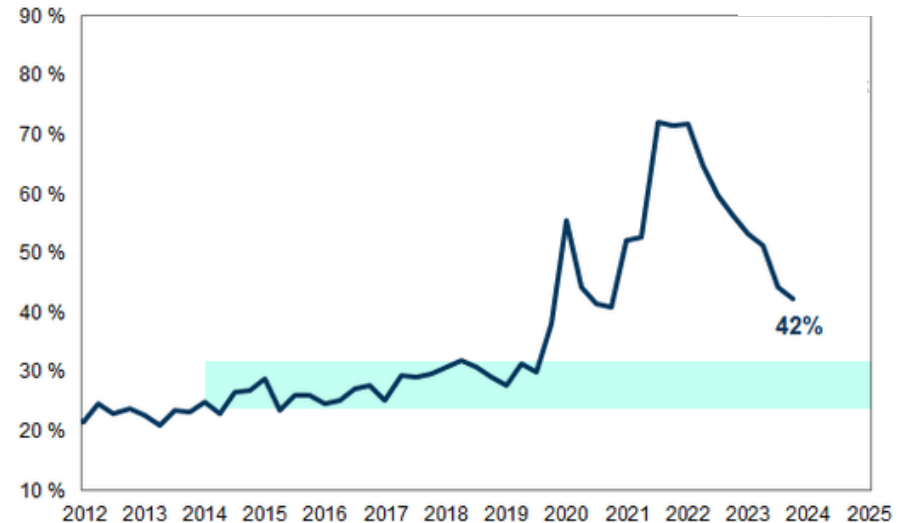
EE.UU.: persisten presiones de precios derivadas tanto del mercado laboral, como de la cadena de suministros

Crecimiento de los salarios

(%, mediana de crecimiento de los salarios por hora)



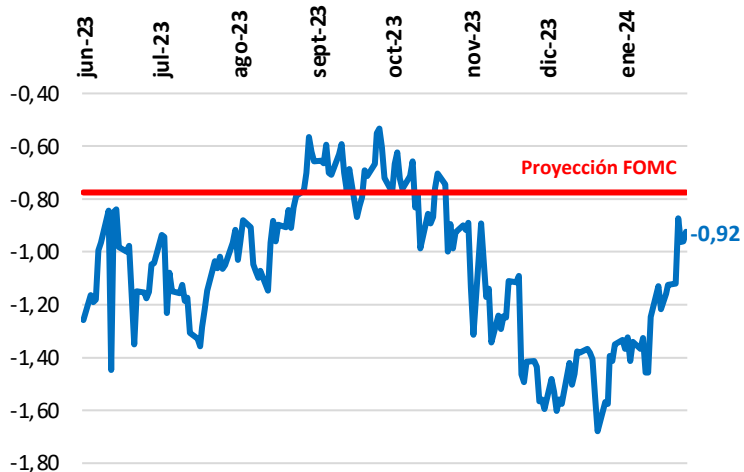
Proporción de empresas incluidas en S&P 500 que mencionaron las cadenas de suministros durante sus presentaciones de resultados





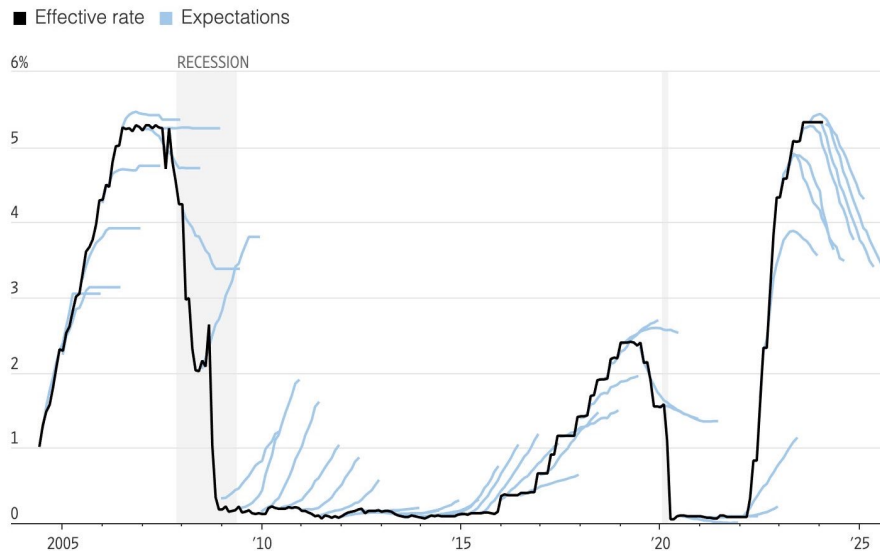
EE.UU.: La historia se repite. El mercado ajusta sus expectativas de recortes de tasas a lo señalado por la Fed en diciembre, descartando recortes más agresivos de tasas

Cambio esperado en la tasa de la Fed para 2024 (%)



Fuente: Bloomberg.

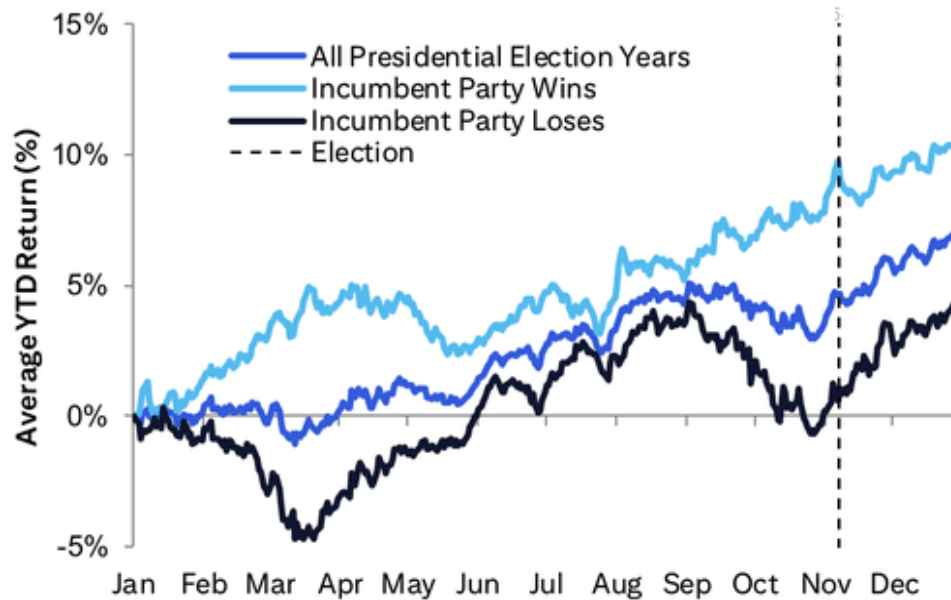
Federal Funds Rate: expectativas del mercado vs tasa efectiva





EE.UU.: ¿Cómo sería el desempeño de la bolsa este año?

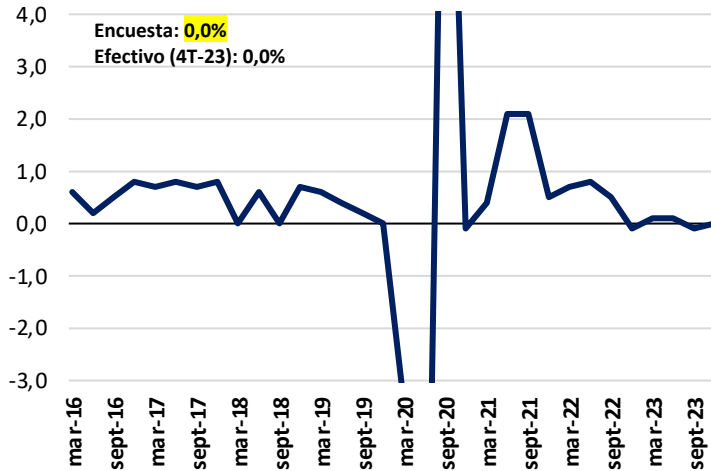
Retorno bursátil en años presidenciales usando el S&P 500 desde 1952



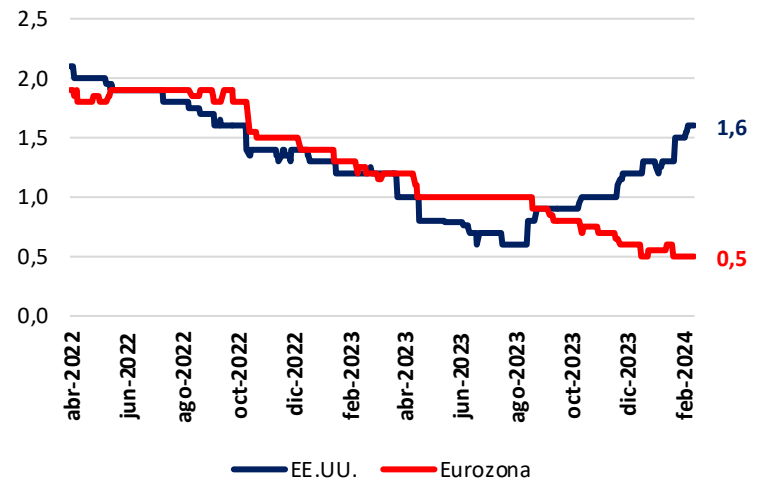


La Eurozona está estancada y con proyecciones a la baja en fuerte contraste con EE.UU.

PIB Zona Euro
(var. %, t/t)



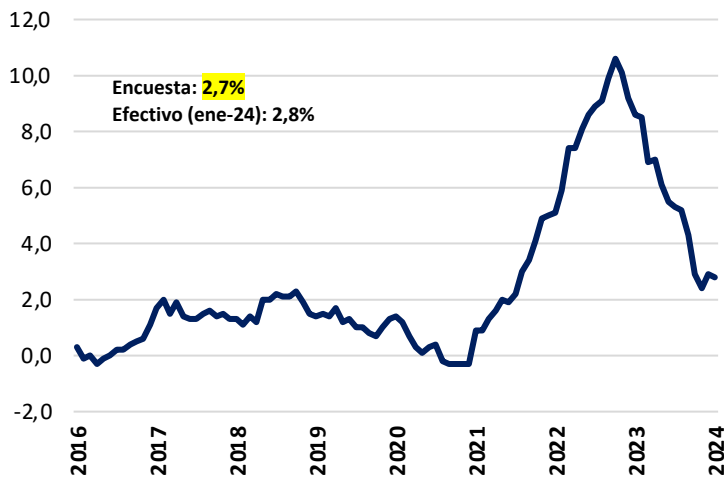
Expectativas de crecimiento del PIB para 2024 (%)



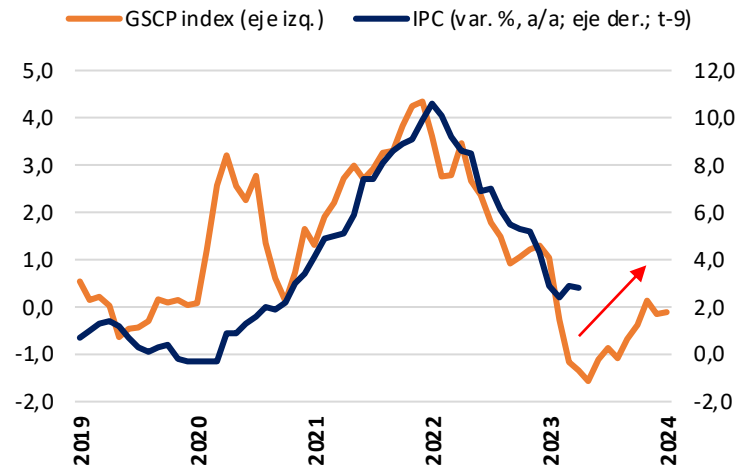


Eurozona: inflación de enero se ubicó levemente sobre lo esperado. Problemas en la cadena de suministro son una amenaza para el proceso desinflacionario

IPC en la Eurozona
(var. %, a/a)



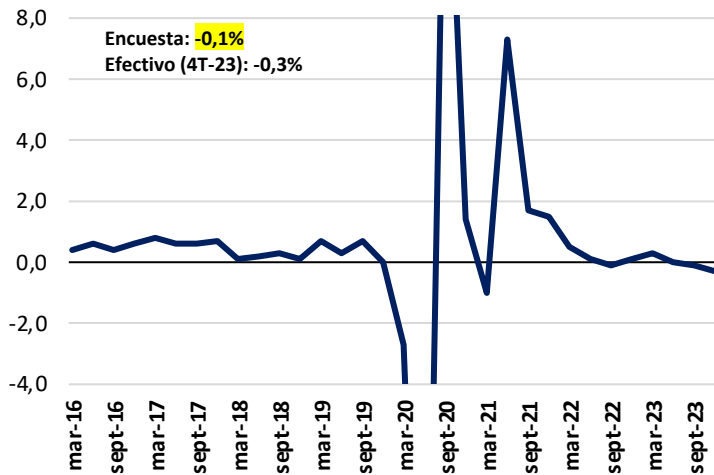
IPC en la Eurozona e Índice de presiones de cadena de suministro global



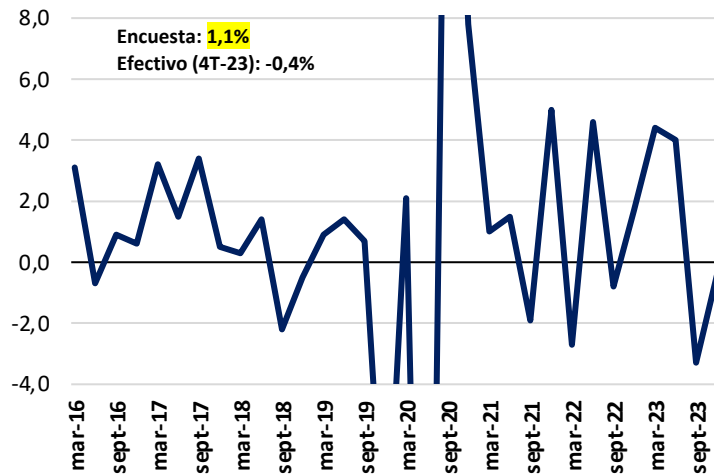


Reino Unido y Japón en recesión técnica al cierre de 2023

PIB Reino Unido
(var. %, t/t)



PIB Japón
(var. % anualizada, t/t)



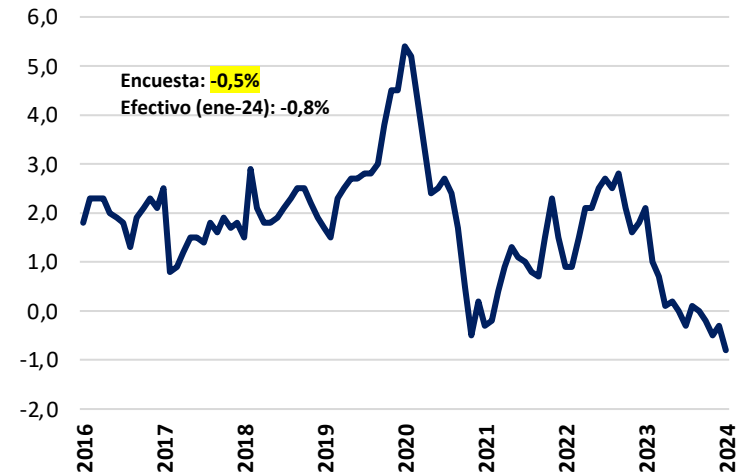


China: la confianza de los consumidores no se recupera después de las restricciones de la pandemia y se profundiza la deflación

Confianza de los consumidores en China (índice)



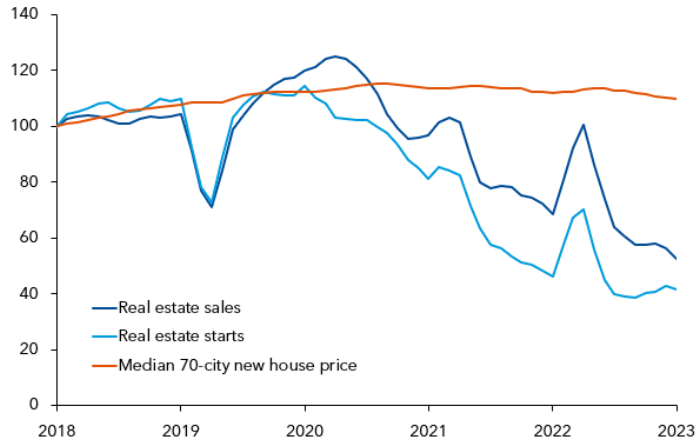
IPC en China (var. %, a/a)



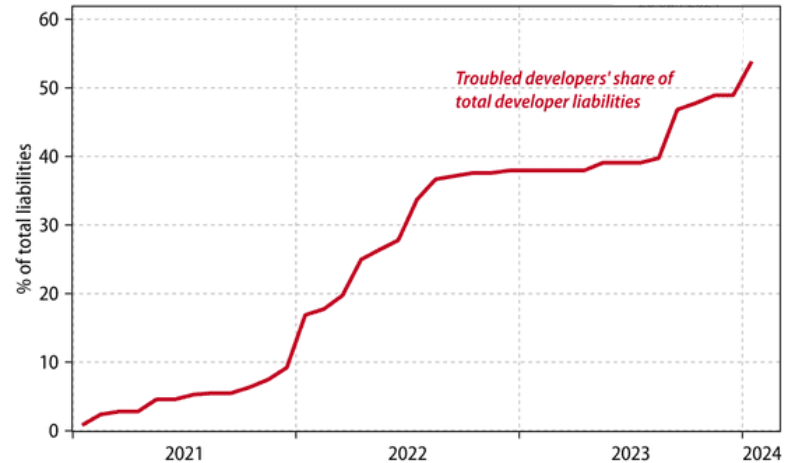


China: actividad del sector residencial se ha reducido a la mitad y la mayoría de los desarrolladores inmobiliarios enfrentan dificultades con su deuda

Sector inmobiliario en China: ventas, inicios de construcción y precios (índice, dic-18 = 100)

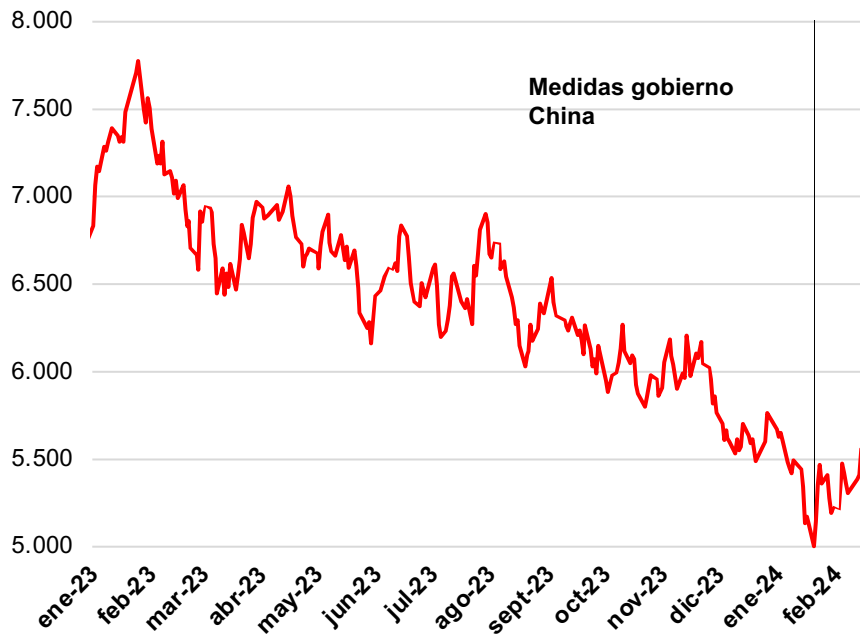


Porcentaje de desarrolladores inmobiliarios que ha reestructurado su deuda o ha caído en impago





China: las acciones profundizan su caída y el gobierno toma diversas medidas para detenerla



Fuente: Bloomberg.

China's Premier Orders More Measures to Arrest Stock Rout

- Benchmark CSI 300 closed at a five-year low on Monday
- Cabinet was briefed on market situation and considerations

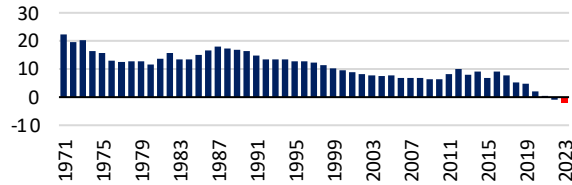
China sovereign fund vows to buy more ETFs, fuelling stock rally

Exclusive: China moves to support yuan as stock markets tumble

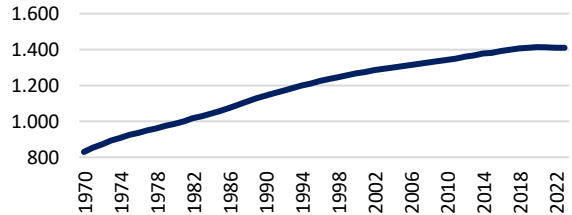


China: caída de la población es otro “dolor de cabeza” para la economía

Población de China (millones de personas, var. anual)



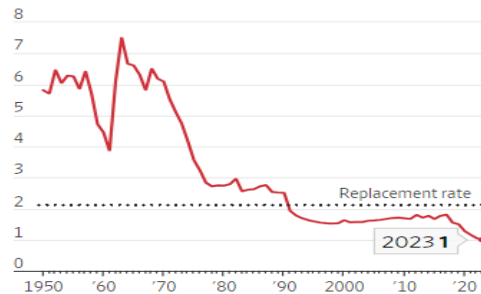
Población de China (millones de personas)



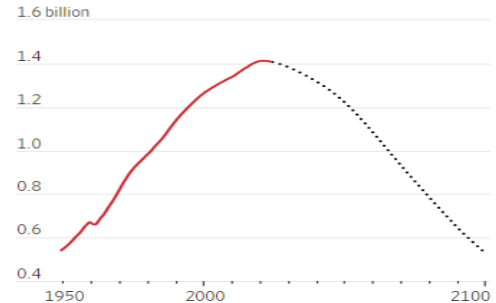
China's population drops for a second year despite government push for more babies

The number of newborns in China last year was 9.02 million, more than half a million fewer than the previous year.

Promedio de nacimientos por mujer en China

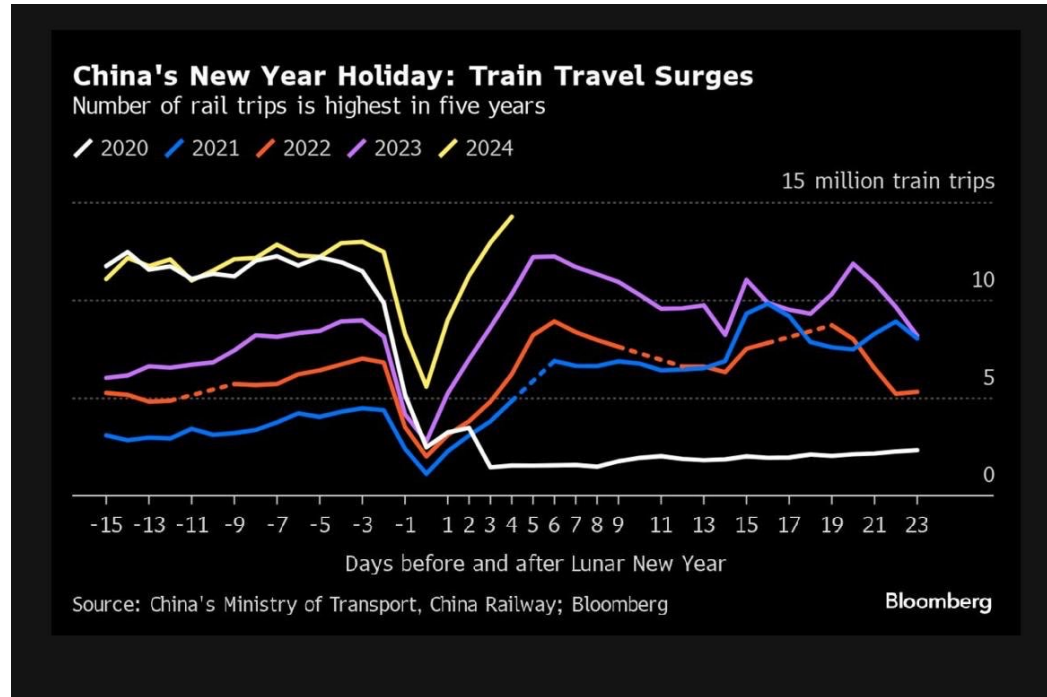


Proyección de población en China





China: ¿Al fin buenas noticias?





Proyecciones **escenario base** economía internacional

	Crecimiento del PIB		Inflación a/a, %	
	2023	2024	4T23	4T24
EE.UU.	2.5	2.0	3.2	2.3
Brasil	3.0	1.6	4.7	3.7
Colombia	1.1	1.2	9.3	5.2
México	3.1	2.3	4.4	4.0
Perú	-0.5	2.1	3.2	2.6
Japón	1.9	0.6	3.5	3.2
China	5.2	4.9	-0.3	1.6
India	6.5	6.0	5.4	4.7
Eurozona	0.5	0.4	2.7	1.9
Reino Unido	0.3	0.3	4.2	2.3
Mundo	3.0	2.7	4.4	3.6



VALTIN CONSULTING

AGENDA

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





Economía Chilena (I)

- **El IMACEC de diciembre decepcionó ampliamente las expectativas, llevando a que el año 2023 terminara con una contracción de 0,2%.** Mientras la minería y los servicios registraron un leve crecimiento el año pasado, sectores como el comercio, la construcción y la industria se contrajeron.
- **Este año la economía volverá a crecer, pero lo hará de forma acotada. Esta expansión estará liderada por una recuperación del consumo de los hogares, toda vez que las empresas se muestran aún muy cautas respecto de una reactivación de la inversión.** El crecimiento de este año será posible por un conjunto de factores, que incluyen una política monetaria y fiscal expansivas, el descenso de la inflación, la menor incertidumbre política, un mejor escenario internacional y bajas bases de comparación.
- **En relación con la política fiscal, el año 2023 cerró con una fuerte caída de los ingresos (-12,5%) y un bajo crecimiento del gasto público (1%).** La subejecución del gasto de capital (inversión) dio espacios para sobre ejecutar gasto corriente. La deuda pública se aproximó a 40% del PIB debido principalmente a los efectos de la depreciación del peso y se espera que siga subiendo en los próximos años. Para este año, el gobierno espera que los ingresos fiscales crezcan 8%, mientras que el gasto público crecería 5,6% real, lo que ubicaría el déficit fiscal, tanto efectivo, como estructural, en torno a 2% del PIB.
- **Este mes se publicó la primera cifra de inflación con la nueva canasta del IPC y la cifra (+0,7% m/m) superó las expectativas.** Sin embargo, al comparar este dato con la serie comparable del año anterior, vemos que la inflación es menor de lo que conocíamos hasta el cierre del año pasado con la serie antigua. Si bien el Banco Central indicó que “la nueva canasta no sugiere cambios relevantes en la dinámica inflacionaria de los últimos meses”, lo cual es correcto, también es cierto que este cambio reveló que la inflación está más cerca de la meta de lo que pensábamos (3,2% a/a) y, por lo tanto, es necesario acelerar el ritmo de recortes de tasas de interés.



Economía Chilena (II)

- **En línea con lo anterior, el Banco Central recortó la TPM en 100 pb en la reunión de enero hasta 7,25%, pero más importante que eso:** (i) reveló que la tasa llegará a su nivel neutral (en torno a 4%) este año y (ii) las actas de la reunión mostraron que las opciones que se discutieron fueron recortar 100 o 125 pb, incluso con un consejero levantando la opción de recortar 150 pb.
- **Contrario a lo que vimos este mes en EE.UU., donde el mercado redujo sus expectativas de recortes de tasas, en Chile estas se acentuaron, lo que impactó significativamente al alza al tipo de cambio.** El fortalecimiento del dólar y el débil desempeño de la economía china también inciden en esta evolución del peso por la alta exposición de nuestra economía al gigante asiático. Estos movimientos además se han visto amplificados por operaciones de no residentes apostando contra el peso y porque Hacienda ha mostrado un comportamiento errático en las ventas de divisas.
- **Un nivel de tipo de cambio multilateral superior 120, equivalente a una paridad peso/dólar por encima de \$970 es alto en perspectiva histórica.** No consideramos por el momento la necesidad de una intervención masiva en el mercado cambiario, en parte porque una fracción relevante de la depreciación reciente responde a la evolución de los fundamentos globales de la paridad. Sin embargo, es claro que en caso de acentuarse la depreciación del peso veremos recortes más acotados de tasas de interés y, eventualmente, intervenciones verbales por parte de la autoridad, que podrían ser acompañadas de ventas de dólares por parte de Hacienda.
- **El escenario base de este informe considera que el tipo de cambio convergerá hacia valores de \$870-\$890 en el transcurso del año.**

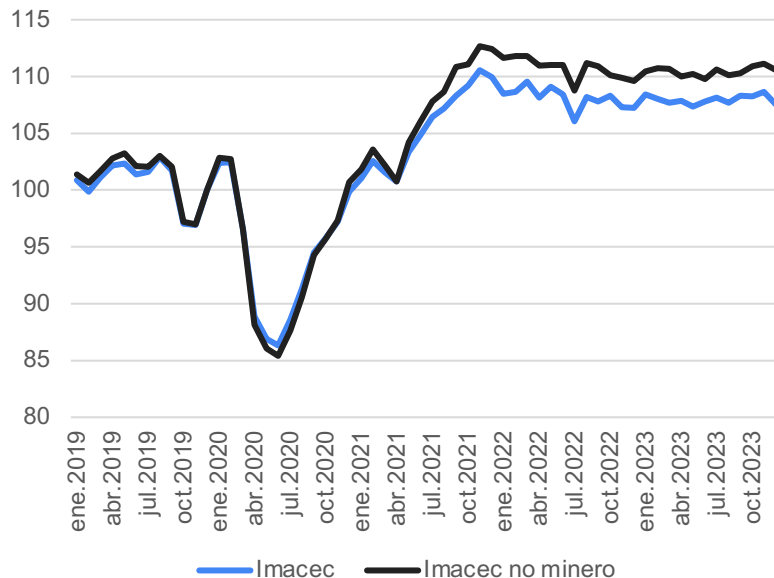


IMACEC de diciembre decepcionó las expectativas y el año cerró con una caída del PIB de 0,2% (preliminar).

La economía se ajustó el 1S22 y completó un año y medio estancada

	Imacec	Minería	Industria	Comercio	Servicios	Imacec no minero
1T23	-0.7%	-0.2%	-0.4%	-3.8%	1.3%	-0.7%
2T23	-0.8%	-0.5%	-1.9%	-4.9%	0.8%	-0.8%
3T23	0.6%	4.6%	-1.2%	-2.9%	0.9%	-0.1%
4T23	0.2%	-1.8%	3.3%	-2.1%	1.3%	0.5%
Dic-23	-1.0%	-3.6%	-2.3%	-3.8%	1.8%	-0.5%
Año 2023	-0.2%	0.5%	-0.1%	-3.4%	1.1%	-0.3%

Índices de actividad desestacionalizados





Pese a la caída del IMACEC de diciembre, el mercado mantuvo su estimación para el crecimiento de este año en 1,7% ¿Por qué la economía volverá a crecer?

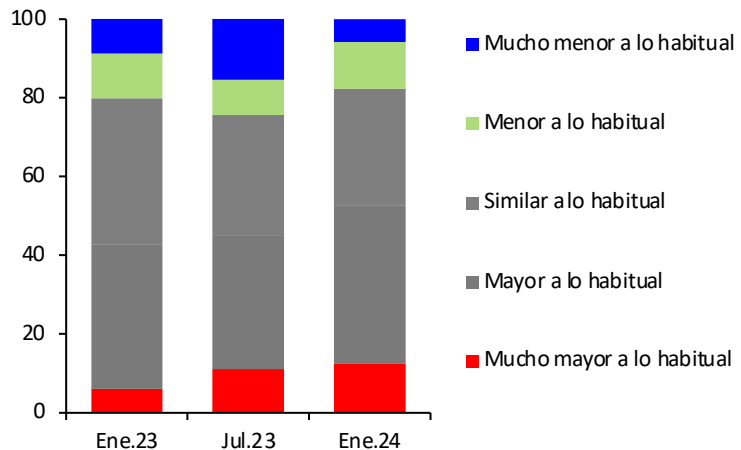
1. Menor inflación impacta positivamente el poder adquisitivo (efecto salarios reales, confianza)
2. Impulso monetario: las tasas de interés continuarán a la baja este año
3. Impulso fiscal: el gasto público crecerá más de 5% en términos reales
4. Menor incertidumbre política-económica por fin del debate constitucional
5. Mejor escenario internacional
6. Efecto estadístico: bases de comparación poco exigentes



Las empresas son cautas respecto del desempeño económico de este año, han ajustado sus plantillas y no vislumbran inversiones relevantes (I)

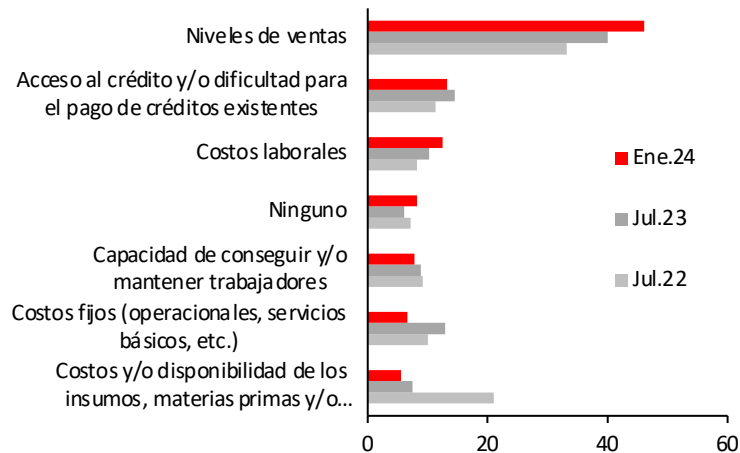
En comparación con lo habitual ¿cómo ha sido la frecuencia de los despidos o desvinculaciones en su empresa durante los últimos seis meses?

(% de empresas que ha desvinculado trabajadores)



Pensando en el desempeño de su empresa durante los próximos 12 meses, ¿cuáles de los siguientes temas es el que le genera mayor preocupación?

(% de empresas)





VALTIN CONSULTING

Las empresas son cautas respecto del desempeño económico de este año, han ajustado sus plantillas y no vislumbran inversiones relevantes (II)

Macrozona Norte: no se anticipan grandes proyectos de inversión durante este año, por lo que se enfocarán en mantenencias habituales.



Macrozona Centro: la mayoría de los sectores anticipa que la inversión se mantendrá en niveles similares o ligeramente por debajo de los registrados el año pasado. Se espera invertir únicamente en mantención de equipos y reparaciones impostergables de infraestructura e instalaciones.

Macrozona Sur: gran parte de los consultados considera que será un año similar a 2023 y prevé un crecimiento modesto para sus negocios. Esta visión es coherente con perspectivas de inversión que siguen bajas. Según varios entrevistados, esto se atribuye principalmente a una serie de focos de incertidumbre en materia político-legislativa.

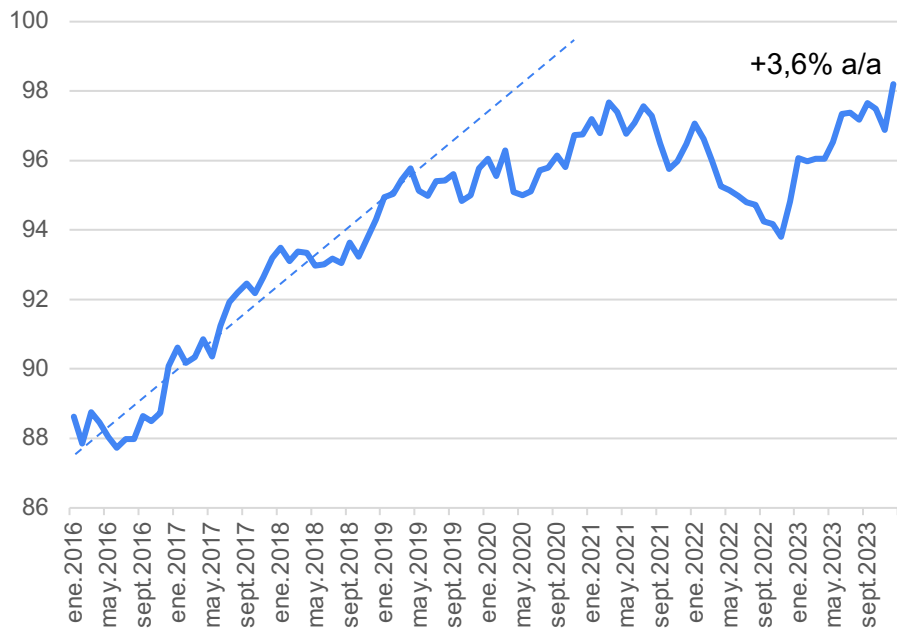


Fuente: Informe de Percepciones de Negocios del BC.



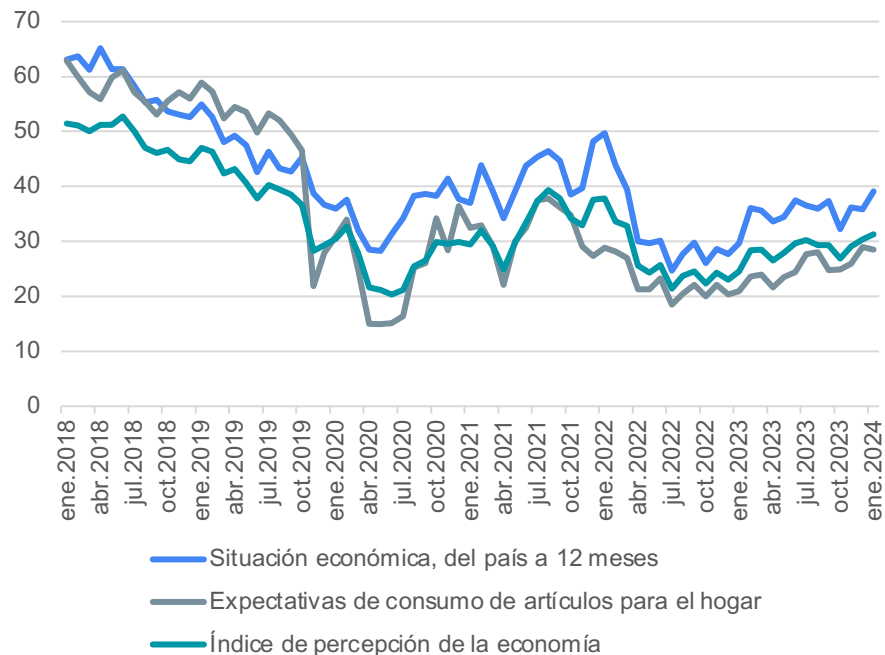
Menor inflación permite recuperar el valor de los salarios reales y explica menor pesimismo de los consumidores

Índice real de remuneraciones



Fuente: BCCH.

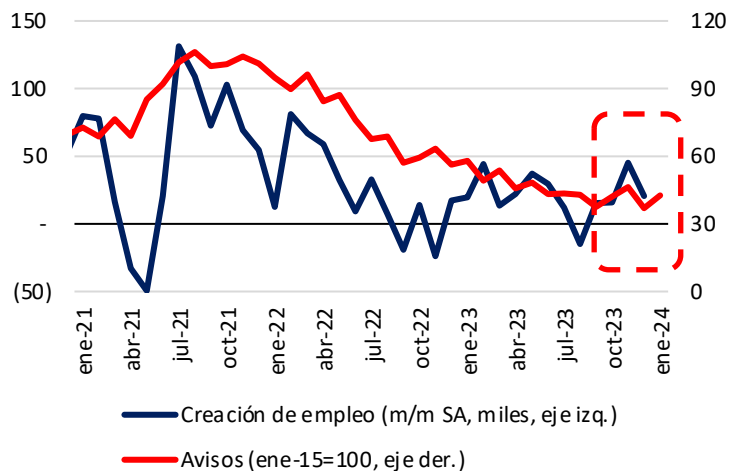
Confianza de los consumidores (IPEC)



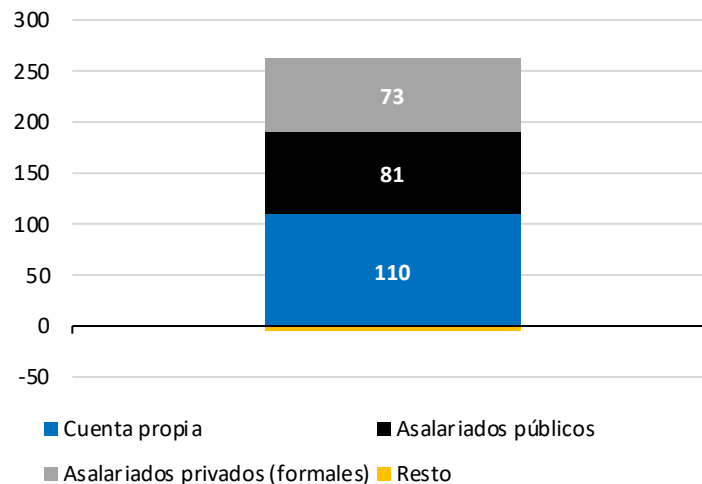


La economía crea pocos empleos y, en doce meses, la creación es liderada por cuenta propia y empleos públicos

Creación de empleo y avisos laborales de internet



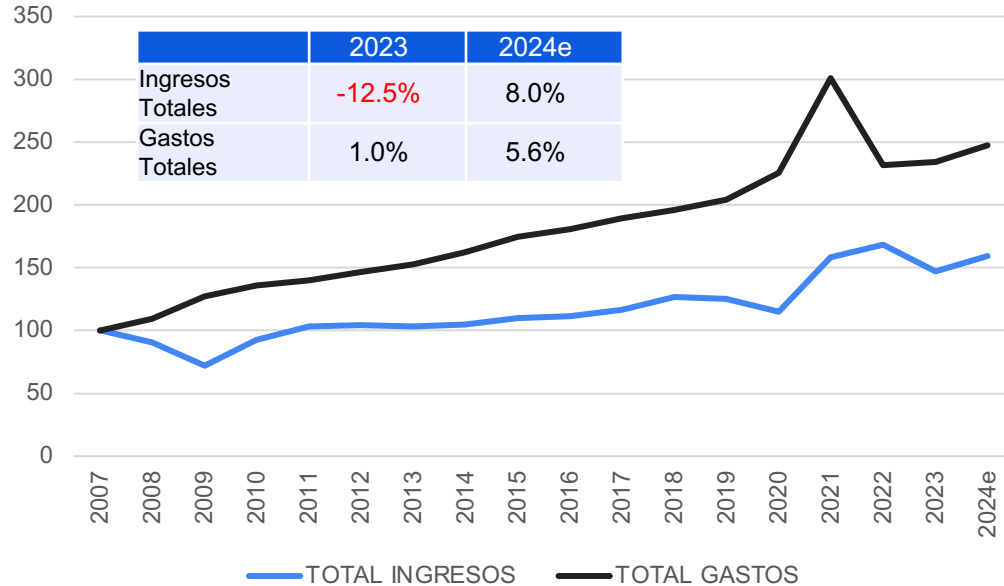
Creación interanual de empleo al trimestre terminado en dic-23 (miles)



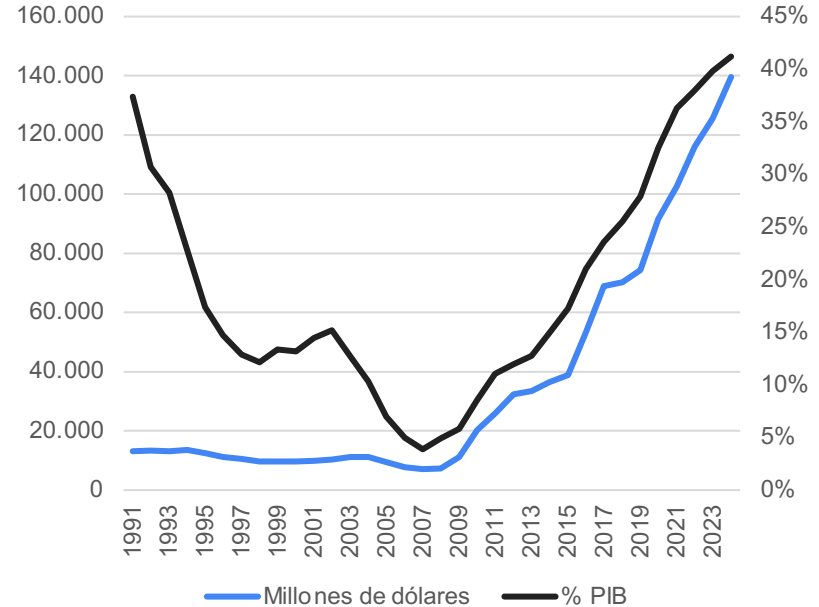


El problema de las finanzas públicas: el gasto crece sostenidamente más que la capacidad de generar ingresos

Ingresos y gastos del gobierno (series reales, 2007=100)

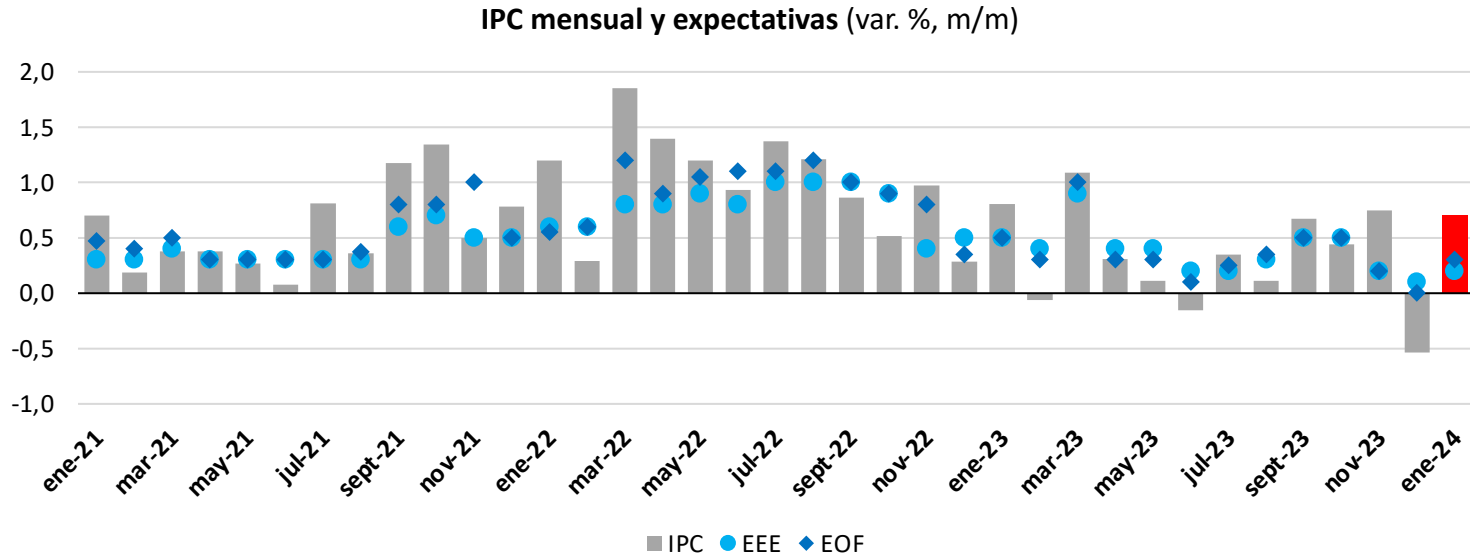


Deuda Pública





IPC de supera las expectativas, pero inflación a/a medida con la nueva canasta es menor: 3,2%



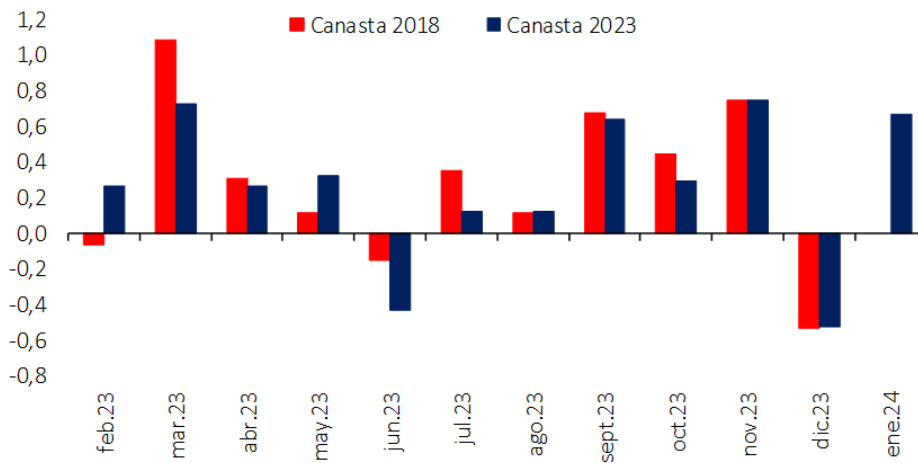


Principales cambios derivados de la nueva canasta del IPC (2023=100)

1. La serie referencial en 2023 muestra que las variaciones mensuales del IPC habrían sido, en promedio, menores a las obtenidas con la canasta 2018.
2. Al considerar la inflación mensual a partir de la canasta referencial desde febrero de 2023 se estima una inflación anual (referencial) a diciembre del año pasado 0,56pp menor a la oficial publicada con anterioridad (3,4% versus 3,9%)
3. La diferencia entre ambas mediciones se explica principalmente por el ajuste que experimentaron los ponderadores.
4. En parte, esto obedece a que **la nueva canasta pondera más a los bienes –cuya inflación ha caído más rápidamente– y pondera menos a los servicios –cuya inflación ha tenido un descenso más paulatino–.**
5. **Según el BC, la nueva canasta no sugiere cambios relevantes en la dinámica inflacionaria de los últimos meses.**

IPC año 2023: canasta 2018 y canasta 2023

(variación mensual, porcentaje)

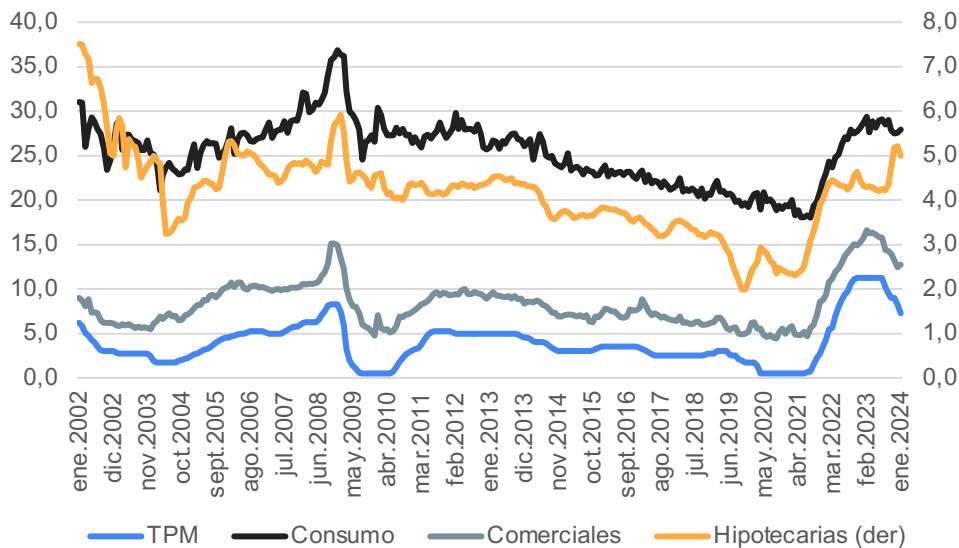


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto de Nacional de Estadísticas.



Tasa de colocaciones bancarias: sólo las tasas comerciales reflejan con claridad el descenso de la TPM

TPM y tasas de interés de colocaciones



La oferta de créditos para grandes empresas muestra condiciones más restrictivas respecto al trimestre previo, mientras que para las PyMEs y hogares no se observan variaciones significativas.

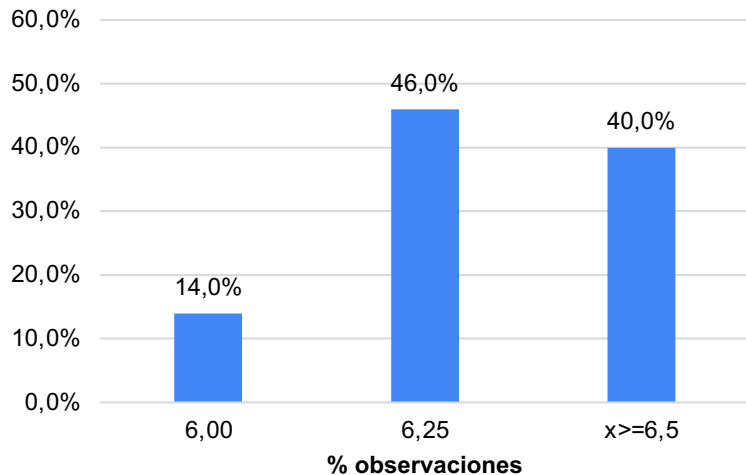
Por su parte, **la demanda de crédito** continúa debilitada, a excepción del segmento de consumo que muestra cierto fortalecimiento.

Fuente: Encuesta de Créditos Bancarios 4T23 del BC.

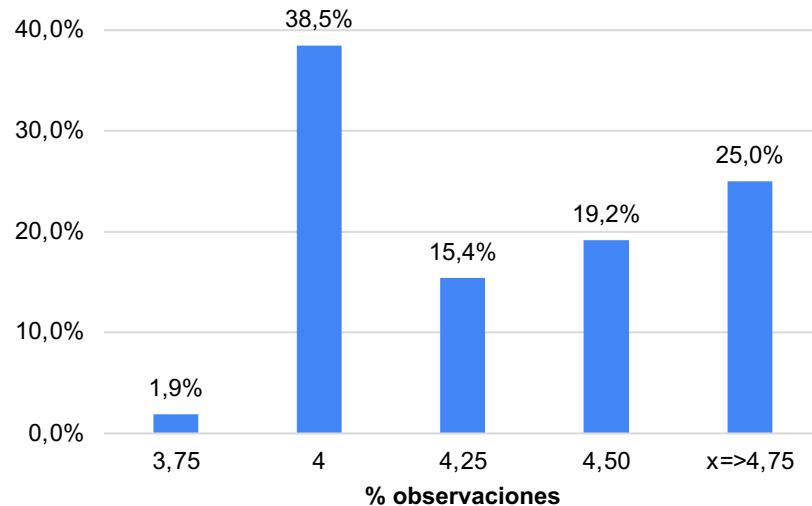


El mercado espera otro recorte de 100 pb en abril y anticipa que la TPM se ubicará entre 4% y 4,25% en diciembre (4,75% hace un mes)

**Expectativas TPM: Próxima RPM
(abril 2024)**



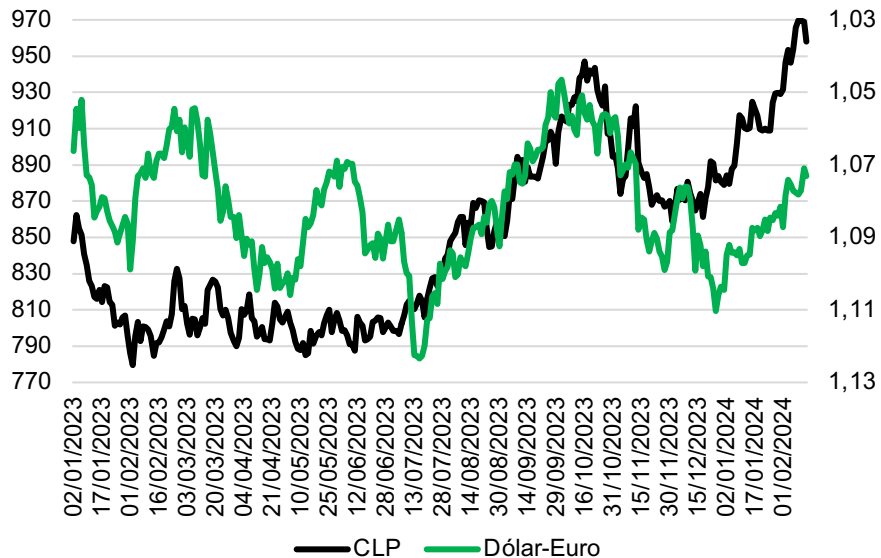
Expectativas TPM: RPM de diciembre 2024



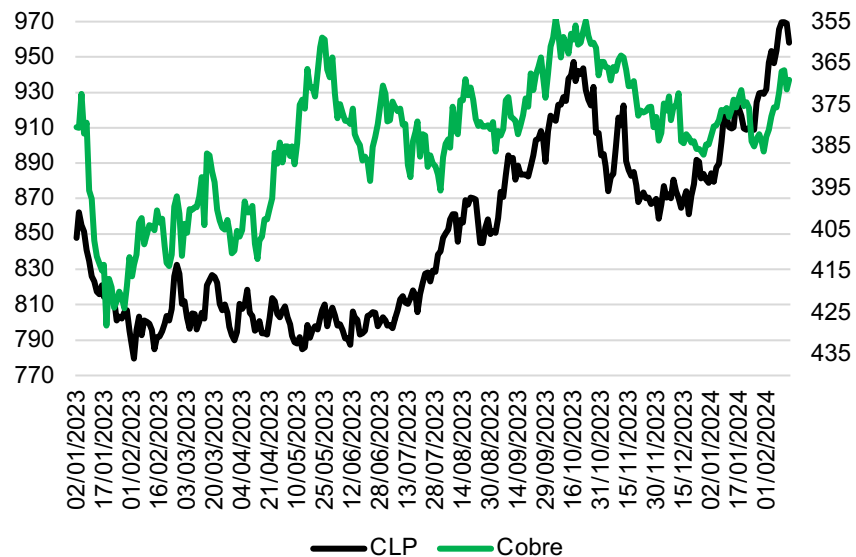


Fundamentos: este mes el dólar se apreció y el precio del cobre cayó

Dólar-euro y CLP en 2023



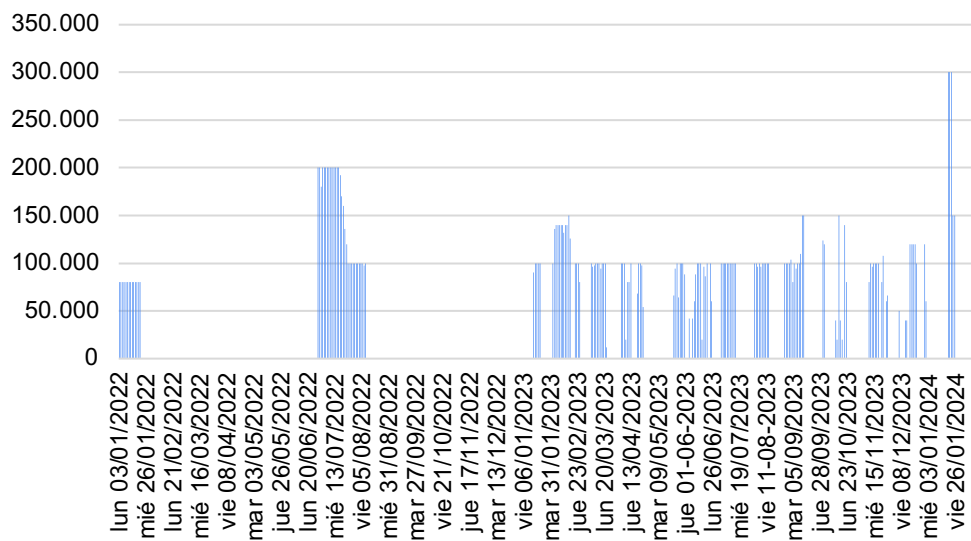
Precio del cobre y CLP en 2023





Flujos: Después de vender US\$ 1.200 millones en 5 días, Hacienda no ha vendido dólares desde el 25/1*. Y no residentes compraron US\$ 6,5 mil millones entre el 28/12 y el 8/2

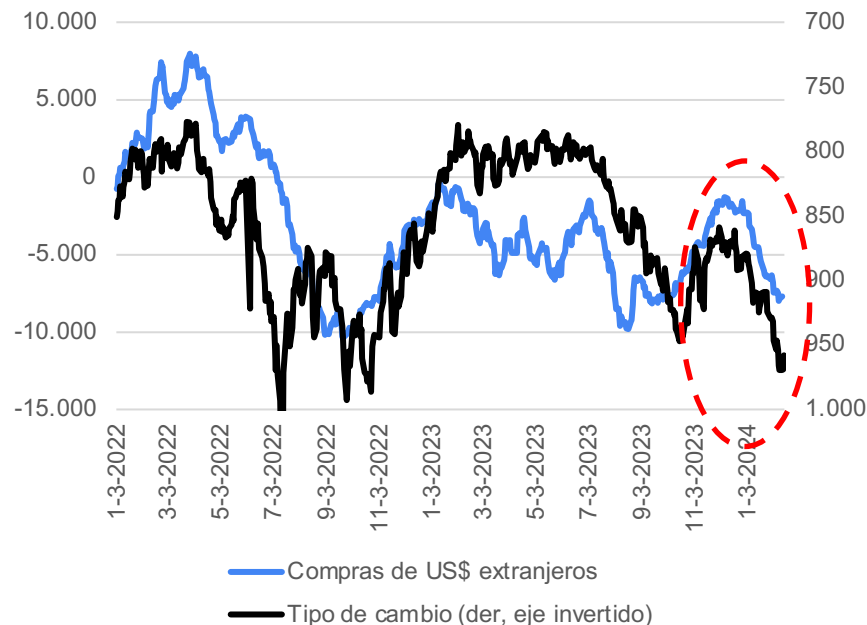
Ventas de US\$ Hacienda (miles)



(*) El jueves 18/1 el Ministerio de Hacienda informó que se realizarán ventas de dólares por un total de hasta US\$3.000 millones durante el periodo de enero a marzo del presente año.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco Central.

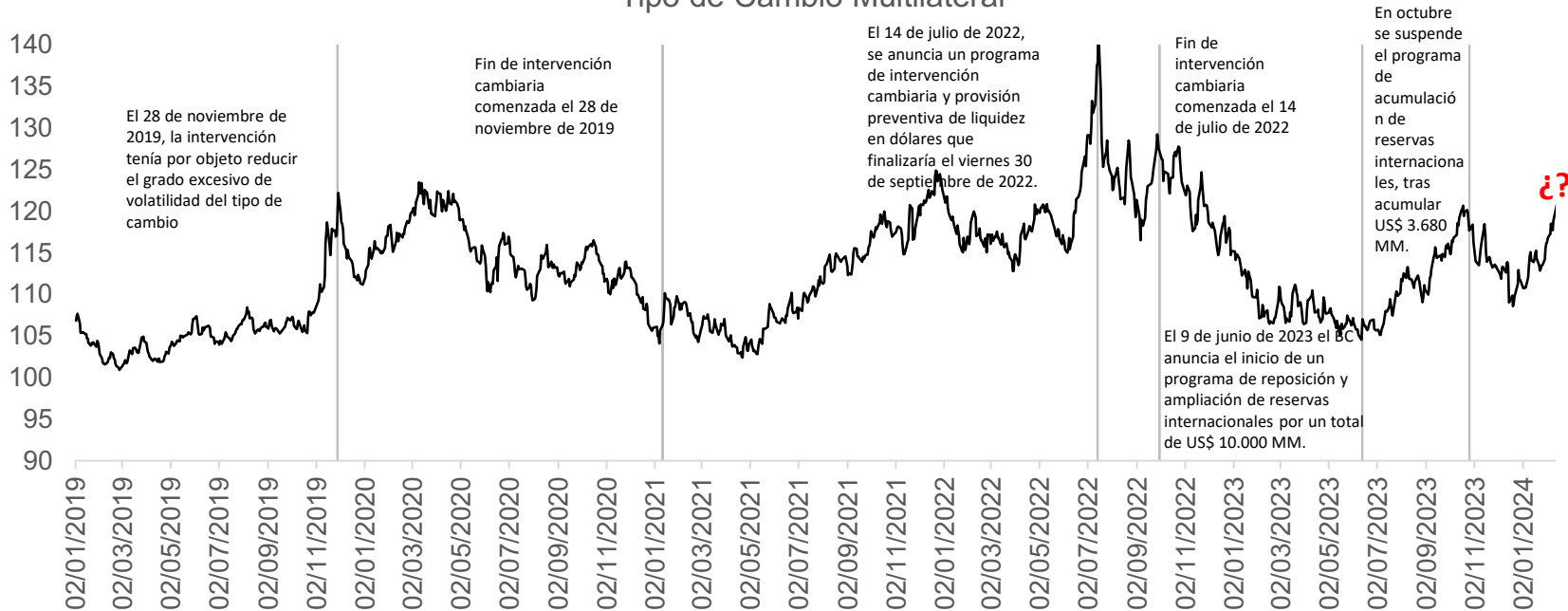
Compras de US\$ por no residentes





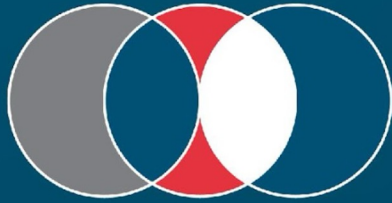
¿Intervención cambiaria?

Tipo de Cambio Multilateral



Proyecciones Escenario Base

Var. a/a, %	2022	2023	2024
PIB	2.4	-0.2	1.25-1.75
Demanda interna	2.3	-4.7	1.5
Inversión fija	2.8	-2.0	0.2
Consumo privado	2.9	-4.8	1.9
Exportaciones	1.4	0.6	1.1
Importaciones	0.9	-11.7	1.8
PIB mundial (PPP)	3.4	3.0	2.7
Precio del cobre (cUS\$/libra)	400	385	390
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	94	78	79
Tipo de cambio Diciembre	876	875	870-890
Inflación Diciembre	12.8	3.9	2.9
Inflación Promedio	11.6	7.7	2.8
TPM Dic (%)	11.25	8.25	4.00-4.50



VALTIN CONSULTING