



VALTIN CONSULTING

INFORME

Económico Mensual

SEPTIEMBRE 2023

Autor: Hermann González



Estimados clientes y amigos:

A nivel global, se continúa acentuando la brecha entre el desempeño económico de EE.UU. y China. Mientras la primera economía se muestra resiliente y las proyecciones se revisan al alza, en China las cifras decepcionan y se pone en duda la posibilidad de alcanzar el objetivo de crecimiento para este año. En 2024, el crecimiento global será menor al de este año y, en consecuencia, se reducirá el impulso externo para Chile. Por otra parte, el alza reciente del precio del petróleo es una amenaza, tanto para el crecimiento mundial como para las ganancias alcanzadas en el control de la inflación. La persistencia de este *shock* podría postergar el proceso de reducción de tasas de interés en las principales economías.

En Chile, las proyecciones presentan cambios acotados este mes. La economía crecerá en torno a 0% este año, la inflación convergerá hasta niveles cercanos a 4% en diciembre y la TPM seguirá bajando hasta 7,5%-8%. El próximo año, la economía continuará en su proceso de normalización hacia un crecimiento, inflación y tasas de interés de largo plazo. La depreciación del peso es una de las mayores noticias. Esta coincide con la caída del cobre y el fortalecimiento global del dólar, pero ha sido superior a lo que es posible explicar por los determinantes tradicionales de la paridad. El alza del tipo de cambio y del petróleo constituye un riesgo para el proceso de convergencia de la inflación.

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 septiembre de 2023



VALTIN CONSULTING

AGENDA

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





Economía internacional (I)

- En **EE.UU.** el exceso de liquidez acumulado en la pandemia ha permitido sortear el ajuste monetario sin caer en recesión. **De hecho, las proyecciones de crecimiento para este año se han revisado al alza.**
- Estimaciones recientes de JPMorgan apuntan a que estos recursos se agotarán durante los primeros meses de 2024 (otras apuntan a fin de año). La menor liquidez disponible, junto con condiciones de crédito que se mantendrán estrechas, serán un factor que incidirá en el menor crecimiento previsto para el próximo año.
- El mercado laboral da señales de un incipiente enfriamiento. Se reduce el crecimiento del empleo y de las remuneraciones, mientras que aumenta levemente la tasa de desocupación.
- En materia de política monetaria, **aunque la Fed no ha descartado nuevas alzas de tasas en EE.UU., el mercado piensa mayoritariamente que el proceso terminó** y que los recortes se iniciarán en el primer semestre del próximo año.
- **En la Eurozona, el PIB de 2T23 se revisó a la baja y las cifras económicas decepcionan.** En este contexto, la Comisión Europea redujo las proyecciones de crecimiento. Para este año bajan hasta 0,8% y para el próximo, hasta 1,3%. En el mercado las expectativas son aún menores.
- Por su parte, **la inflación sigue muy alta.** La inflación subyacente que pre pandemia fluctuaba en torno a 1%, se ubicó en 5,3% a/a en agosto. La inflación total ha disminuido, pero sigue muy por sobre el objetivo del Banco Central.



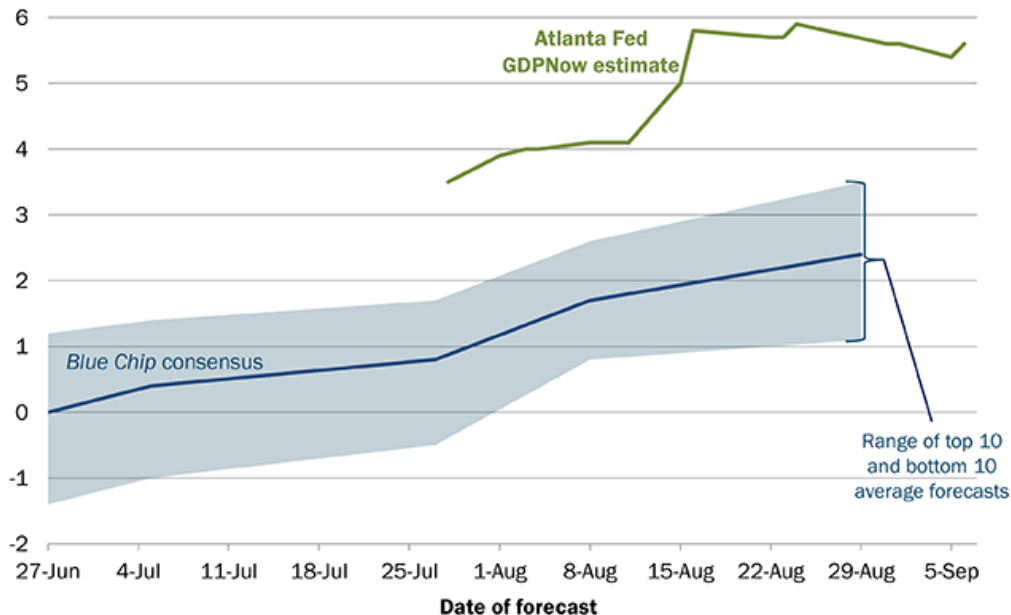
Economía internacional (II)

- **En China, las proyecciones de crecimiento se han ajustado a la baja para 2023 y 2024.** Para este año está en duda si se podrá cumplir con la meta de crecimiento del gobierno de 5% y las proyecciones para el próximo año se ubican entre 4% y 4,5%.
- **El sector inmobiliario presenta una gran debilidad e incidirá negativamente en el crecimiento de la economía en los próximos años.** Diversos indicadores que confirman este diagnóstico incluyen la caída de los precios, el alto nivel de los inventarios y vacancia, el clima de negocios y la incapacidad de la construcción de viviendas sociales por contrarrestar la caída del sector privado.
- **En este contexto, la respuesta de las autoridades ha sido muy acotada.** Las reducciones de tasas de interés han sido menores a lo previsto, lo mismo que el impulso fiscal.
- La inflación en China subió levemente en agosto hasta 0,1% a/a, pero los precios al productor siguen retrocediendo en términos interanuales. La debilidad de la demanda, junto con la falta de estímulos, apuntan a que se mantendrán acotadas presiones inflacionarias.
- El **precio del petróleo** ha continuado al alza este mes, en un contexto de una demanda que se mantiene sólida en EE.UU. y recortes de producción anunciados por Arabia Saudita y Rusia, a lo que se sumó el efecto de las inundaciones en Libia. **Esta alza constituye la principal amenaza a las ganancias alcanzadas en el control de la inflación a nivel mundial.**



Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2023: Q3

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.

Fuente: Atlanta Fed.

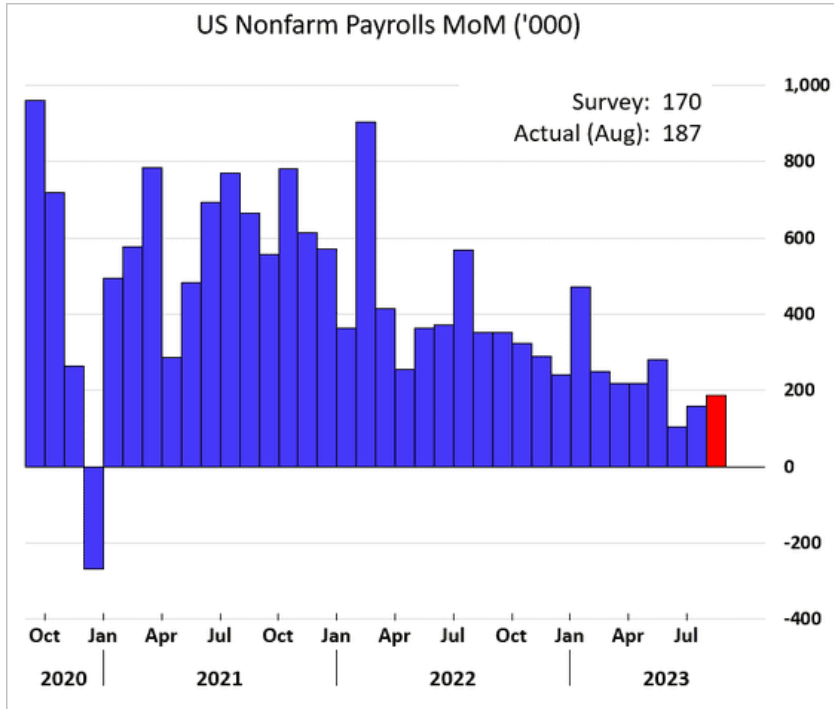
En EE.UU. las proyecciones de crecimiento para 3T23 se revisan al alza.

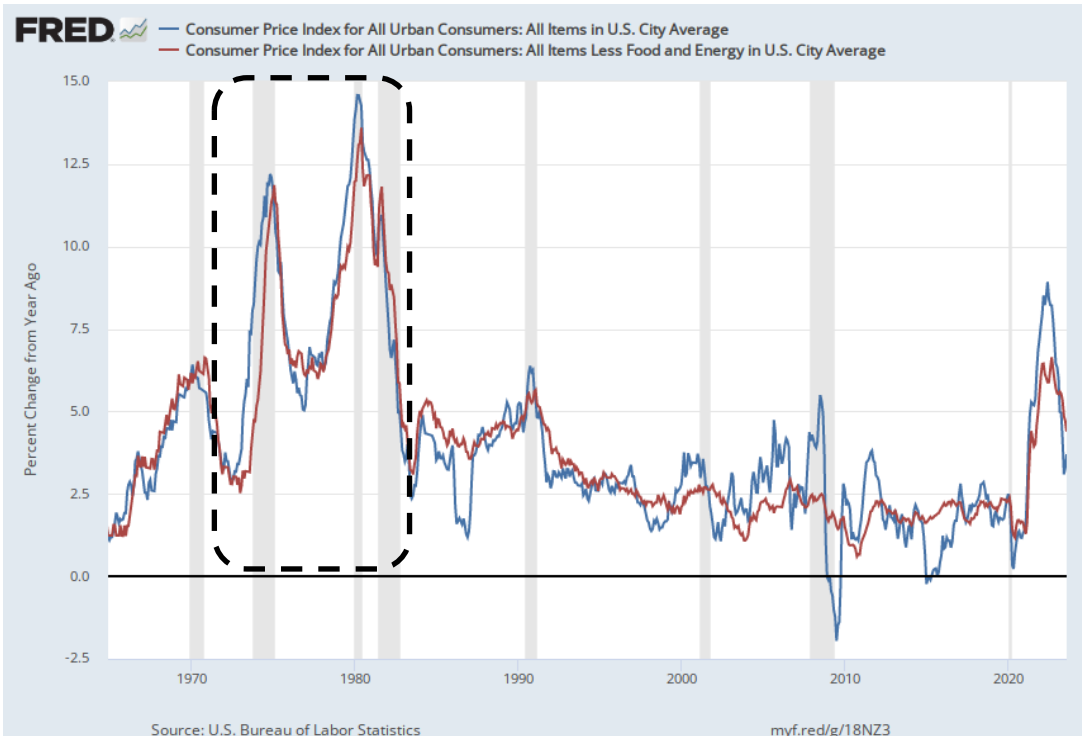
La economía ha evitado una recesión y las proyecciones apuntan a un crecimiento en torno a 2,3% este año (JP Morgan).

En 2024, el crecimiento sería menor (1,2%), pero compatible con un escenario de *softlanding*, en lugar de un ajuste severo.



La economía de EE.UU. sigue creando empleos, pero lo hace a un menor ritmo, al tiempo que se desaceleran los salarios y la tasa de desocupación aumenta





El alza de precios de la energía impactó con fuerza al IPC de agosto en EE.UU., que subió 0,6% m/m (3,7% a/a)

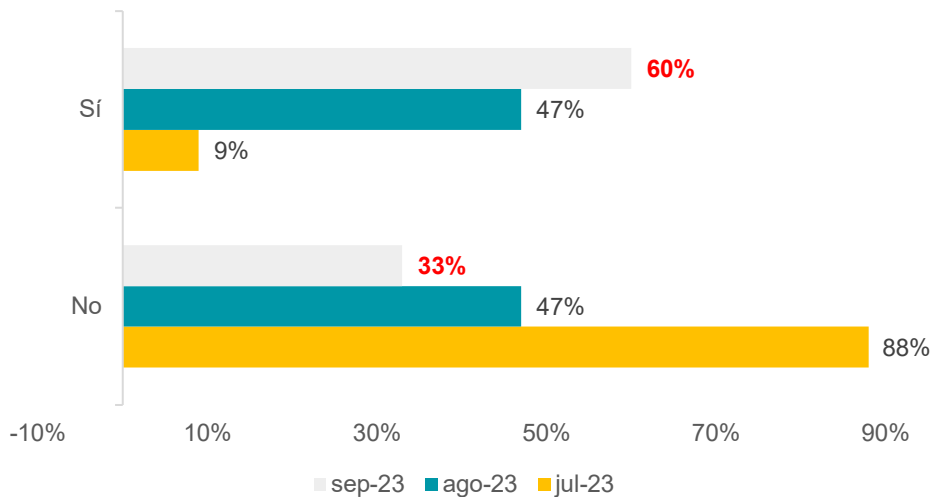
La inflación subyacente subió 0,3% m/m (4,3% a/a), por sobre las expectativas del mercado (0,2%)

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

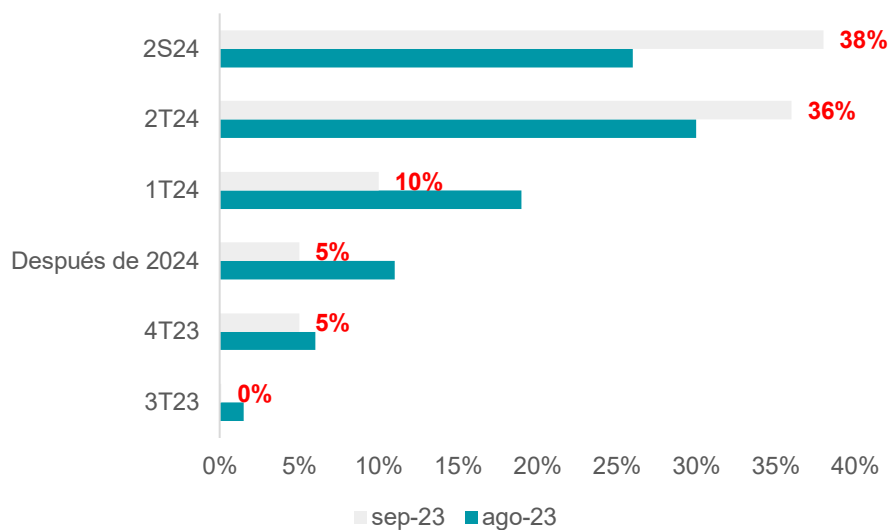


Mayoritariamente (60%) el mercado piensa que la Fed terminó con el ciclo de alzas de tasas de interés y la mayoría piensa también que los recortes se iniciarán en el segundo trimestre de 2024

¿Usted cree que la FED ha terminado su ciclo de alzas en la tasa de interés?

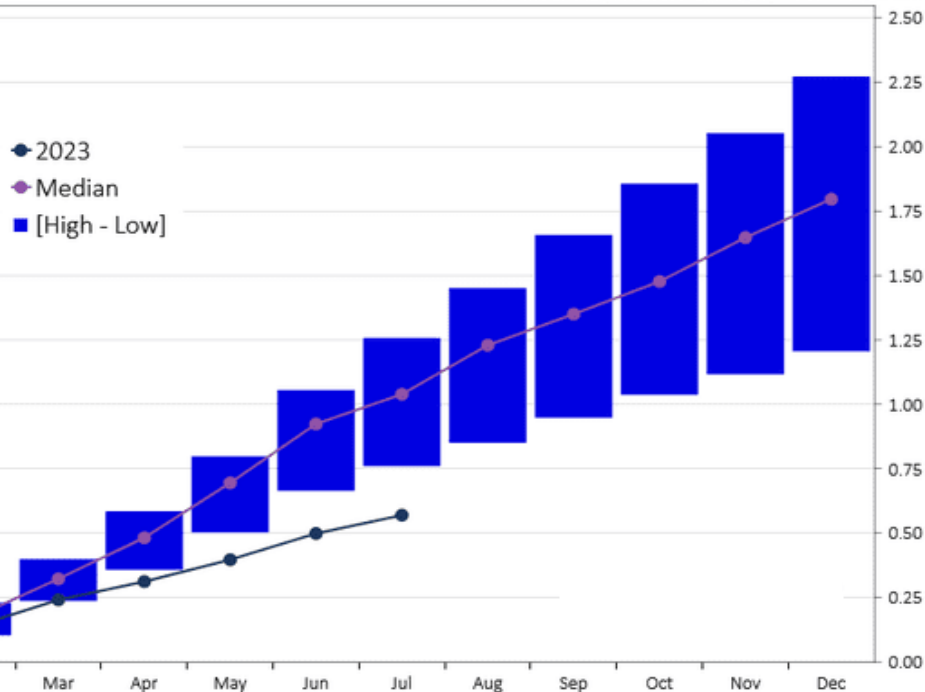


¿Cuándo será el primer recorte de tasas de la FED?





Cumulative floor space of real estate, square meters, billion



Source: China National Bureau of Statistics (NBS)

En China, el sector inmobiliario presenta un nivel muy bajo de actividad e incidirá negativamente en el crecimiento de la economía en los próximos años.

La figura muestra la construcción acumulada este año, comparada con años previos.

Otros indicadores que confirman la debilidad de este sector incluyen la caída de los precios, el alto nivel de los inventarios y vacancia, el clima de negocios del sector y la incapacidad de la construcción de viviendas sociales para contrarrestar la caída del sector privado.



Chart 6: China growth expectations back to "lockdown lows"

Net % FMS Investors Expecting Stronger China Economy Next 12 Months



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

Las expectativas sobre la economía china se ubican en el peor nivel desde la pandemia.

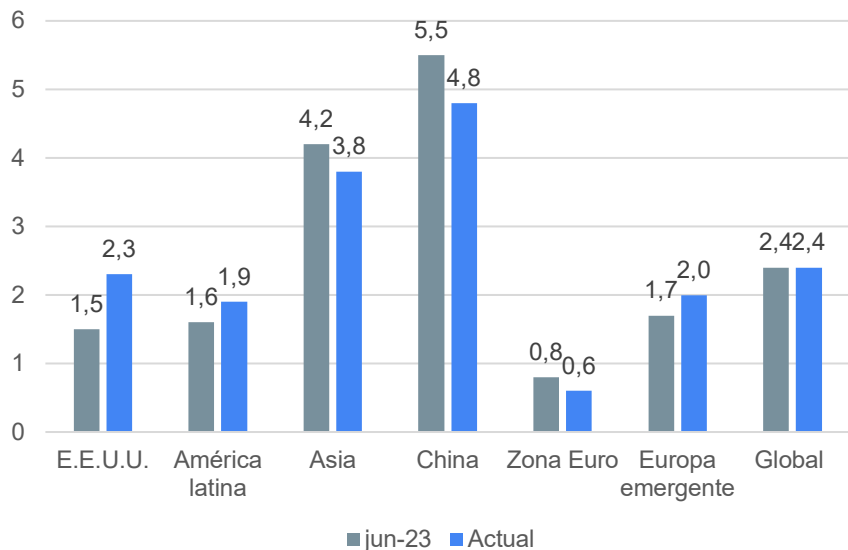
Tras sucesivas noticias económicas que han decepcionado las expectativas, así como la situación del mercado inmobiliario y la ausencia de medidas contundentes del gobierno, quedó atrás el optimismo de inicios de año.

Actualmente no hay actores del mercado que esperen que la economía se fortalecerá en los siguientes 12 meses.

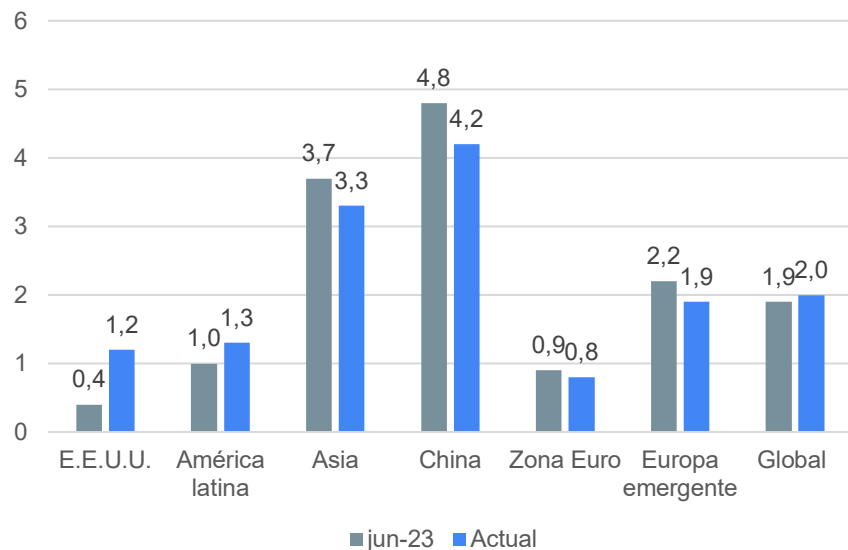


Cambio de composición en el crecimiento mundial: revisiones al alza en EE.UU. compensan menor dinamismo previsto en China y en la Eurozona. En 2024 la economía mundial crecerá menos que en 2023.

Proyección de crecimiento **2023**
(var. % anual PIB real)



Proyección de crecimiento **2024**
(var. % anual PIB real)





VALTIN CONSULTING

AGENDA

1. Economía internacional
- 2. Economía chilena**





Economía chilena

- **Este mes el Banco Central actualizó sus proyecciones, sin realizar grandes cambios.** Descartó que la economía crezca este año, revisó una décima al alza la inflación a diciembre y ratificó que la TPM se ubicará entre 7,75% y 8% en diciembre.
- **Cifras de corto plazo muestran que el IMACEC creció más de lo esperado en julio y la inflación de agosto fue menor de lo previsto.** El crecimiento de julio va en línea con la visión de que la economía crecerá en el segundo semestre, en parte debido a bases de comparación menos exigentes.
- **Baja inflación de agosto (0,1% m/m) sería seguida por datos mayores en septiembre y octubre (en torno a 0,5% m/m),** debido a factores estacionales y al impacto de la depreciación cambiaria. Con todo, sigue siendo probable que la inflación cierre el año en torno a 4% interanual.
- **La política monetaria se ha continuado normalizando en línea con lo esperado.** La TPM acumula 175 puntos base (pb) de recortes y se espera entre 150 y 200 pb de reducción adicional en lo que resta del año.
- **El peso se ha depreciado con fuerza como consecuencia de un conjunto de factores que han incidido de forma simultánea.** A la reducción del diferencial de tasas de interés entre Chile y EE.UU., se suma el fortalecimiento del dólar en un contexto de mayor aversión al riesgo y las preocupantes noticias de China, país del cual nuestra economía es altamente dependiente. Todo esto, acentuado por masivos flujos de compra de dólares por parte de inversionistas extranjeros.



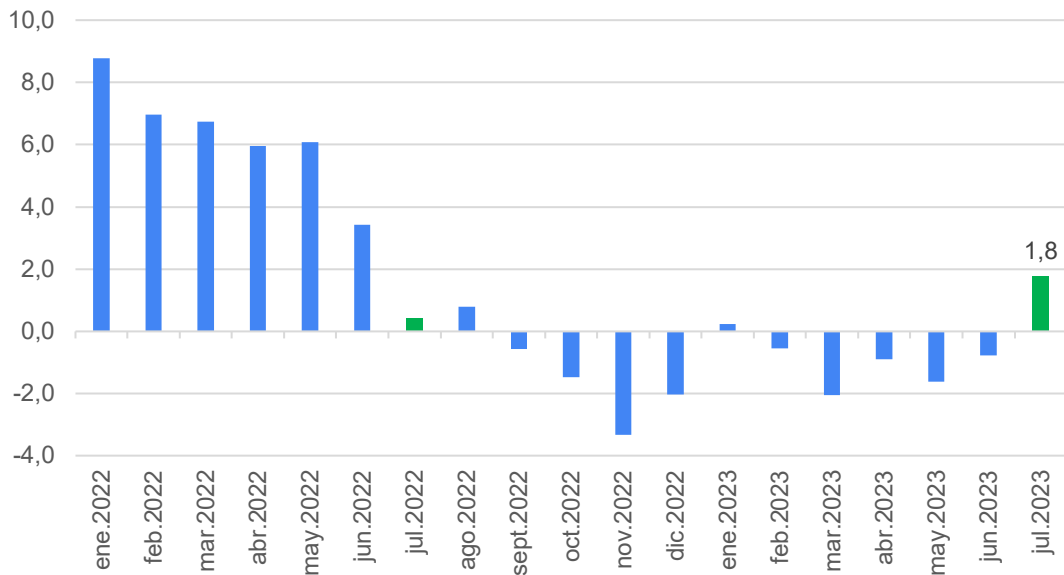
IPOM de septiembre: el Banco Central actualizó sus proyecciones haciendo cambios menores

	2023			2024		
PIB	-0.5/0.25	-0.5/0.0	↓	1.25/2.25	1.25/2.25	≡
Consumo privado	-4.9	-4.9	≡	1.5	1.7	↑
Inversión fija	-3.0	-1.2	↑	-1.0	-0.6	↑
IPC promedio	7.7	7.6	↓	3.3	3.5	↑
IPC diciembre	4.2	4.3	↑	2.9	3.0	↑
PIB mundial	2.6	2.9	↑	2.2	2.2	≡
Precio del cobre	385	385	≡	365	370	↑
Precio del petróleo	75	79	↑	71	78	↑



Sorpresivo IMACEC de julio confirma expectativas de que el segundo semestre la economía volverá a crecer

IMACEC (var a/a, %)



Fuente: Banco Central.

IMACEC de julio sorprendió positivamente a las expectativas. Se confirma con este dato que, durante el segundo semestre, la economía crecerá en términos interanuales, en parte debido a las bajas bases de comparación...

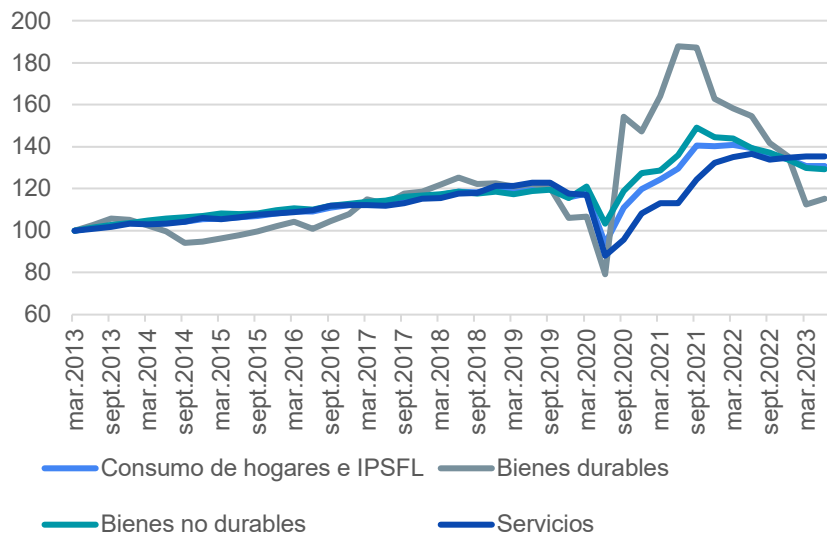
...pero no solo está el efecto base. El IMACEC desestacionalizado creció 0,3% mensual y el IMACEC no minero creció 0,6% mensual.

Mantenemos la proyección de un crecimiento levemente positivo este año, pese a que el Banco Central proyectó un rango que va desde -0,5% a 0%.

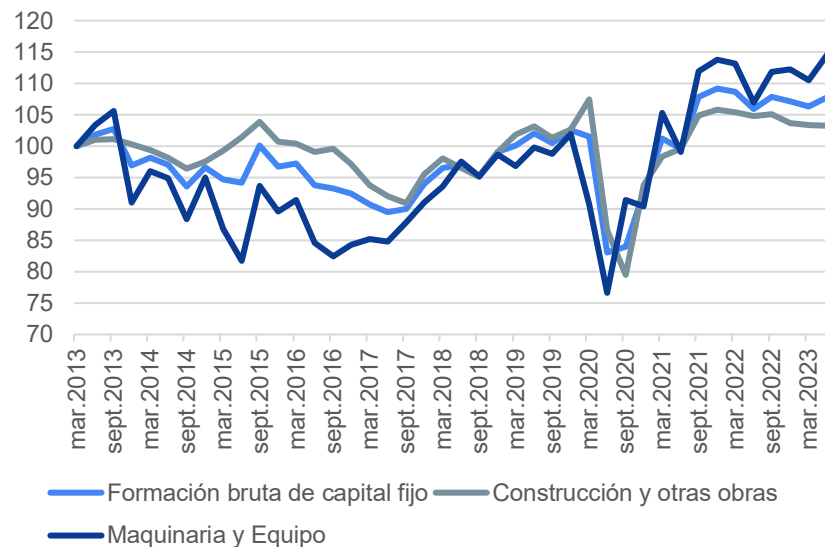


El consumo se estabilizó en el segundo trimestre y la inversión en maquinaria y equipos contrarrestó el menor dinamismo de la construcción. Este año la inversión caerá menos de lo previsto

Consumo privado (índices s.a. 1T13=100)



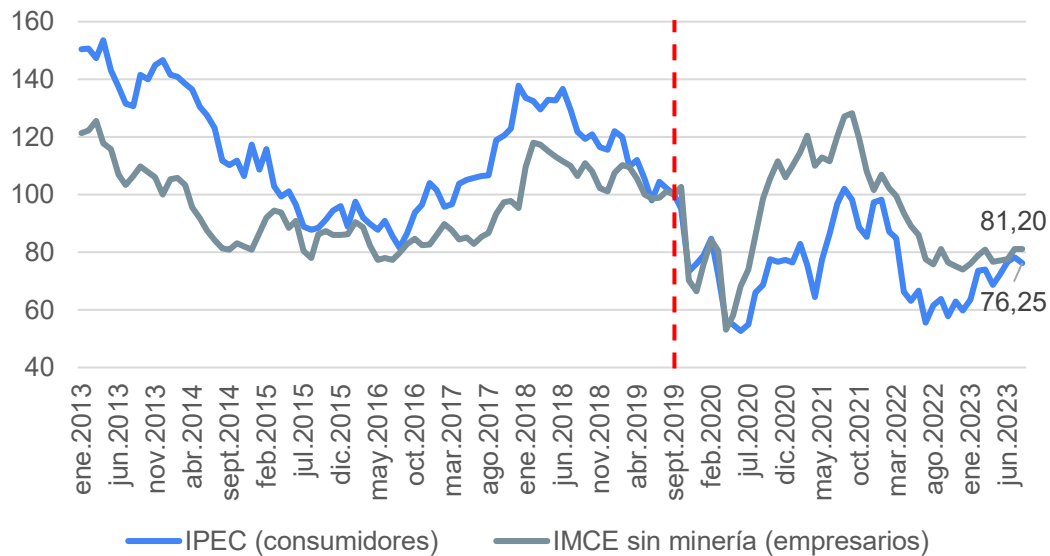
Inversión (índices s.a. 1T13=100)





En agosto cayó levemente la confianza de consumidores y empresarios

Confianza de consumidores y empresarios
(índice sept 2019=100)



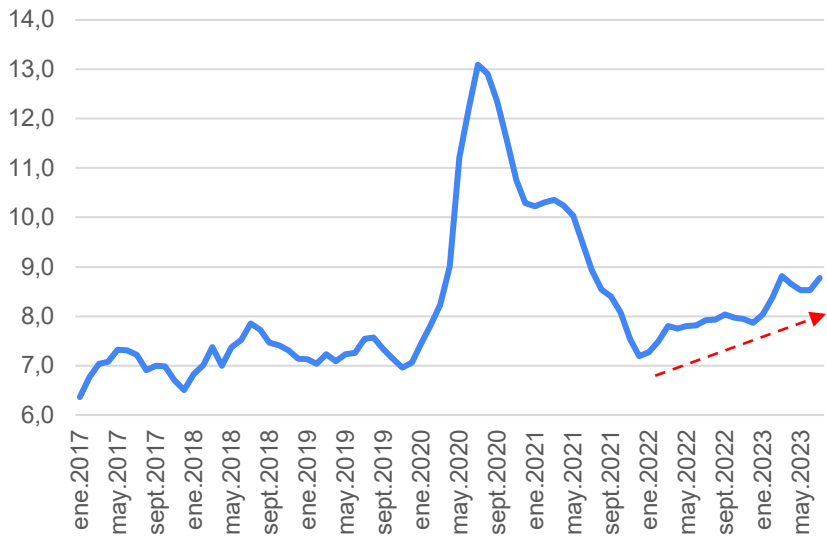
La confianza de los consumidores se ha recuperado del mínimo alcanzado a mediados de 2022. Sin embargo, sigue bajo los niveles pre estallido y pandemia.

La confianza empresarial se ha mantenido estable este año. Dicha estabilidad se produce en niveles que son en torno a 20% inferiores a los de septiembre de 2019.

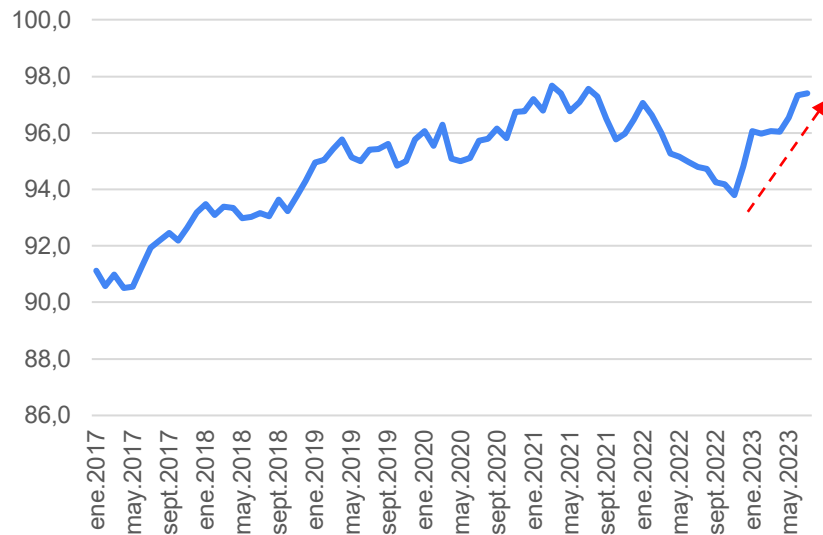


El desempleo ha continuado al alza. Por su parte, la reducción de la inflación y el alza del salario mínimo están permitiendo la recuperación de los salarios reales

Tasa de desocupación (%)



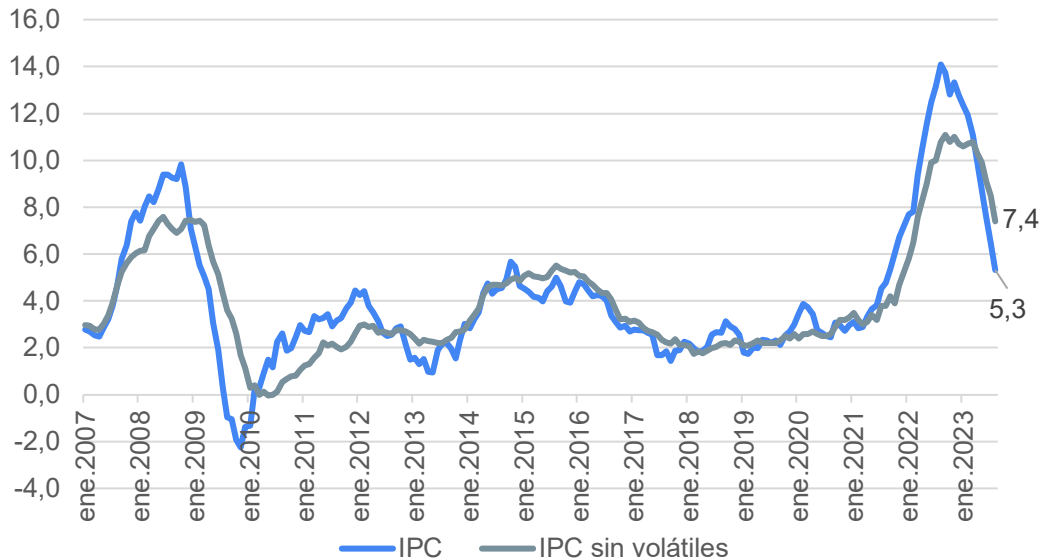
Índice real de remuneraciones





La inflación cae con más fuerza de lo previsto en agosto, pero se espera registros mensuales elevados en septiembre y octubre

Inflación (variación a/a, %)



IPC de agosto aumentó menos de lo previsto.

Alza de 0,1% se ubicó significativamente bajo las expectativas del mercado (0,3%-0,4%) y del Banco Central.

La inflación subyacente retrocedió 0,1% mensual. En términos interanuales esta sigue siendo elevada.

Alza del tipo de cambio y del petróleo son dos de los mayores riesgos para la convergencia de la inflación a la meta.



¿Qué sabemos sobre el *pass-through* (PT) de tipo de cambio a inflación?

DOCUMENTOS DE TRABAJO

El Rol de Asimetrías en el Pass-Through: Evidencia para Chile

Lucas Bertinatto
Diego Saravia

N.º 750 Febrero 2015

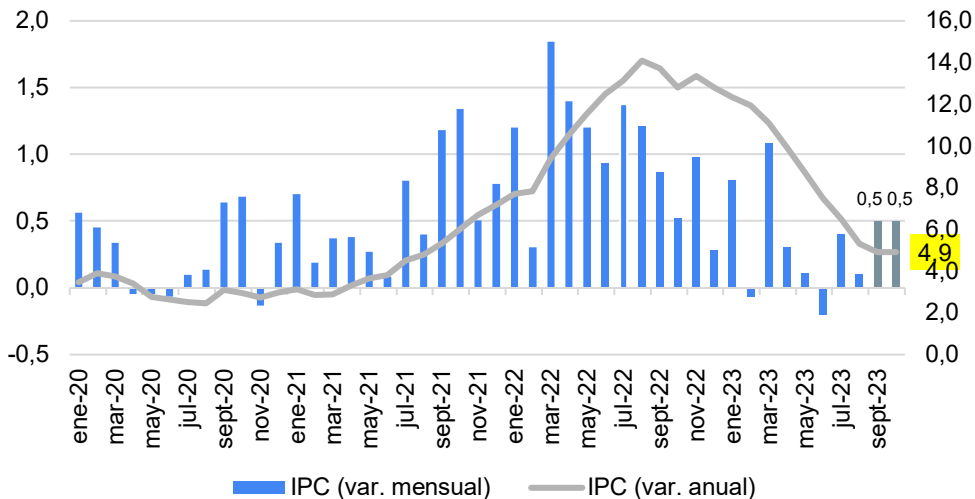
BANCO CENTRAL DE CHILE

- El coeficiente de PT es aproximadamente 0,07 (7%)
- El grado de *pass-through* de tipo de cambio a precios depende principalmente de la **persistencia** del fenómeno de devaluación o apreciación y de la **dirección** de la variación del tipo de cambio.
- El coeficiente de PT estimado para variaciones anticipadas como persistentes es 0,2, y solo 0,03 en variaciones anticipadas como transitorias.
- El coeficiente de PT estimado para depreciaciones (0,10) es mayor al estimado durante apreciaciones (0,04).
- La magnitud de la variación, la volatilidad esperada del TCN y el estado de la economía no tienen mayor importancia en explicar el grado de *pass-through*.

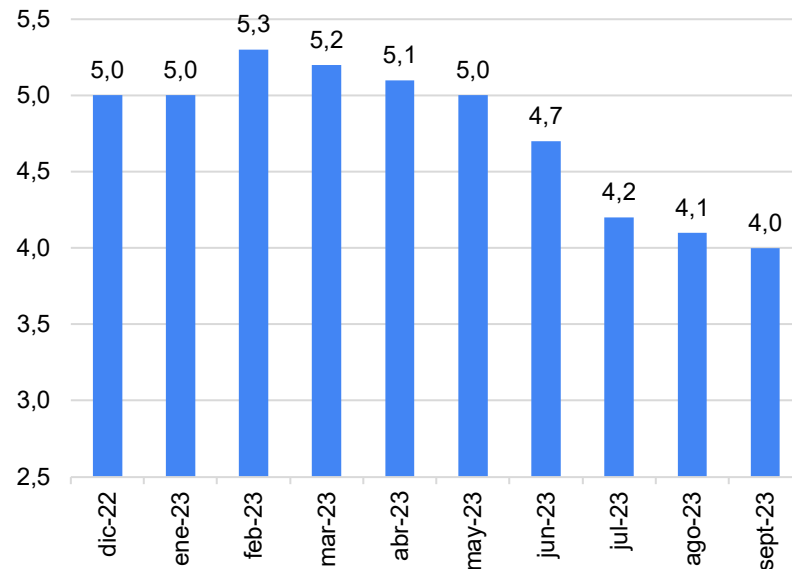


La inflación interanual seguirá bajando. Los analistas proyectan IPC mensuales de 0,5% m/m en septiembre y octubre, al tiempo que revisaron la proyección de inflación a diciembre hasta 4%

Inflación mensual y anual (%)



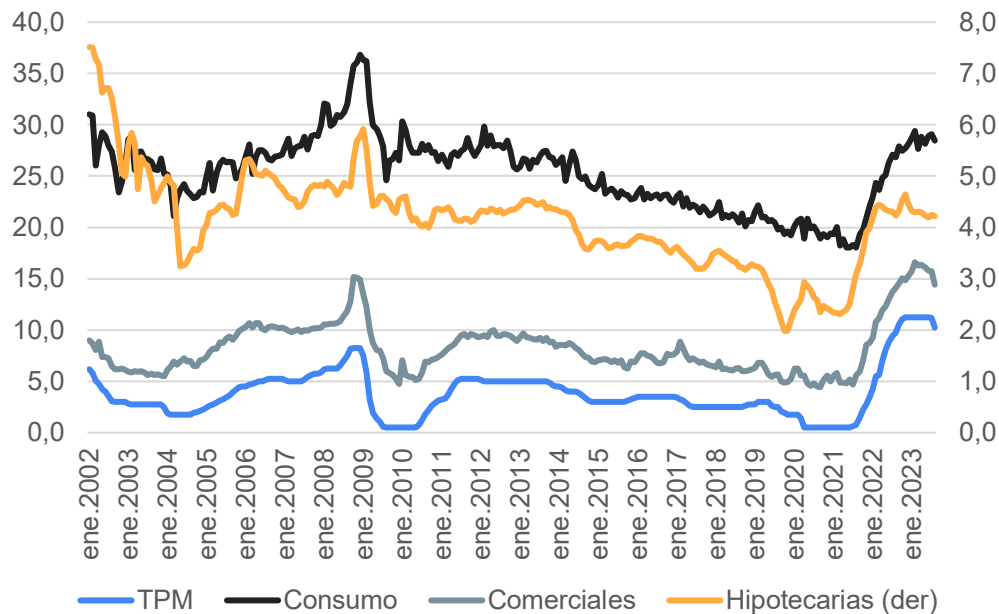
Inflación diciembre 2023





Los recortes de la TPM se están traspasando especialmente a los créditos comerciales

TPM y tasas de interés de colocaciones (%)



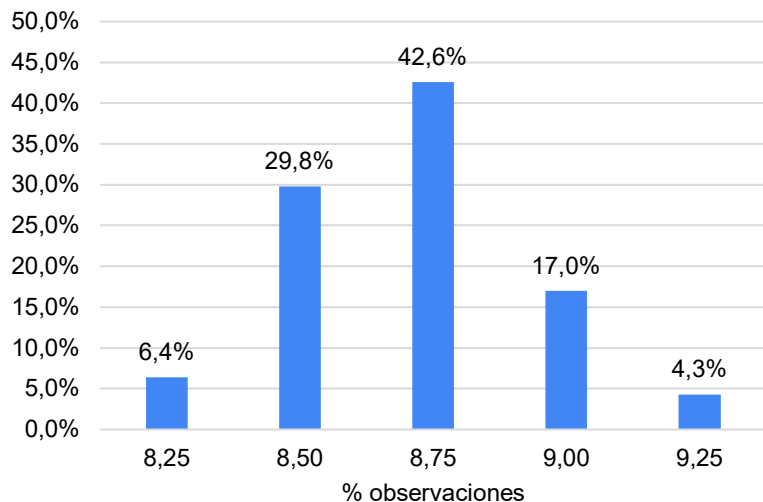
Las tasas de interés de los créditos comerciales han caído más que la TPM incorporando los recortes esperados para los próximos meses.

Por el momento, las tasas de los créditos de consumo registran descensos más acotados. Lo mismo ocurre con las tasas hipotecarias que dependen de condiciones de más largo plazo.

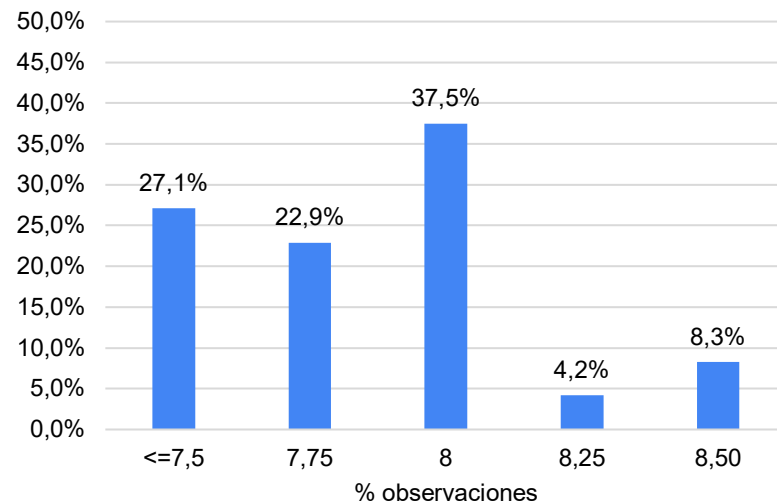


TPM bajará al menos hasta 8% en diciembre. Recortes de 100 puntos base por reunión no están descartados

Expectativas TPM: Próxima RPM
(octubre 2023)

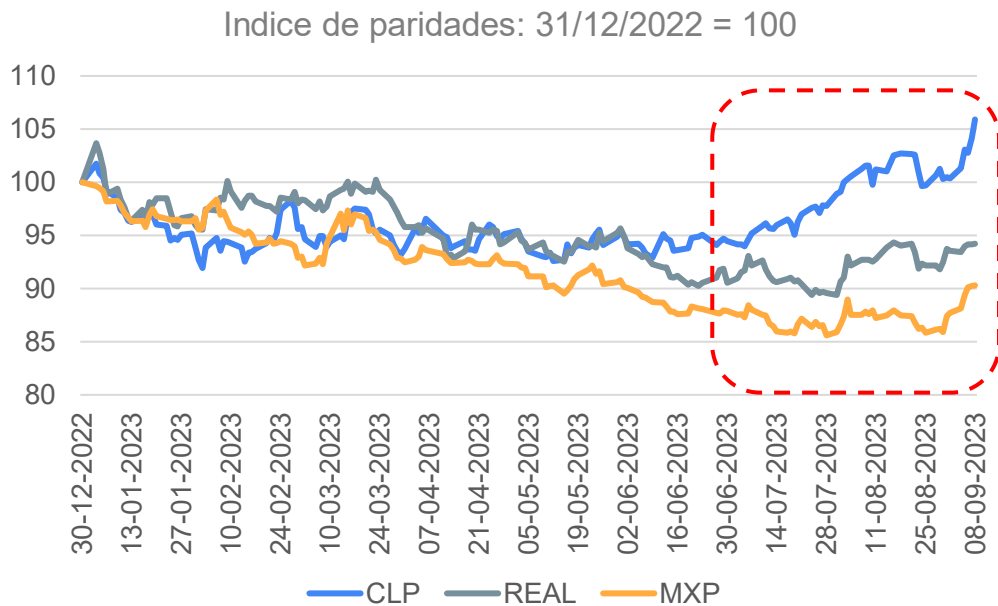


Expectativas TPM: 1 RPM adelante
(diciembre 2023)





Depreciación del peso coincide con caída del cobre y fortalecimiento global del dólar, pero ha sido muy superior a lo que es posible explicar por los determinantes tradicionales de la paridad



Fuente: Banco Central.

Depreciación del peso ha sido significativa.

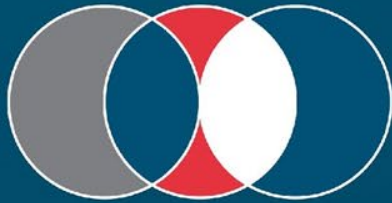
Después de un primer semestre de relativa estabilidad, el peso se ha depreciado algo más de 10%

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

- El menor diferencial de tasas de interés entre Chile y EE.UU.
- El fortalecimiento del dólar en un contexto de mayor aversión global al riesgo.
- La caída del precio del cobre ante el deterioro de las perspectivas de la economía china.
- Masivas compras de dólares por parte de extranjeros.

Principales ajustes de este mes: revisión al alza del precio del petróleo y del tipo de cambio

Var. a/a, %	2022	2023	2024
PIB	2.4	0.0-0.5	1.5-2.5
Demanda interna	2.3	-3.5	1.8
Inversión fija	2.8	-1.4	1.3
Consumo privado	2.9	-4.3	2.0
Exportaciones	1.4	1.3	2.5
Importaciones	0.9	-9.9	2.0
PIB mundial (PPP)	3.4	2.8	2.3
Precio del cobre (cUS\$/libra)	400	385	370
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	94	79	78
Tipo de cambio Diciembre	876	840-870	-
Inflación Diciembre	12.8	4.0	3.0
Inflación Promedio	11.6	7.6	3.2
TPM Dic (%)	11.25	7.5-8.0	4.0



VALTIN CONSULTING