

VALTIN CONSULTING

INFORME

Económico Mensual

NOVIEMBRE 2024

Autor: Hermann González



VALTIN CONSULTING

Estimados Clientes y Amigos,

El resultado de las elecciones en EE.UU. cambió drásticamente las condiciones financieras globales. Contrario a lo que mostraban las encuestas hasta el día de la elección, D. Trump ganó por amplia mayoría y, a su vez, el partido Republicano consiguió la mayoría en ambas cámaras del Congreso, un escenario que no estaba incorporado en los precios de los activos.

Con este resultado, el riesgo de una aceleración de la inflación vuelve a convertirse en la mayor amenaza global, superando a los riesgos geopolíticos. De forma cualitativa, en el caso de EE.UU. mejoraron las expectativas de crecimiento, pero también han subido las expectativas de inflación y se redujeron significativamente las previsiones de recortes de tasas de interés para el próximo año.

En Chile, el nulo crecimiento interanual de septiembre generó un nuevo deterioro de las expectativas de crecimiento para el año. Por su parte, la inflación de octubre sorprendió al alza impactando las proyecciones para el cierre del año y terminó por derribar el escenario base del IPOM de septiembre. Estimamos que las noticias externas e internas de este mes modificarán la trayectoria de la política monetaria en los próximos meses. El Banco Central seguirá bajando la TPM, pero será mucho más cauto, prestando mayor atención a la evolución de la inflación y a las decisiones de la Fed. El próximo IPOM de diciembre será clave para que el BC muestre al mercado la forma en que ponderará en sus futuras decisiones una actividad más débil, una inflación más alta y un escenario internacional más incierto.

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, 14 de noviembre de 2024



VALTIN CONSULTING

AGENDA

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





Economía Internacional (I)

- **El resultado de las elecciones en EE.UU. cambió drásticamente las condiciones financieras globales.** Contrario a lo que mostraban las encuestas hasta el día de la elección, D. Trump ganó por amplia mayoría y, a su vez, el partido Republicano consiguió la mayoría en ambas cámaras del Congreso, un escenario que no estaba incorporado en los precios de los activos.
- Como consecuencia de este resultado, las tasas de interés en dólares continuaron al alza, acumulando incrementos entre 70 y 75 puntos base en los últimos dos meses, mientras que el dólar se ha apreciado 5% en el mismo período y el precio del cobre ha retrocedido hasta US\$ 4.07 la libra al cierre de este informe (-5,4% en el mes)
- **El riesgo de una aceleración de la inflación vuelve a convertirse en la mayor amenaza global, superando a los riesgos geopolíticos.** De forma cualitativa, en el caso de EE.UU. mejoraron las expectativas de crecimiento, pero también han subido las expectativas de inflación y se redujeron significativamente las expectativas de recortes de tasas de interés para el próximo año. Ahora el mercado proyecta que la tasa Fed funds cierre 2025 en 3,8%, comparado con 2,8% esperado a mediados de septiembre.
- **En el plano coyuntural, las cifras de actividad de EE.UU. han seguido sorprendiendo al alza y las cifras del cuarto trimestre anticipan un sólido ritmo de crecimiento.** En cuanto al empleo, si bien las cifras de octubre decepcionaron las expectativas, el mercado rápidamente interpretó que la sorpresa se explicaba principalmente por razones climáticas.



Economía Internacional (II)

- **La economía china creció 4,6% a/a en 3T24 en línea con lo esperado, pero en términos trimestrales la expansión fue de sólo 0,9%.** Esta última cifra equivale a un crecimiento anualizado inferior a 4% una cifra que probablemente haya motivado al gobierno a impulsar las medidas de estímulo que mencionamos en el informe del mes pasado.
- **Los datos de septiembre y octubre aún muestran una demanda interna débil, pero en noviembre se observan incipientes signos de mejora en la actividad.** Las ventas minoristas crecen a tasas reducidas, mientras que las importaciones caen en términos interanuales y la inflación continúa muy apagada.
- Sin embargo, indicadores de alta frecuencia serían compatibles con un repunte de la actividad en el margen. Por cierto, estos indicadores aún no consideran los potenciales efectos de las medidas proteccionistas de D. Trump, por lo que esperamos que en los próximos meses el gobierno chino se vea en la necesidad de anunciar nuevas medidas de impulso monetario, fiscal y cambiario.
- **Los primeros cambios en las proyecciones globales apuntan a un escenario 2025 con menor crecimiento, más inflación, tasas de interés más altas y un dólar más fuerte que lo previsto antes de las elecciones en EE.UU.** Si bien las perspectivas para este país pueden ser mejores dados los anuncios de recortes de impuestos y desregulación de algunos sectores, el escenario para el resto del mundo se ve más negativo de cara al próximo año.



VALTIN CONSULTING





Un primer análisis post elecciones de EE.UU. muestra posibles efectos positivos en el crecimiento de EE.UU., pero también más inflación y tasas de interés más altas en ese país y a nivel global

	Global	EE.UU.	Europa	China	Resto del mundo
Tarifas/Inmigración					
<i>Crecimiento</i>	-	-	0	-	-
<i>Inflación</i>	+	+	0	-	+
Fiscal/Regulatorio					
<i>Crecimiento</i>	+	+	+	+	+
<i>Inflación</i>	+	+	+	+	+
Sentimiento					
<i>Crecimiento</i>	?	+	-	-	-
<i>Inflación</i>	+	+	-	-	+
Neto					
<i>Crecimiento</i>	0	+	-	-	-
<i>Inflación</i>	+	+	-	-	+
Memo: Tasa de política*	+	+	-	-	+

*En relación a trayectoria esperada en el escenario base para la tasa de política.

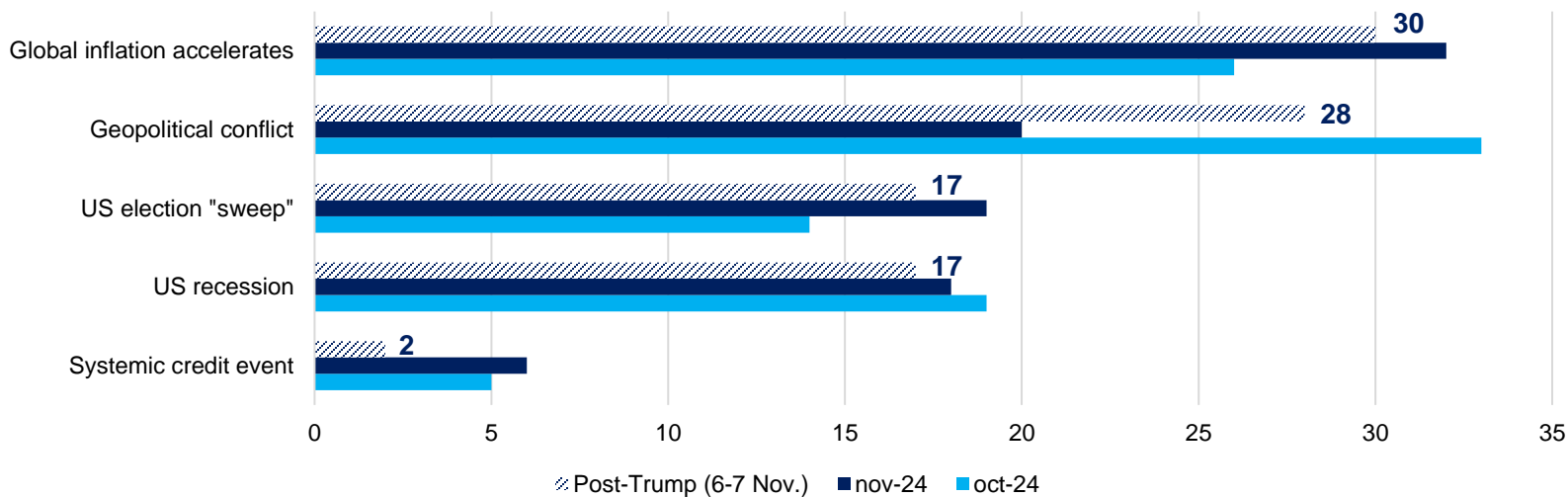
Fuente: JP Morgan.



Inversionistas globales perciben una aceleración de la inflación como el principal riesgo, seguido de los riesgos geopolíticos que en octubre lideraban los temores

"Global inflation" is seen as the biggest tail risk

What do you consider the biggest "tail risk"? (%)





Drástico aumento de las expectativas de inflación global tras el triunfo de D. Trump

Expectativas de inflación aumentaron en noviembre y aún más después de la elección de Trump
(% neto de encuestados que espera mayor inflación global y mayores tasas de corto plazo)



Trump 2.0 indica las respuestas recogidas después de la elección presidencial en Estados Unidos.

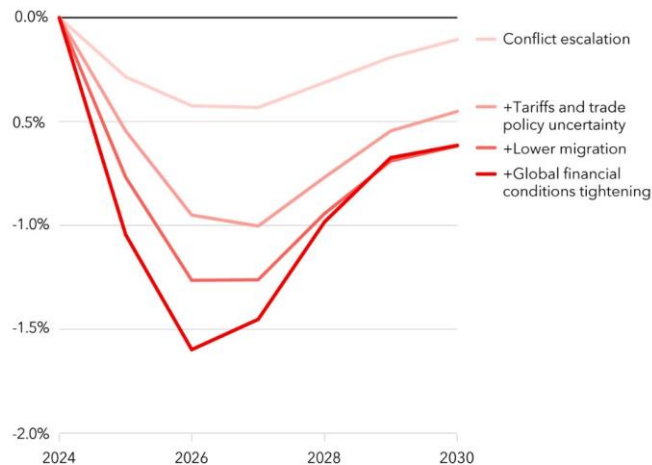
Fuente: BofA.



El FMI estimó que los potenciales efectos negativos que podría tener la materialización de una serie de riesgos sobre el crecimiento mundial en los próximos años

Some undesirable developments can lower global output

Downside risks to world GDP, deviation from baseline



Sources: IMF, World Economic Outlook; and IMF staff estimates.





EE.UU.: han continuado las buenas noticias económicas y el crecimiento se mantiene sólido en la parte final del año

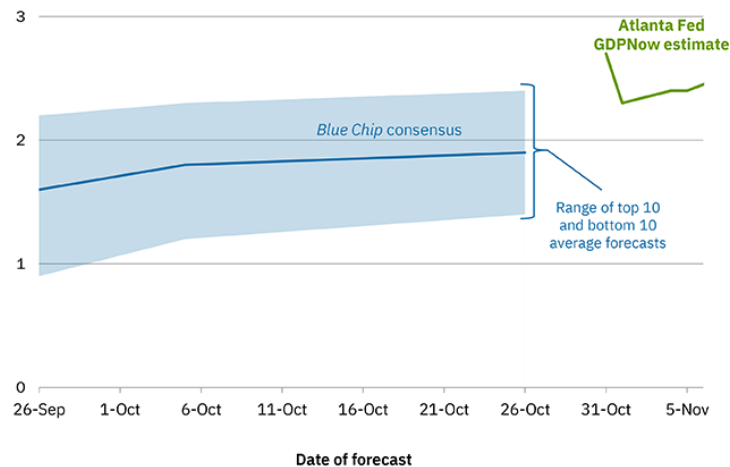
Índice de sorpresas económicas Citi (valor positivo indica datos mayores a lo esperado)



Fuente: Bloomberg, Atlanta Fed.

Evolución de la estimación de GDPnow (Fed de Atlanta) para el 4T-24 (var. %, t/t, SAAR)

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2024: Q4
Quarterly percent change (SAAR)



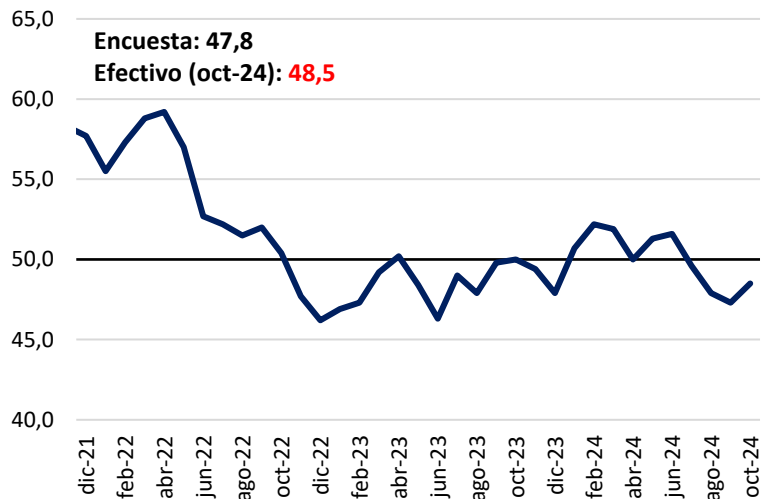
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

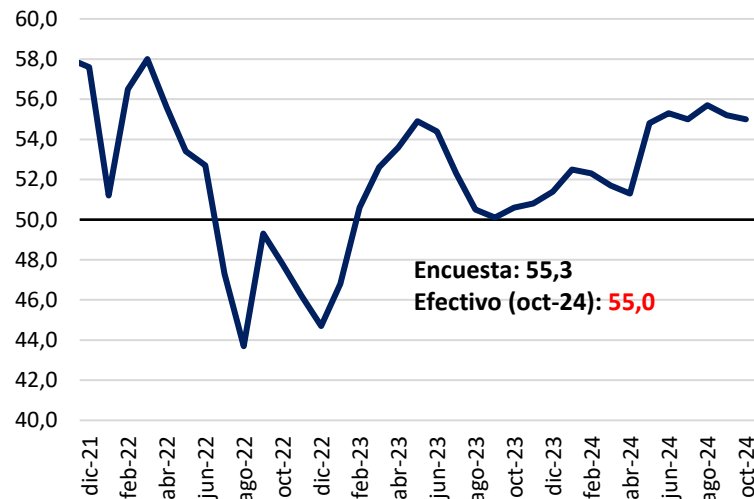


EE.UU.: se mantiene un claro contraste entre el sector manufacturero (que se contrae) y los servicios (que se expanden)

PMI manufacturero (índice)



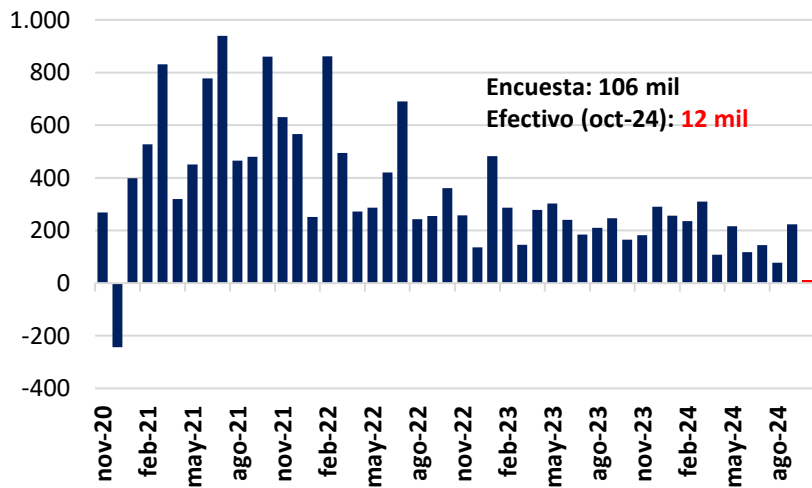
PMI de servicios (índice)



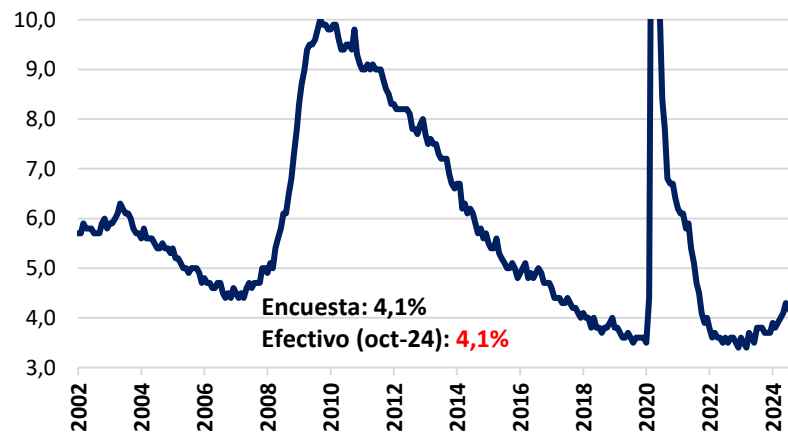


EE.UU.: la creación de empleos decepcionó ampliamente las expectativas en octubre...

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



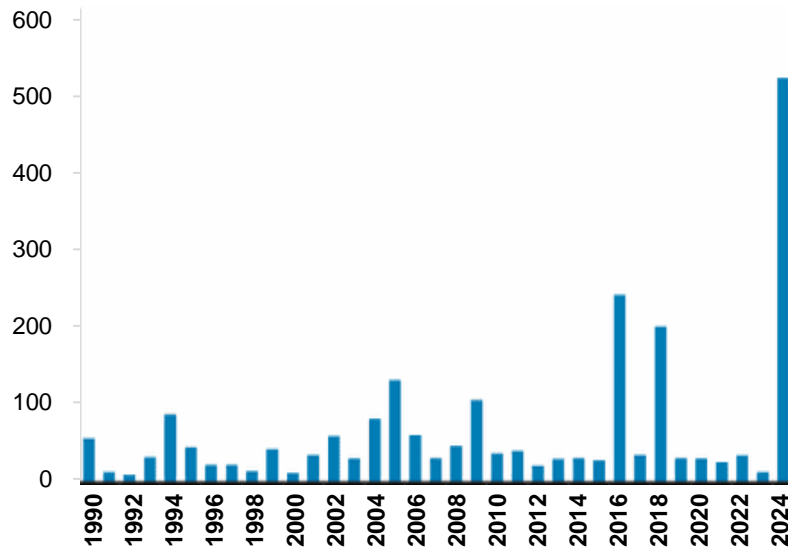
Tasa de desempleo U3 (%, desempleados buscando empleo activamente)





Sin embargo, factores climáticos distorsionaron inusualmente las cifras el mes pasado

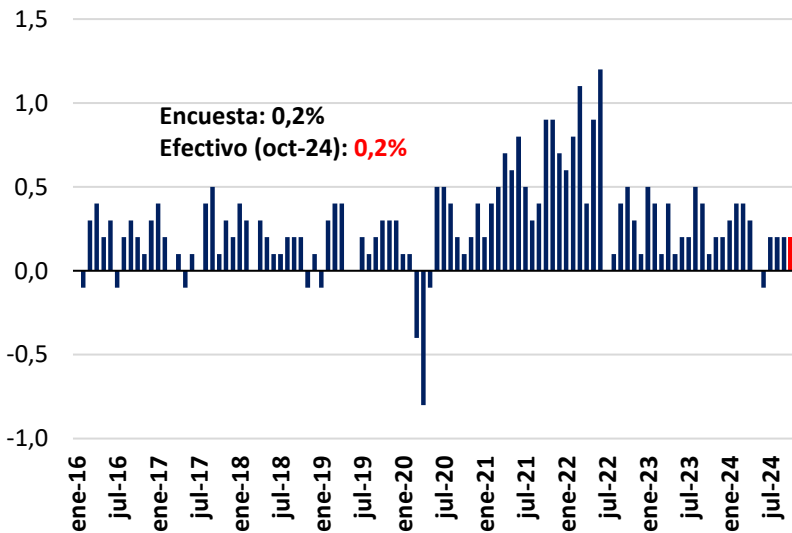
Empleados que no trabajaron durante eventos climáticos en octubre de cada año (miles)



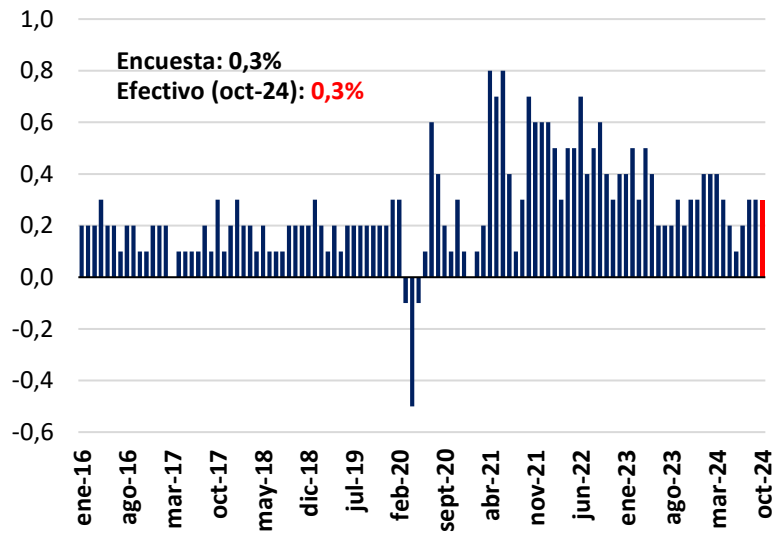


EE.UU.: la inflación subió en línea con las expectativas (IPC total: 2,6% a/a; IPC core: 3,3% a/a)

IPC total
(var. %, m/m)



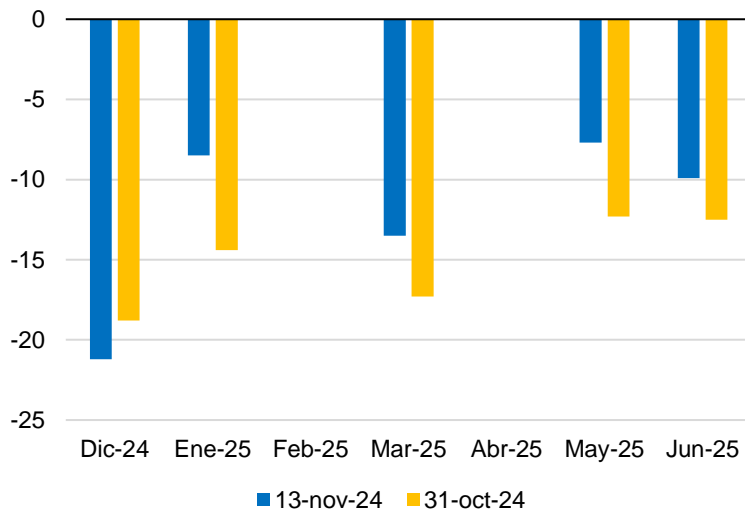
IPC subyacente
(var. %, m/m)



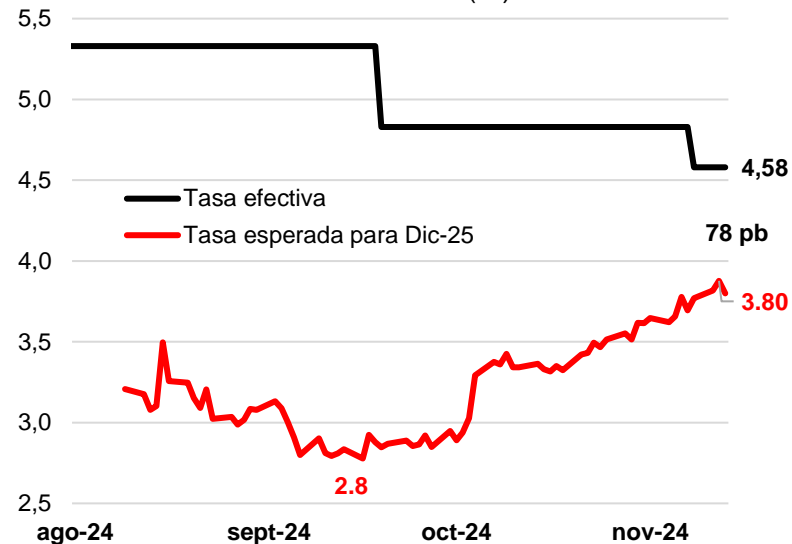


EE.UU.: drástico cambio en las expectativas para la tasa Fed funds en 2025

Cambio implícito en la tasa de la Fed (ppts)



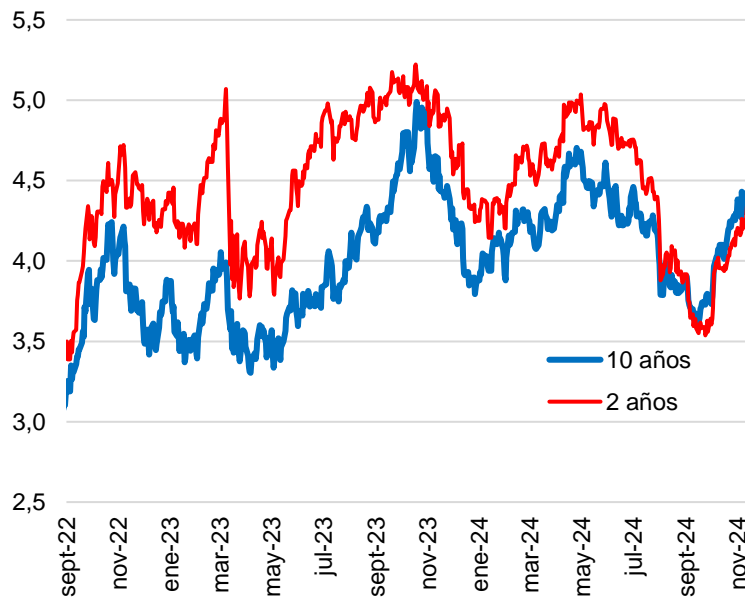
Fed Funds Rate efectiva y expectativas del mercado (%)





EE.UU.: luego de las elecciones se acentúa el alza de las tasas de interés y el fortalecimiento del dólar

Tasa de interés del bono del Tesoro de EE.UU. (% , USD)



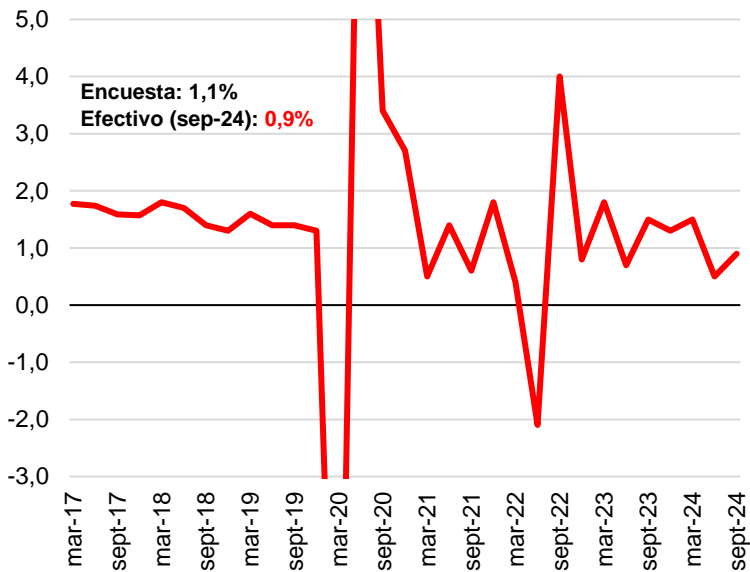
Dollar Index (índice)



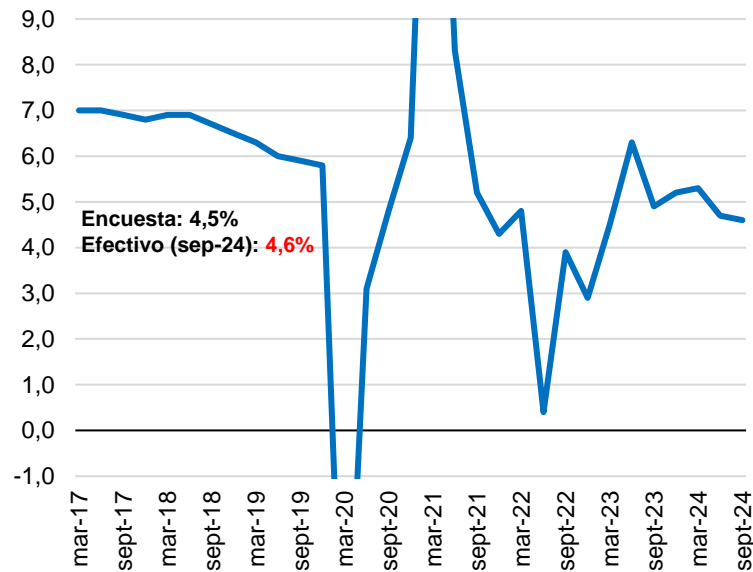


China: PIB de 3T24 subió en línea con lo esperado, pero a un ritmo anualizado menor a 4%

PIB China (var. %, t/t desestacionalizado)



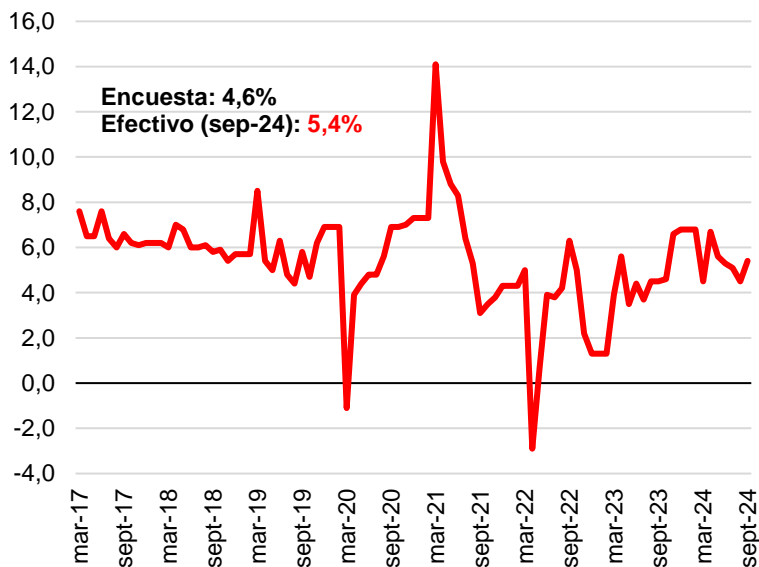
PIB China (var. %, a/a)



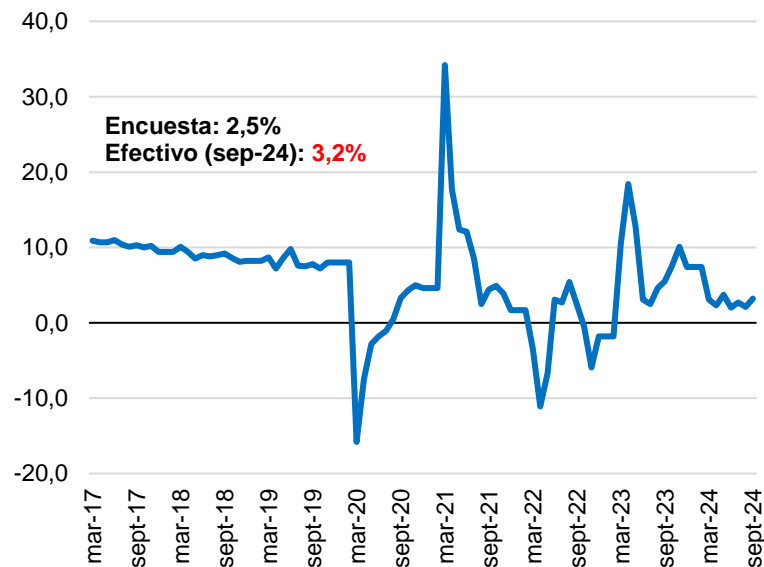


China: los datos de septiembre daban cuenta de una demanda interna que seguía con un bajo crecimiento...

Producción Industrial (var. %, a/a)



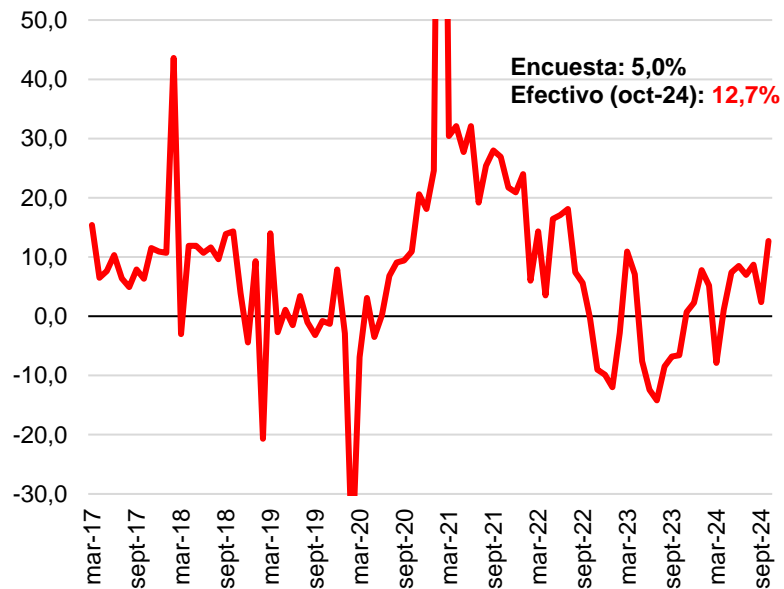
Ventas minoristas (var. %, a/a)



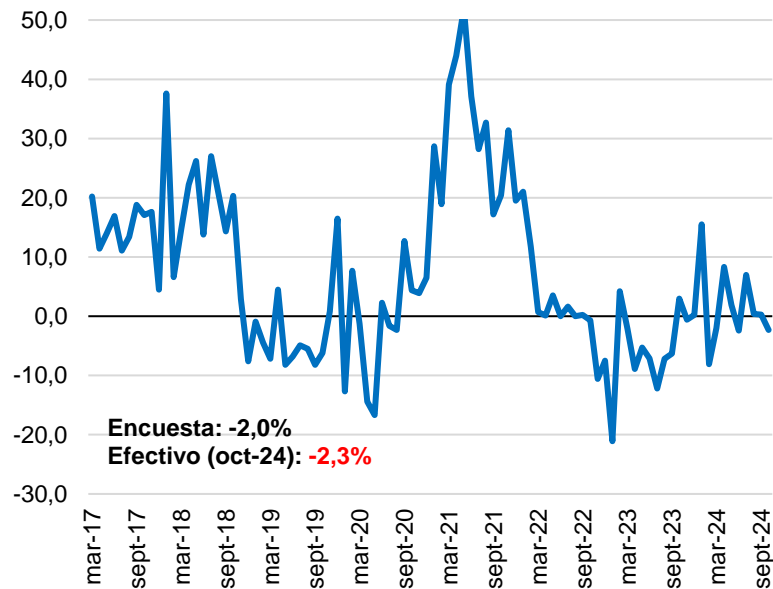


Algo que fue ratificado por la caída de las importaciones en octubre...

Exportaciones (var. %, a/a, en USD)



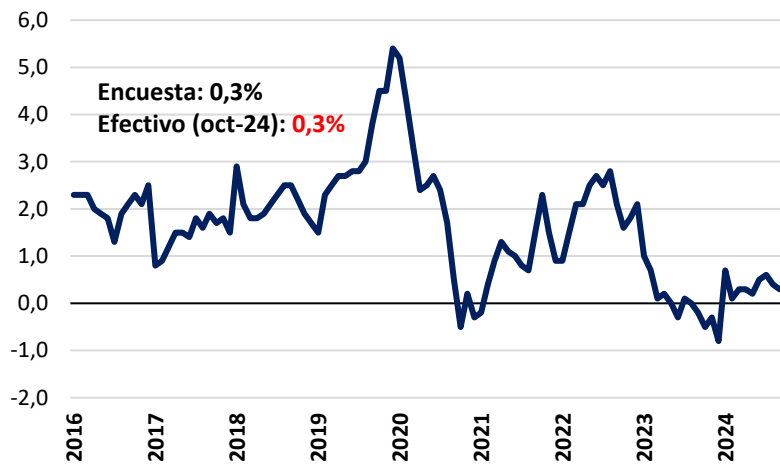
Importaciones (var. %, a/a, en USD)





Mientras que la inflación sigue muy baja, confirmando el escenario de debilidad de la demanda local...

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

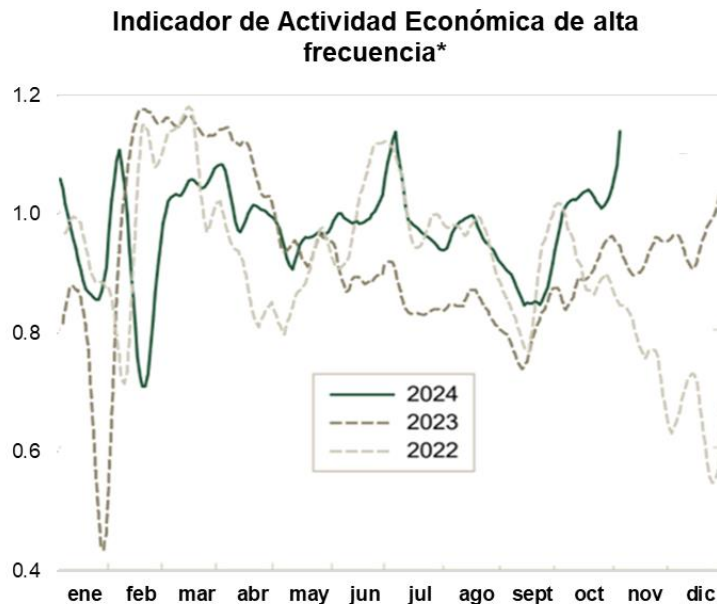


IPP en China
(var. %, a/a)





Sin embargo, datos de alta frecuencia muestran los primeros efectos positivos de las medidas de estímulo



*Incluye datos de tráfico, tráfico en el metro, consumo de carbón para generación eléctrica, contaminación ambiental, ventas de viviendas para uso comercial y búsquedas en Baidu para los siguientes términos: “desempleo” y “quiebras”.

Fuente: Yicai Research Institute.



Post triunfo de D. Trump en EE.UU. se producen los primeros ajustes a las proyecciones de crecimiento (a la baja) y de inflación (al alza)

	PIB		Inflación	
	2024	2025	4T24	2T25
EE.UU.	2,7	2,0 ↑	2,9 ↑	2,3 ↑
América Latina	1,8 ↑	2,0 ↓	4,6 ↑	4,3 ↑
Argentina	-3,7	4,4	161,5	56,1
Brasil	3,5 ↑	1,9	4,8 ↑	4,9 ↑
México	1,5	1,0	4,5 ↑	4,0 ↑
Colombia	2,0	2,5 ↓	5,3 ↓	4,1 ↓
Perú	3,0	2,7 ↓	2,2 ↓	2,1 ↓
Japón	-0,2 ↓	0,9 ↓	2,7 ↑	3,3 ↑
China	4,8	3,9 ↓	0,6 ↓	0,8 ↓
India	6,5	6,0	4,8	4,4
Eurozona	0,8	0,8 ↓	2,2 ↑	1,9 ↑
Mundial	3,0	2,6	3,7	3,2



VALTIN CONSULTING

AGENDA

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





Economía Chilena (I)

- **El nulo crecimiento interanual de septiembre generó un nuevo deterioro de las expectativas de crecimiento para el año.** El consenso de mercado revisó desde 2,4% a 2,2% su proyección para 2024 y el ministro de Hacienda reconoció que no se alcanzará la proyección oficial del gobierno de 2,6%. De esta forma, el crecimiento económico se ubicaría bajo el piso del rango de proyección del IPOM de septiembre (2,25%-2,75%). A la espera de la publicación de las cifras oficiales de 3T24 el próximo lunes, todo indica que la actividad ha decepcionado tanto al mercado como las autoridades económicas.
- **La confianza de los agentes económicos (consumidores y empresarios) se mantiene en niveles pesimistas y la incertidumbre económica ha aumentado en las últimas semanas.** Si bien es factible esperar una mejora en las expectativas el próximo año previo al cambio de gobierno, la mayor incertidumbre internacional podría ser más persistente como consecuencia de las políticas que implemente el gobierno de D. Trump. Asimismo, el menor crecimiento global y las mayores tasas de interés externas generarán un menor impulso para la economía chilena en 2025.
- **En el proceso de discusión del Presupuesto 2025 el gobierno se ha visto obligado a recortar el gasto incluso antes de iniciar su ejecución.** Considerando las dudas que existen sobre la estimación de ingresos fiscales y la magnitud del incumplimiento de la meta de balance estructural este año, la oposición presionó para un recorte del gasto que llevaría su expansión real (ley contra ley) desde 2,7% a 2%.
- **Las cifras de octubre muestran un repunte de las importaciones y una aceleración del valor de las exportaciones.** El crecimiento de las importaciones de consumo y de capital supera los registros de los primeros tres trimestres, mientras que las exportaciones crecen lideradas por minería, aunque con un efecto precio significativo.



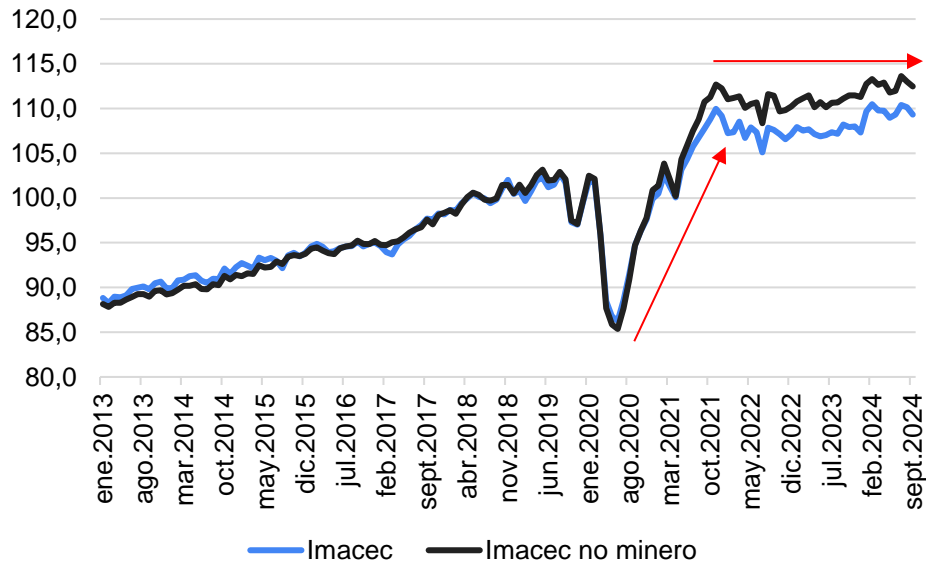
Economía Chilena (II)

- **En octubre, la inflación sorprendió al alza impactando las proyecciones para el cierre del año y terminan por derribar el escenario base del IPOM de septiembre.** El alza mensual del IPC fue 1% m/m, con lo que la inflación acumuló 4,5%, exactamente lo que el Banco Central proyectaba que subieran los precios en todo el año. De esta forma, el consenso de mercado revisó su proyección de inflación para el cierre de 2024 a 4,9%. Es posible que los efectos de segunda vuelta del alza de las tarifas eléctricas estén siendo mayores a los previstos. El IPC de noviembre permitirá confirmar o descartar esta tesis.
- **Las noticias externas e internas de este mes modificarán la trayectoria de la política monetaria en los próximos meses.** El Banco Central seguirá bajando la TPM, pero será mucho más cauto, prestando mayor atención a la evolución de la inflación y a las decisiones de la Fed. En nuestras estimaciones, a la espera de que el BC entregue nuevas señales en el IPOM de diciembre, asumimos en el escenario base que la convergencia hacia la tasa neutral se postergará hacia fines de 2025 (desde 2T25).
- **El cambio de las condiciones financieras tras el triunfo de D. Trump en EE.UU. han impactado con fuerza al precio del cobre y al peso chileno.** La fortaleza global del dólar y la caída del precio del cobre están detrás de la depreciación de la moneda local que se ubica en términos multilaterales en torno a 3% sobre el promedio post estallido (2019). El dólar se cotizó en \$985 al cierre de este informe, acumulando una depreciación de 6,2% en 30 días y las proyecciones asumen una apreciación en 2025, pero a niveles superiores a los estimados hace un mes.



Una economía estancada: la actividad económica se ubica bajo el nivel que tenía en noviembre de 2021 y retrocede en los últimos dos meses

IMACEC desestacionalizado (nivel)

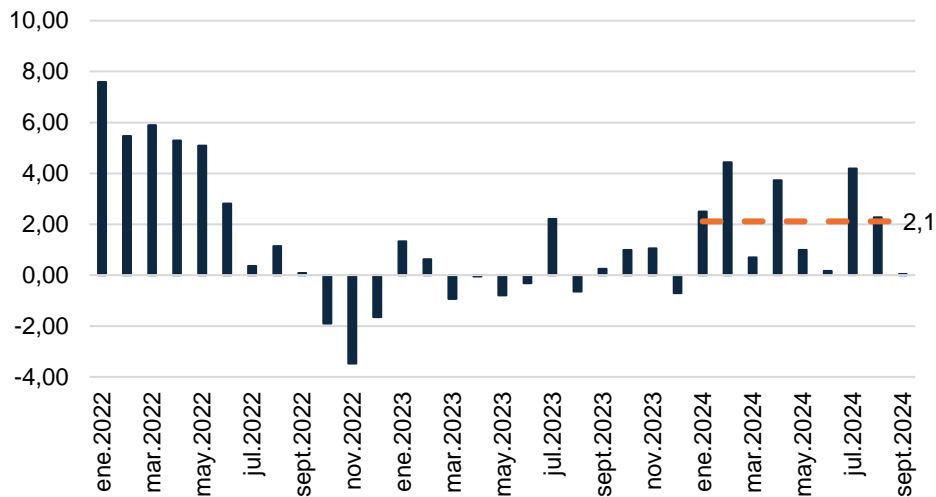


Var m/m s.a.	Imacec	Imacec no minero
Jan.2024	2.2	1.3
Feb.2024	0.7	0.5
Mar.2024	-0.6	-0.6
Apr.2024	0.0	0.2
May.2024	-0.7	-1.0
Jun.2024	0.3	0.2
Jul.2024	1.0	1.5
Aug.2024	-0.2	-0.5
Sep.2024	-0.8	-0.5
Promedio	0.2	0.1

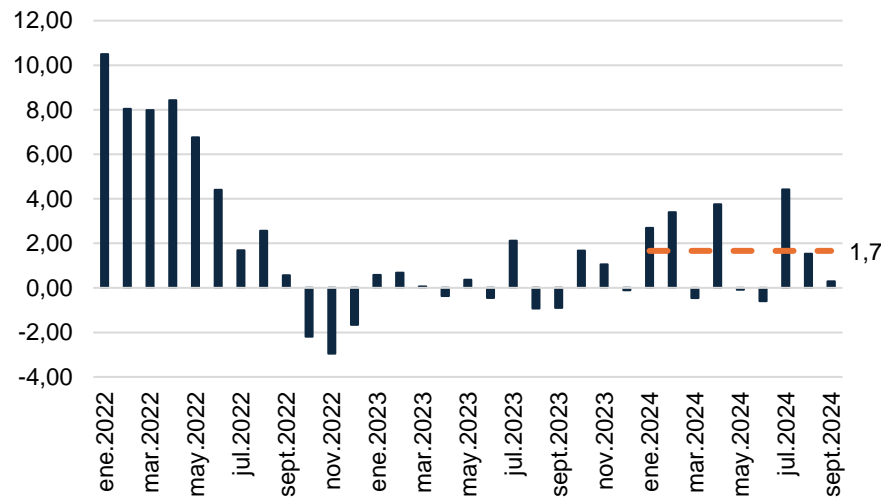


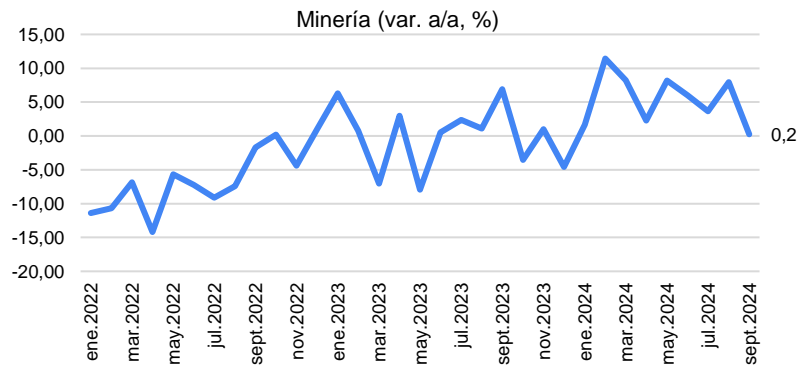
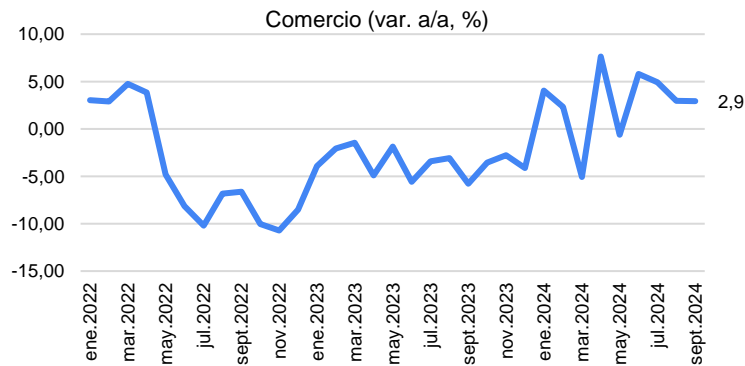
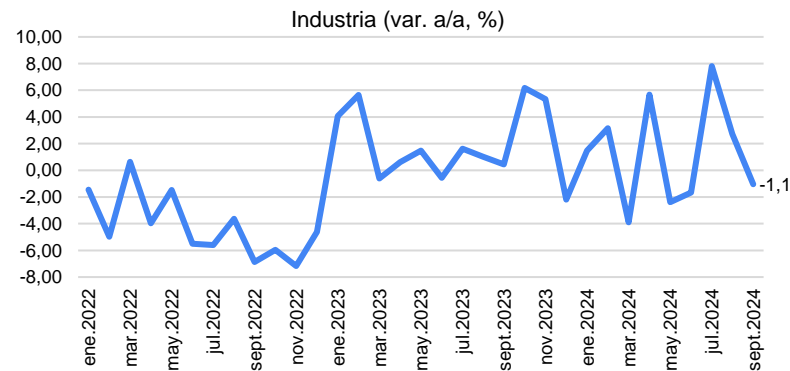
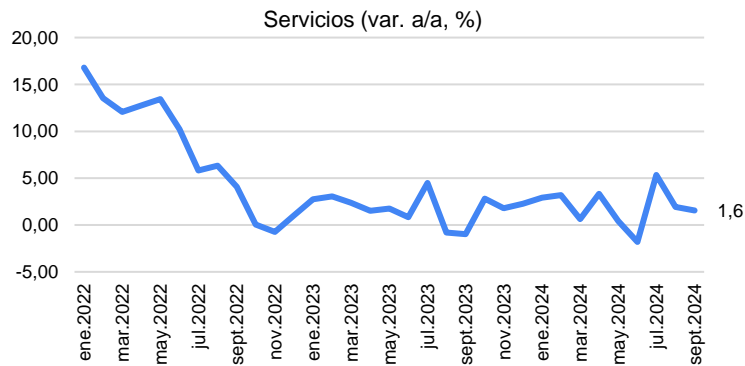
El PIB no minero crece bajo el potencial. La economía acumula un crecimiento de 2,1% en los primeros 9 meses del año (0% en septiembre), y sólo 1,7% en los sectores no mineros (0,3% en septiembre)

IMACEC (var. a/a, %)



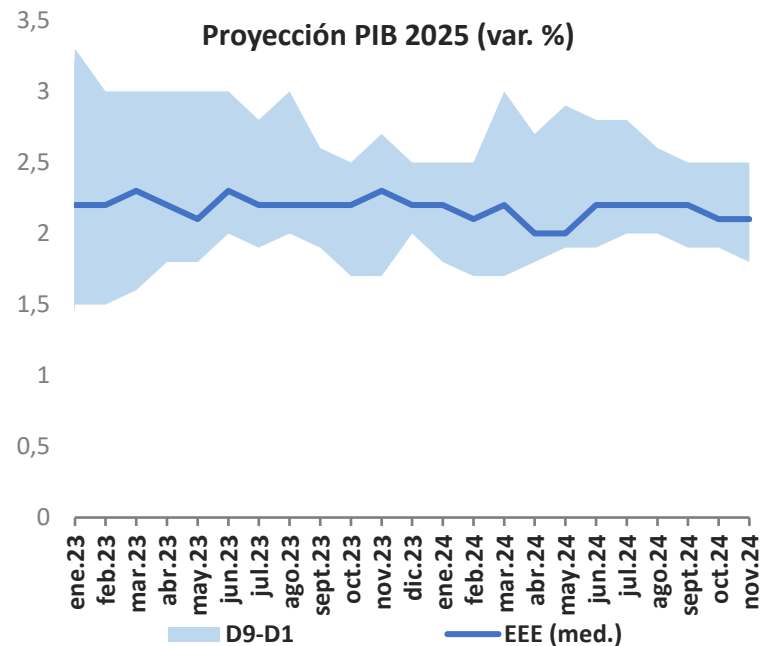
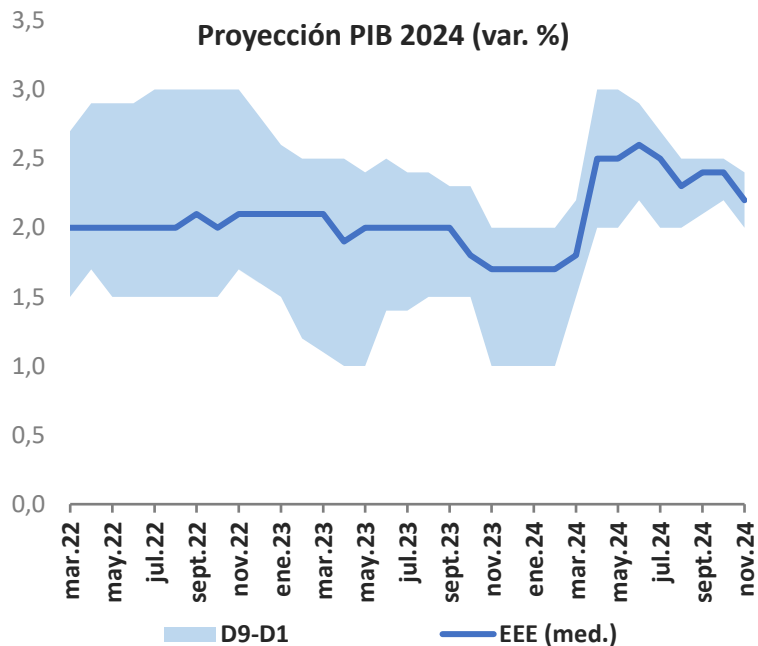
IMACEC no minero (var. a/a, %)







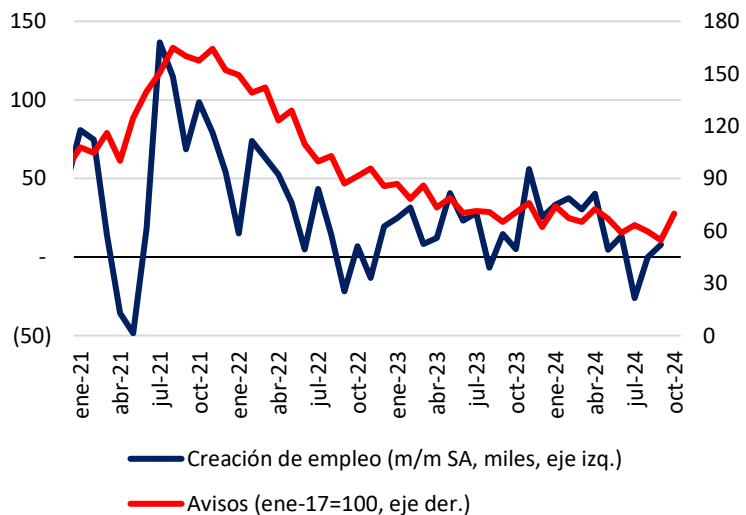
Tras el IMACEC de septiembre, el mercado corrigió a la baja la proyección de crecimiento para el año a 2,2%



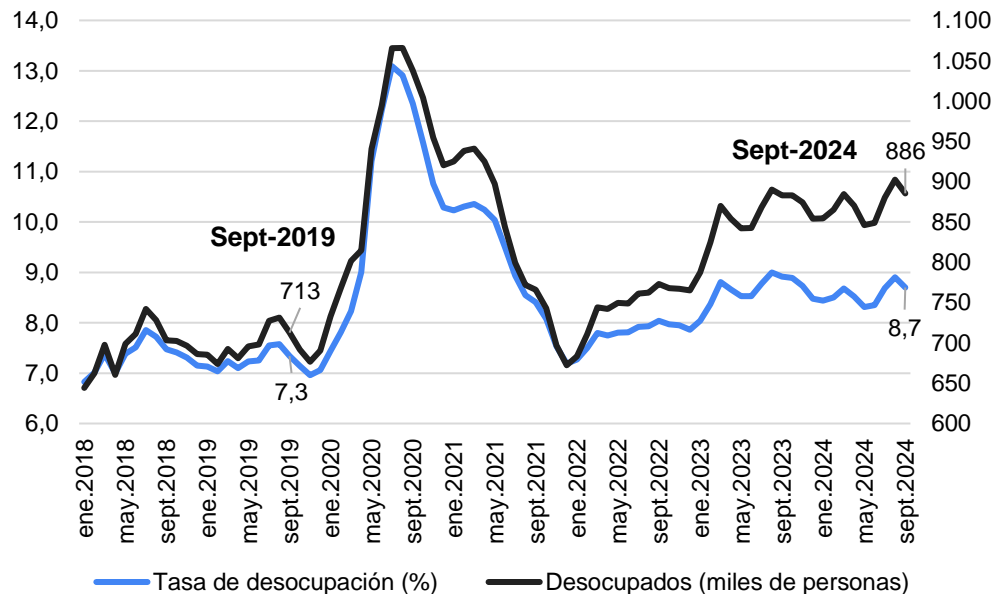


El estancamiento económico y las políticas que se han implementado han aumentado el desempleo. Una parte de este mayor desempleo puede ser estructural

Creación de empleo y avisos laborales de internet



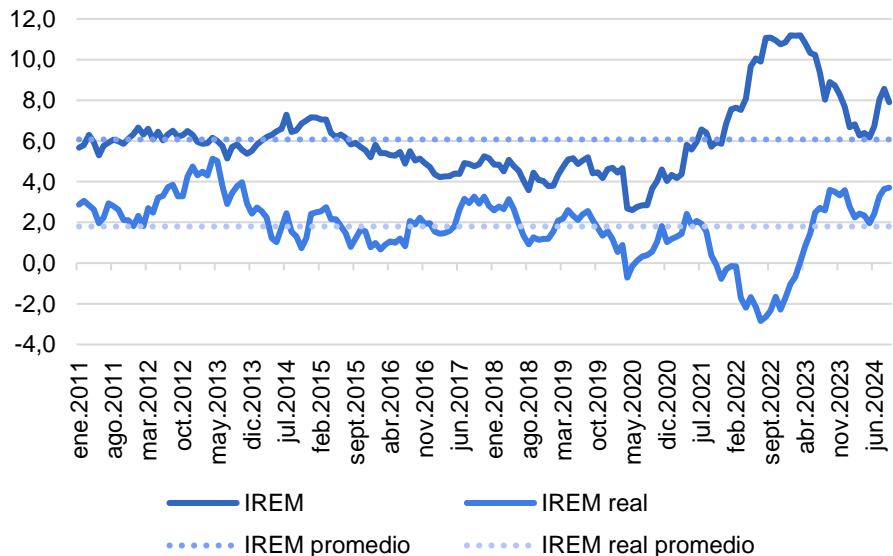
Desempleo en Chile



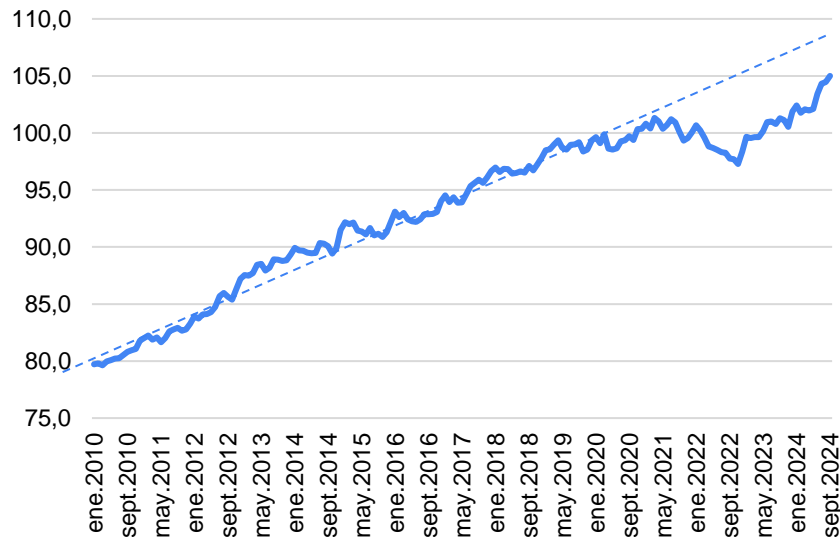


Remuneraciones crecen sobre el promedio histórico y no es por productividad. Efectos de aumento de salario mínimo, recomposición del empleo y recuperación de la tendencia.

Índice de remuneraciones



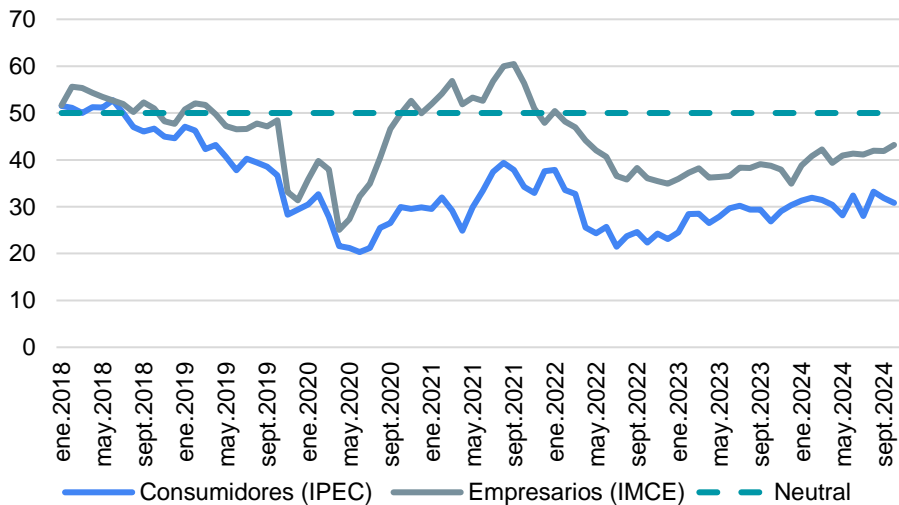
Índice real de remuneraciones reales (IREM)



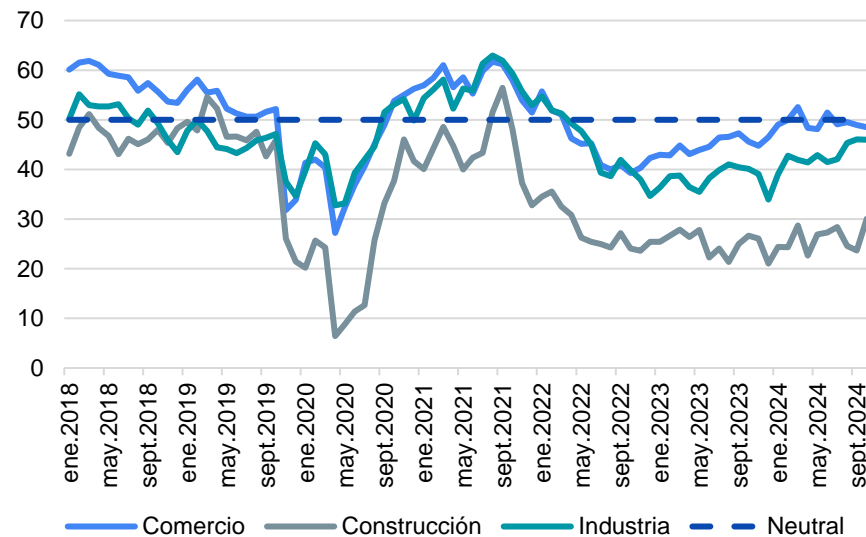


Se mantiene un persistente pesimismo de consumidores y empresarios. La construcción sigue siendo el sector con la confianza más débil...

Confianza de los agentes

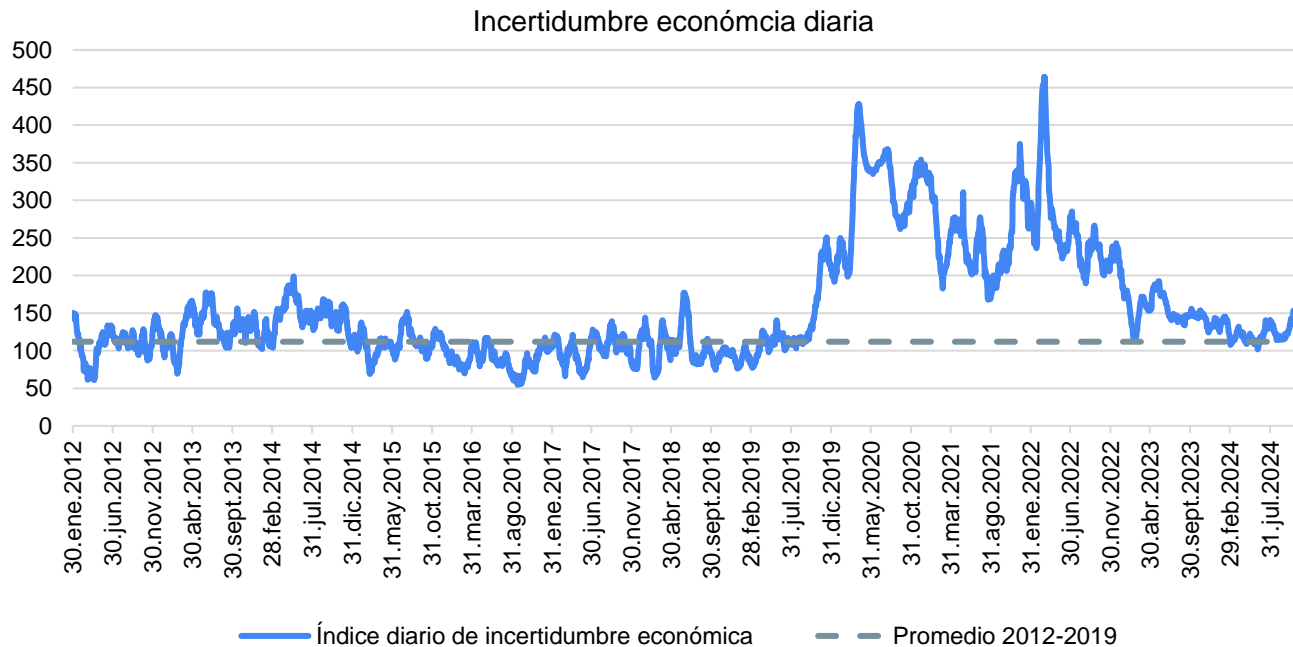


Confianza empresarial (IMCE)





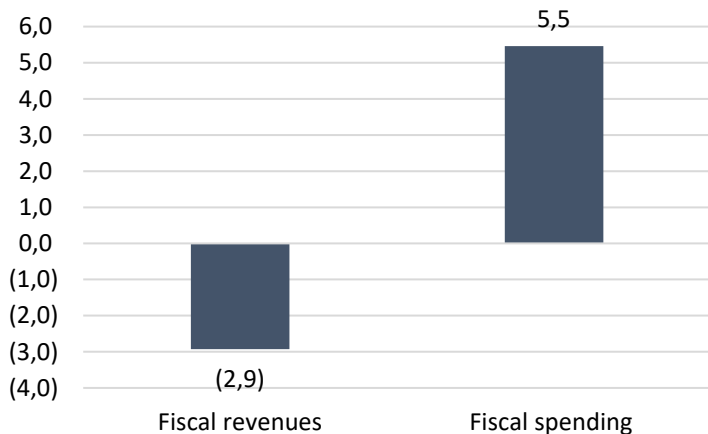
...por su parte, la incertidumbre económica subió en octubre ubicándose 30% sobre el promedio 2012-2019





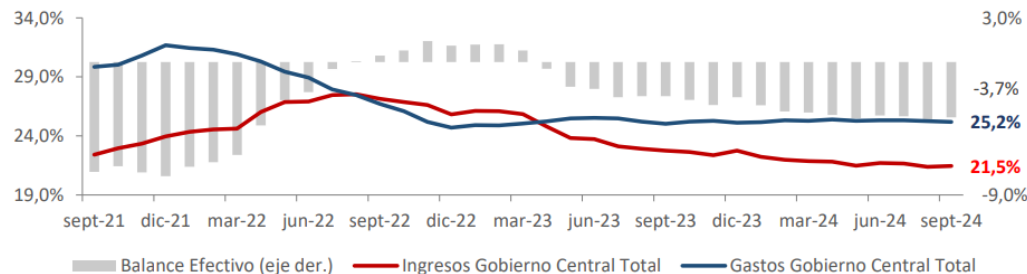
La situación fiscal sigue muy estrecha: este año no se cumplirá la meta de balance estructural y el déficit fiscal será mayor a la proyección oficial de 2% del PIB

Ingresos fiscales y gasto público acumulado a septiembre (a/a, %)



Ingresos, Gastos y Balance del Gobierno Central Total 2021-2024

(acumulado en 12 meses móviles, % del PIB)

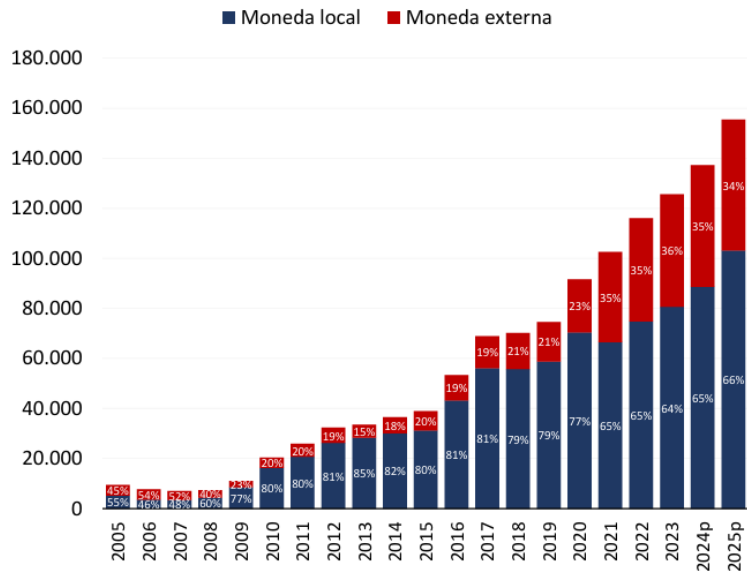


*La proyección de Dipres es que este año los ingresos crecerán 5,3% y que el gasto público crecerá 3,5%. De esta forma, el balance fiscal cerraría el año en 2% del PIB

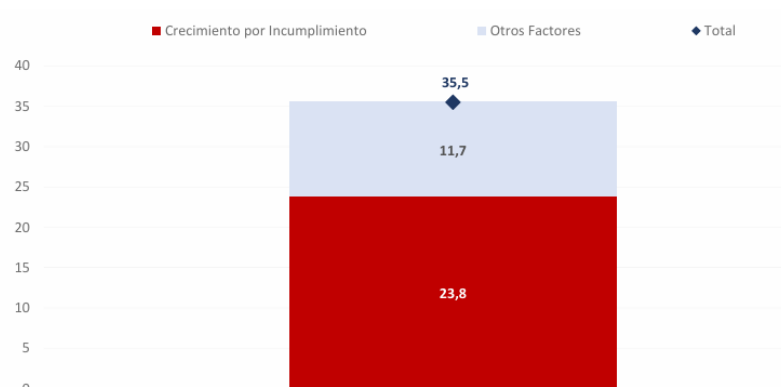


La deuda pública sigue al alza y en torno a 2/3 de su aumento se explica por los incumplimientos de las metas de balance estructural en el pasado

Deuda Pública (millones de US\$ y %)

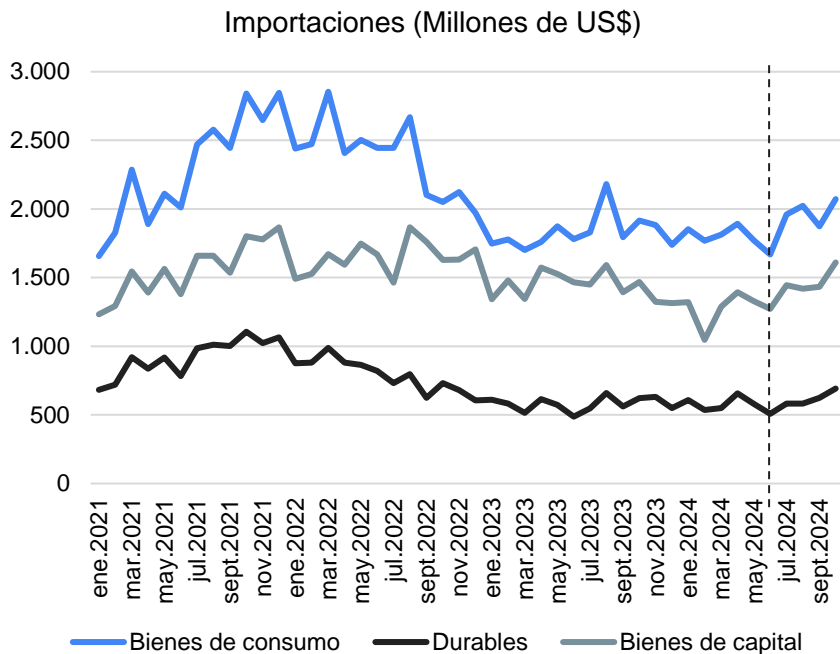


Aumento de la deuda entre 2008-2023 (% del PIB)

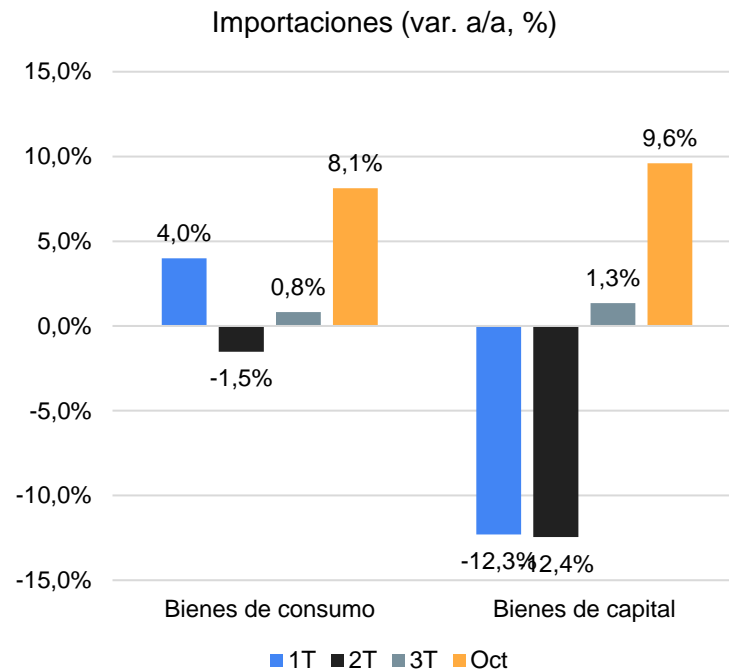




Importaciones muestran un repunte de la demanda interna desde 3T24

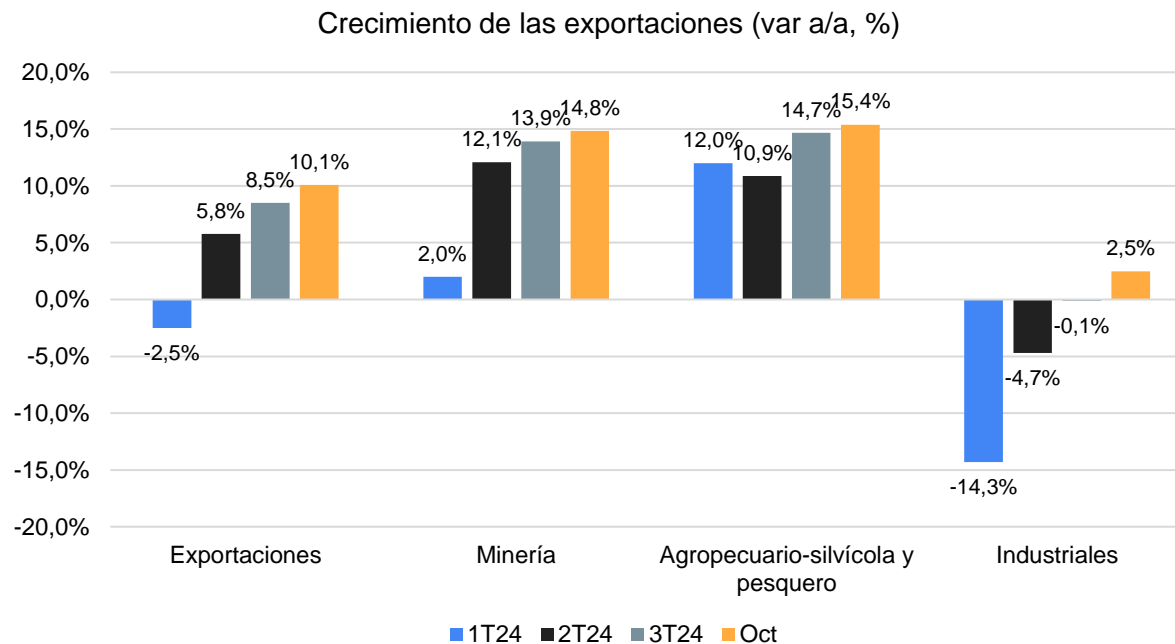


Fuente: Banco Central.





Las exportaciones han ido de menos a más este año lideradas por minería

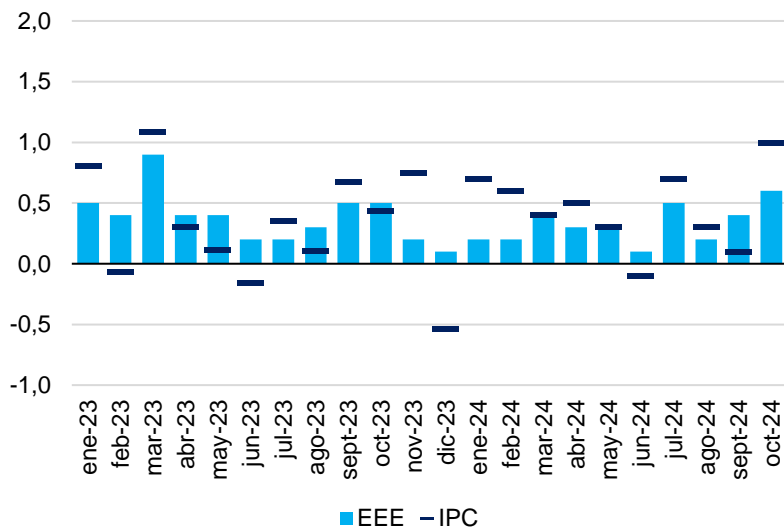


Nota: en octubre, el precio del cobre fue 20% superior al de octubre 2023 y al 3T24 la producción de cobre crece 3% respecto de igual período del año anterior.
Fuente: Banco Central.

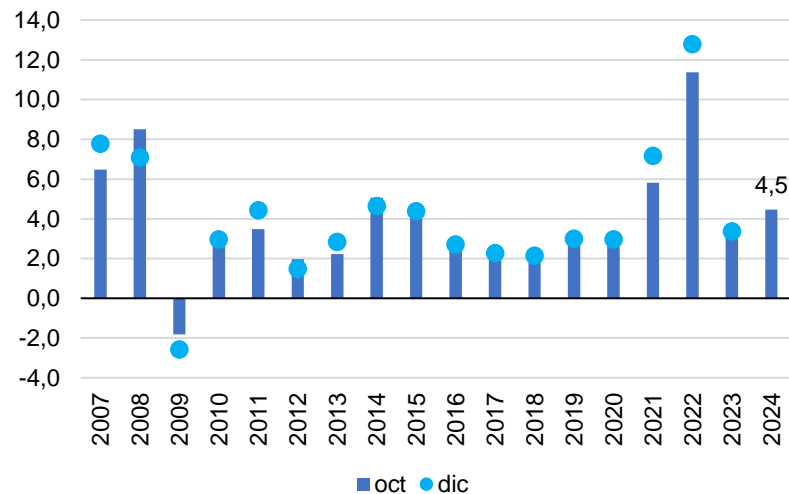


Fuerte alza de la inflación en octubre (1% m/m) sorprende al mercado y muestra incipientes signos de efectos de segunda vuelta

IPC mensual y expectativas (var. %, m/m)



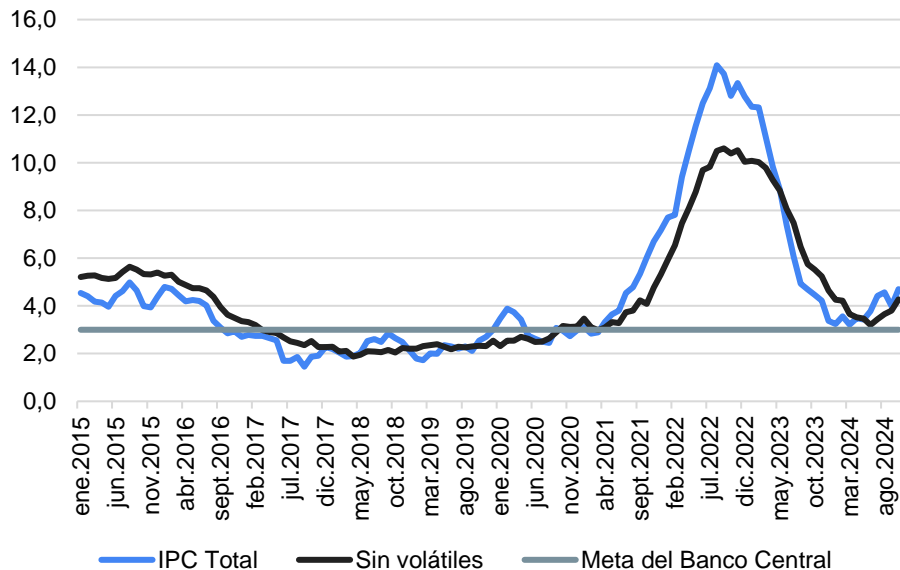
Inflación acumulada a octubre y diciembre de cada año (var. %, acumulada)





La inflación se aceleró en octubre, sorprendiendo al mercado y al Banco Central. Además del alza de las tarifas eléctricas incidió el incremento de los precios de los alimentos

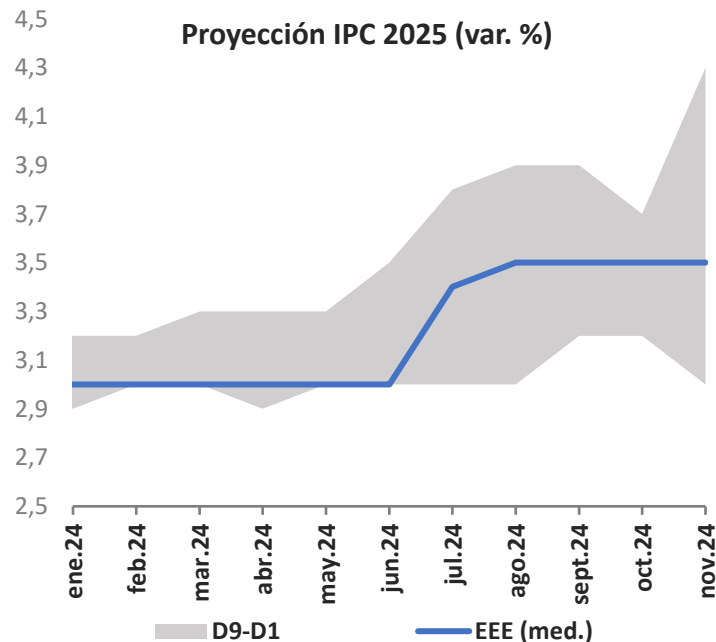
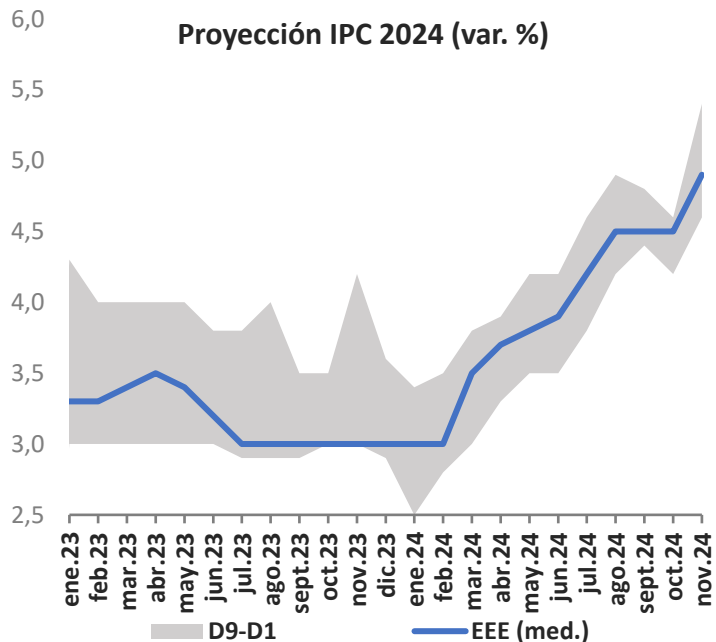
Inflación (var. a/a, %)



División	Incidencia
Vivienda y servicios básicos (tarifas eléctricas)	+0.544
Alimentos y bebidas no alcohólicas (carne, papas)	+0.495



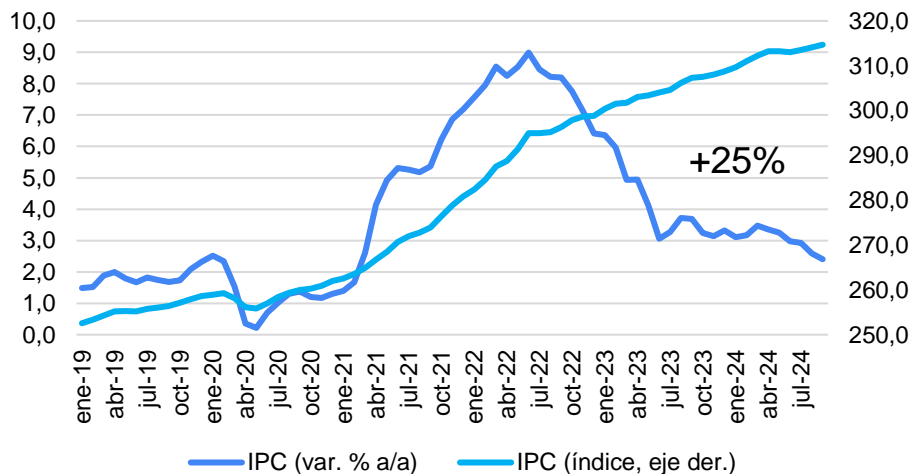
Tras la sorpresa de inflación de octubre, el mercado revisó su proyección a diciembre a 4,9%, pero mantuvo la proyección para el cierre de 2025 en 3,5%



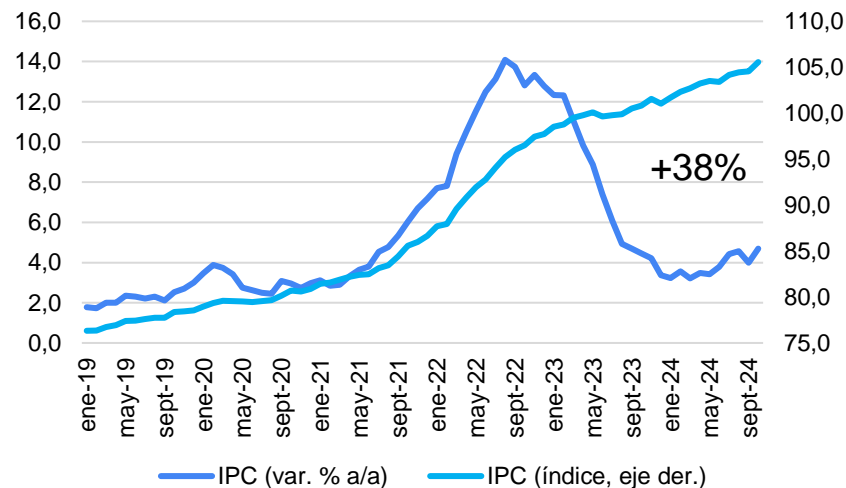


Diversos analistas señalan que el alza de precios habría sido un factor determinante en las elecciones de EE.UU., ¿cómo estamos en Chile?

Inflación EE.UU.

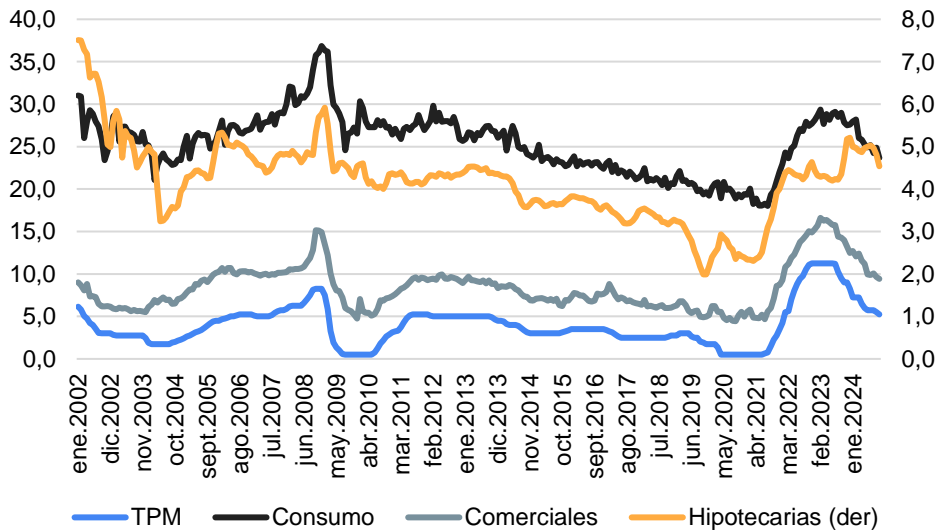


Inflación Chile

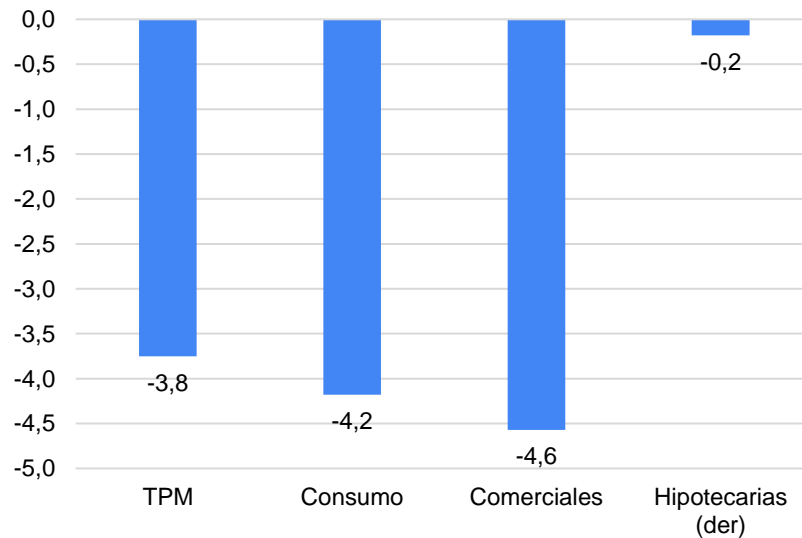


Tasas de interés de las colocaciones han bajado, pero siguen en niveles contractivos desde una perspectiva histórica

TPM y tasas de interés de colocaciones



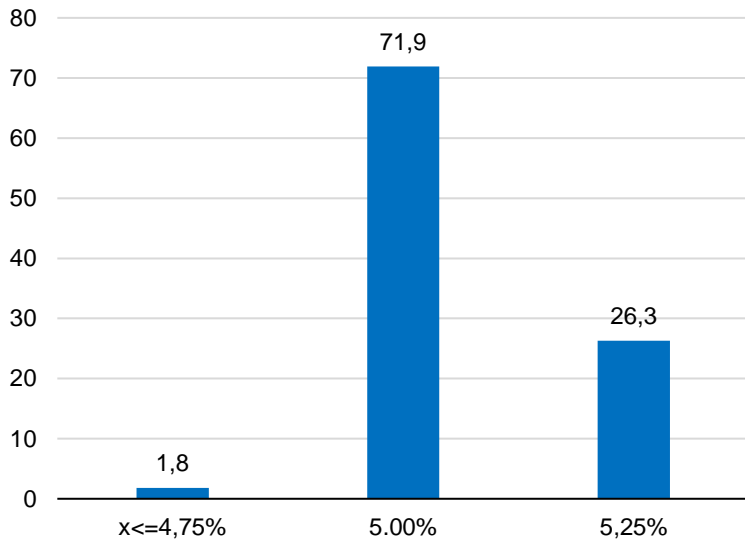
Diferencia oct 2023 - oct 2024



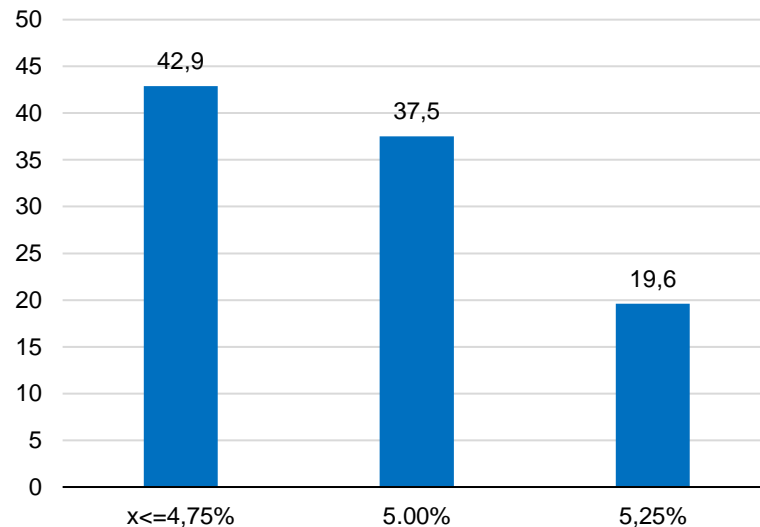


El mercado espera mayoritariamente un recorte de la TPM en diciembre, pero existe mayor incertidumbre para la siguiente reunión

Expectativas de TPM: próxima RPM
(%, diciembre 2024)

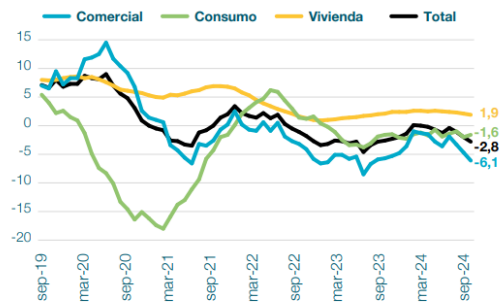


Expectativas de TPM: sub-siguiente RPM
(%, enero 2025)

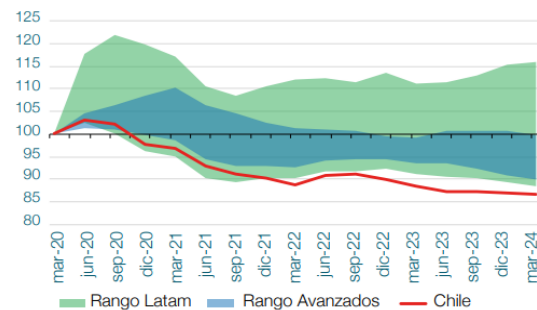




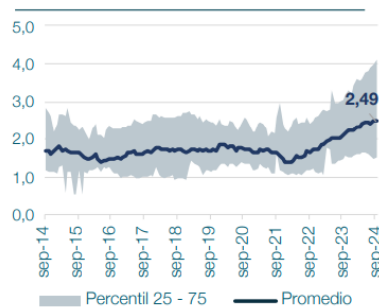
**Crecimiento del saldo de colocaciones por cartera
(Var real a/a, %)**



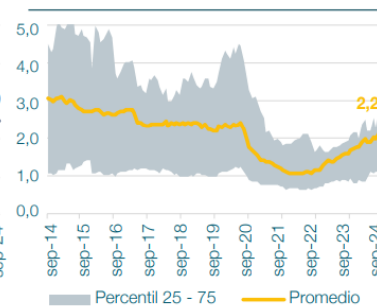
Crédito bancario como % del PIB (1T2020=100)



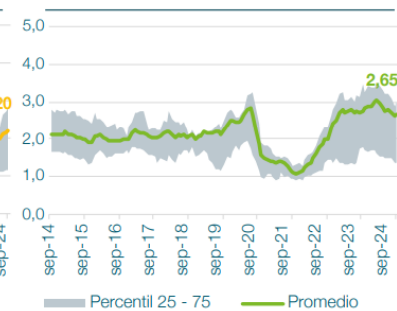
Morosidad mayor a 90 días: Comercial



Vivienda



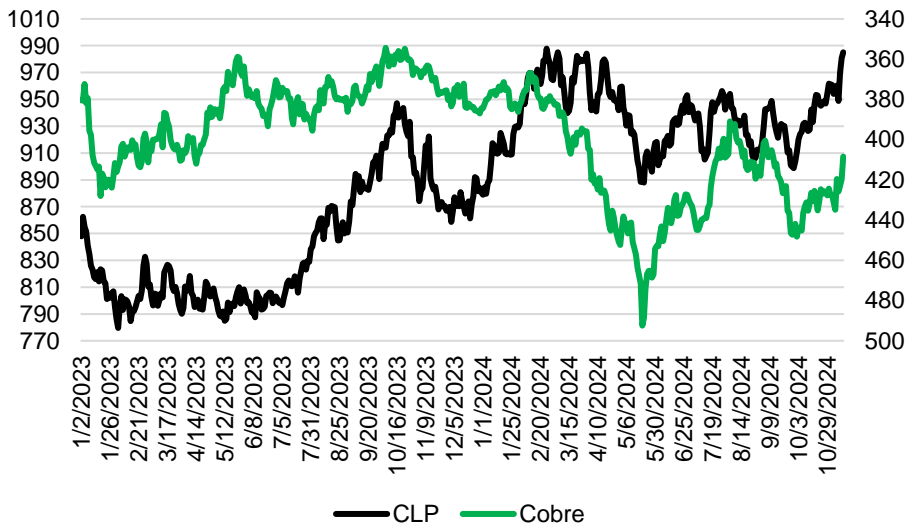
Consumo



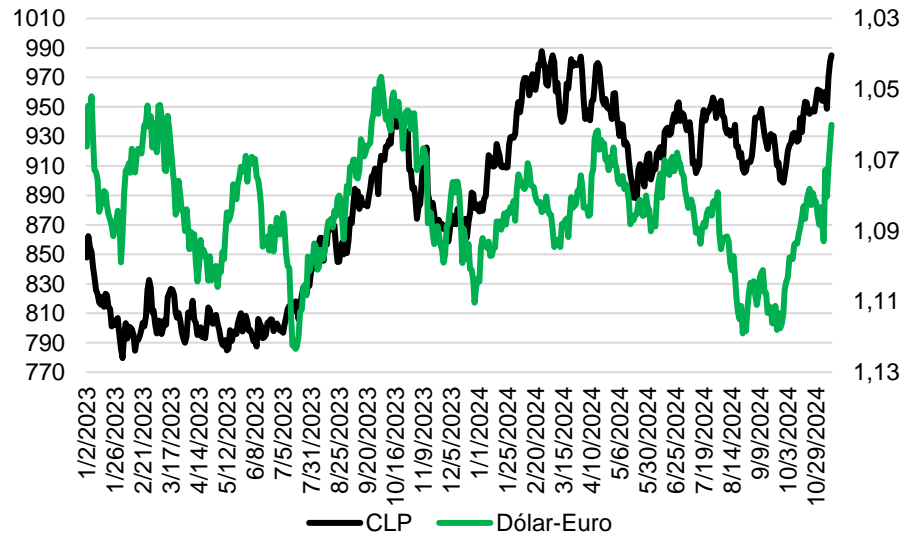


Durante octubre y noviembre el peso se ha depreciado, siguiendo especialmente la tendencia de fortalecimiento del dólar

Precio del cobre y CLP en 2023-2024



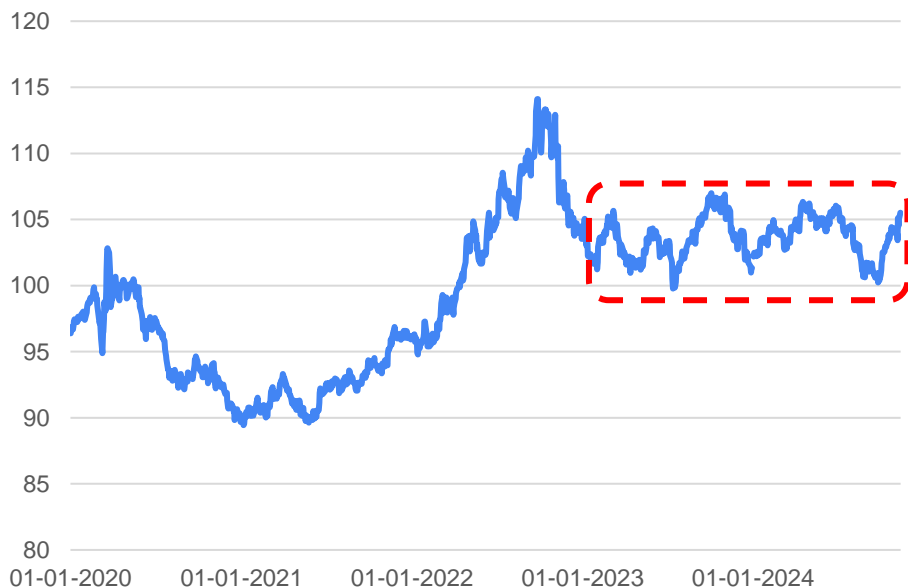
Dólar-euro y CLP en 2023-2024



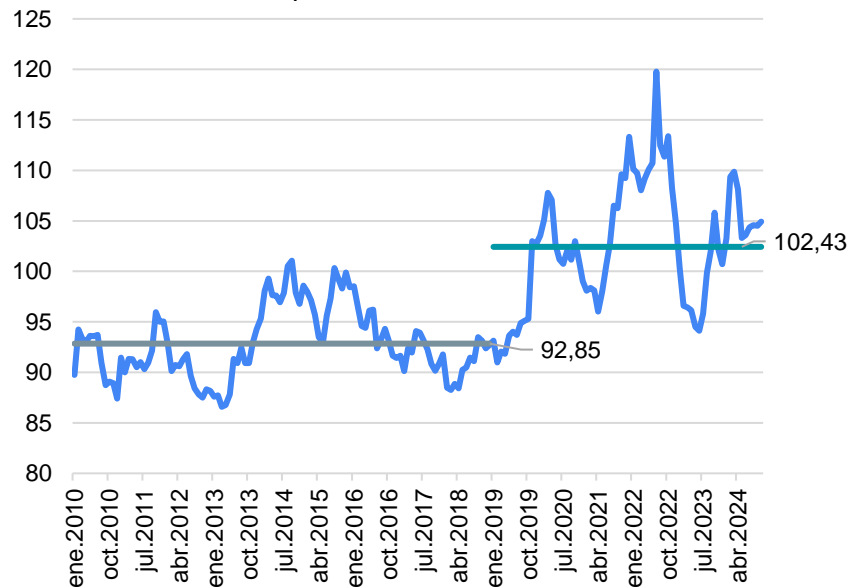


DXY ha subido a la parte alta del rango de los últimos dos años. El TCR se encuentra 3% por sobre el promedio post 2019

DXY



Tipo de cambio real Chile

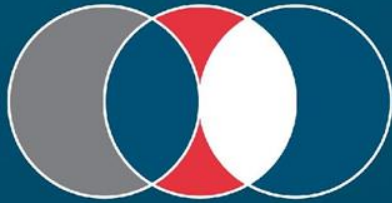


Proyecciones Escenario Base

Var. a/a, %	2023	2024	2025
PIB	0.2	2.0-2.5	1.5-2.5
Demanda interna	-4.2	1.2	2.0
Inversión fija	-1.1	-1.8	3.0
Consumo privado	-5.2	1.7	2.0
Exportaciones	-0.3	5.5	2.9
Importaciones	-12.0	0.8	2.6
Tasa de desocupación (Prom.)	8.6	8.6	8.5
PIB mundial (PPP)	3.1	3.0	2.6
Fed funds rate (Dic.)	5.5	4.5	3.5
Bono del Tesoro 10Y (Dic.)	3.9	4.2	3.7
Precio del cobre (cUS\$/libra)	385	417	430
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	78	76	71
Tipo de cambio (Dic.)	875	950-970	890-930
Inflación (Dic.)	3.9	4.8	3.3
Inflación (Prom.)	7.7	3.9	3.9
TPM Dic (%)	8.25	5.0	4.0

Proyección de Variables Financieras (promedios trimestrales)

	TPM	IPC a/a	IPC m/m	BCP-2	BCP-5	BCU-2	BCU-5	Tipo de cambio
1T24	7.58	3.34	0.54	5.61	5.41	3.40	2.45	944
2T24	6.28	3.56	0.23	5.22	5.78	2.44	2.62	934
3T24	5.68	4.32	0.36	4.98	5.53	1.61	2.35	930
4T24	5.17	4.57	0.42	5.01	5.26	1.84	2.19	971
1T25	4.92	4.32	0.40	4.90	5.25	1.90	2.25	953
2T25	4.67	4.14	0.22	4.69	5.10	1.69	2.10	925
3T25	4.42	3.83	0.28	4.47	4.94	1.47	1.94	908
4T25	4.17	3.35	0.19	4.17	4.71	1.17	1.71	904
1T26	4.00	3.29	0.43	4.37	4.87	1.37	1.87	-
2T26	4.00	3.44	0.21	4.37	4.87	1.37	1.87	-
3T26	4.00	3.22	0.19	4.42	4.92	1.42	1.92	-
4T26	4.00	3.00	0.17	4.42	4.92	1.42	1.92	-



VALTIN CONSULTING