

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Reacciones IPoM: vuela el halcón, comienza a aterrizar la paloma

Unidad Chile

Desaparece el escenario de alzas de tasas este año anunciado en marzo y da pase a una mantención prolongada con "eventual" aumento de 25 pb. en el horizonte de un año, en línea con las encuestas. Menor preocupación por la inflación y mayor preocupación por la actividad son claves en la renovada visión económica del Instituto Emisor. Deja abierta la puerta para interpretaciones causales desde el ambiente reformista a la caída de la inversión.

Sobre la TPM: más estímulo monetario

El escenario macroeconómico del Banco Central se condice con una visión claramente más *dovish* para las tasas de interés que lo anunciado hace tres meses. Ajuste a la baja en la proyección de crecimiento y en las estimaciones de inflación es consistente con escenario de normalización muy gradual de la política monetaria, la que no tendría lugar este año (como lo anunciado hace tres meses) sino que habrá que esperar hasta el próximo año para ver alzas de tasas.

Si bien el BC reitera que la política fiscal y monetaria ya hicieron su trabajo, nuestra visión es que el escenario de recortes adicionales en la TPM tiene una probabilidad no despreciable, aunque por ahora, la mantención prolongada sigue siendo lo más probable. No son del todo descartables ajustes adicionales en la TPM que la coloquen en niveles más acomodaticios para hacer frente al pobre crecimiento observado y esperable del gasto privado, particularmente si la inflación cede con relativa fuerza la segunda parte de este año como esperamos, particularmente en la división de alimentos.

La corrección a la baja en el rango de crecimiento desde 2,5%-3,5% con sesgo a la baja a 2,25%-3,25% con sesgo neutral para este año se justificaría por el desastre del norte, pero también por una recuperación más lenta del gasto privado. Si bien ambas estimaciones apuntan a una proyección central muy similar, es claro que el mensaje de este nuevo rango es que se abre el abanico de posibilidades para crecer incluso menos de 2,5% y cifras por sobre 3% pierden probabilidad de ocurrencia. El BC reconoce efectos negativos de los desastres naturales, una menor producción minera y una recuperación más débil de lo previsto en el segundo semestre, en un contexto en que los indicadores de confianza se mantienen en terreno pesimista, una de las principales interrogantes que siguen condicionando la recuperación local.

Sobre la inflación: comienza el camino a recortes en las proyecciones

El Banco Central recorta marginalmente la inflación esperada para el 2015 y 2016, tanto a nivel de IPC como IPCSAE. Consideramos que esto marca el inicio de un recorte paulatino en las proyecciones de inflación que en el IPoM de septiembre debería nuevamente ocurrir. La inflación IPC se recorta de 3,6% a 3,4% en tanto la IPCSAE estimado pasa de 3,4% a 3,2% para el 2015. A pesar de inflaciones altas y sobre consenso en meses previos –a excepción de IPC de marzo-, el Banco Central reconoce menores presiones inflacionarias en el mediano plazo. En esa dimensión, parece ser que el péndulo se mueve nuevamente hacia inflación de mediano plazo y deja atrás la política monetaria con retrovisor.

La inflación de alimentos es la clave, y justamente donde el Banco Central muestra mayor incertidumbre. Nuestra visión es que no solo los alimentos en Chile han mostrado una dinámica que nos parece insostenible al mirar la evolución de los mismos en otros países¹, sino además

1: Ver Observatorio Económico: *Inflación en Chile y el resto del mundo: ¿qué nos hace diferentes?*

esperamos traspasos a pesar de factores locales². El Consejo deja clara su ausencia de convicción respecto a este aspecto al indicar “*Los precios de los alimentos en el mercado internacional han tenido una caída importante en los últimos trimestres y su nivel actual es cerca de 20% inferior al de marzo del 2014 (Índice FAO)... En la medida en que estos precios internacionales continúen bajos o profundicen su descenso, no se puede descartar un mayor efecto en la inflación local*”.

Sobre el tipo de cambio: finalmente el Consejo entiende la necesidad de depreciación real

El tipo de cambio real se estima en o bajo niveles históricos (93, base 1986=100), y se asume una trayectoria depreciativa en el horizonte de política. La apreciación multilateral del peso observada desde marzo fue sorpresiva para el Banco Central, y se explicó por factores locales y externos vinculados a cierta recuperación transitoria en la actividad (por gasto fiscal), un sesgo neutral “asustando” respecto a alzas a fines de año y depreciación del USD a nivel global.

La depreciación real hacia niveles sobre promedios históricos resulta imperativo, no para ajustar la cuenta corriente que ya ha hecho el ajuste necesario (BC proyecta déficit de 0,4 pp del PIB; BBVAe superávit de 0,8 pp), sino para entregar precios relativos adecuados para estimular la inversión en sectores transables no mineros pensando en el crecimiento de mediano plazo de la economía³. En el IPoM se realiza una evaluación compleja que indica textualmente que “*la depreciación cambiaria acumulada desde el 2013 seguirá dando impulso a los sectores transables más sensibles a esta variable*”. Aquello estimamos puede ser aventurado, dado que en un ciclo de bajo crecimiento de carácter permanente como el observado y esperado, el tipo de cambio real debería ubicarse sobre y no en promedios históricos.

Sobre las confianzas: la importancia que le entrega a la confianza podría abrir justamente espacio para recortes si éstas no se recuperan

Recuadro hace referencia a relación entre confianzas e inversión imputando caída en confianzas desde 2S14 a factores autónomos entendidas como movimientos que no se pueden relacionar con aspectos macroeconómicos. De esta manera, el Banco Central menciona de manera formal y técnica que no toda la caída en las confianzas (y por tanto, en la inversión) observada en 2014 se asocia a los factores externos o locales macroeconómicos, dejando para interpretaciones causales del lector que podrían deberse a efectos indeseados de los anuncios reformistas.

La ausencia de recuperación en las confianzas de consumidores y empresarios podría por si misma alimentar un escenario de crecimiento menor para el 2016. Con ello, entregar espacio para una política monetaria aún más estimulativa que lo indicado en este IPoM. En el escenario más probable las confianzas permanecerán deprimidas, y es difícil anticipar una recuperación relevante durante los próximos meses. Consecuentemente, se levanta un riesgo al escenario base del Banco Central con implicancias en el accionar de política monetaria.

Sobre la inversión: contracción de la inversión privada en torno a 5% a/a el 2015

El Banco Central recorta su proyección de expansión de la inversión total de 1,3% a 0,7% para el 2015, lo que implícitamente estimamos significa una contracción en torno a 5% a/a en la inversión privada (BBVAe contracción de 0,4% en inversión total). En efecto, considerando que la inversión pública se ha ejecutado bastante bien, y se estima bajo presupuesto un crecimiento cercano al 30%, una proyección de crecimiento casi nulo en la inversión total conlleva una estimación de contracción de la inversión privada relevante que, más aún, considera cierta recuperación en las confianzas y expectativas empresariales según el escenario base del BC.

2: Ver Observatorio Económico Chile: [Inflación de alimentos continuaría cediendo durante el 2015](#).

3: Ver Observatorio Económico Chile: [La competitividad cambiaria en jaque](#).

Lo que sigue faltando: ¿dónde estaría la TPM neutral?

Persiste la ausencia de una estimación clara que guíe las expectativas privadas respecto a la nueva estimación de la TPM neutral. Más allá de que parece evidente que la TPM neutral estaría muy probablemente en niveles nominales inferiores a 5%, parece necesario entregar aquel supuesto de trabajo, de manera de colaborar en la formación de expectativas de los agentes.

Con todo, este escenario base del Banco Central lo leemos como el paso intermedio a nuevos ajustes a la baja, particularmente en inflación. Reiteramos nuestra visión de mantención prolongada de la TPM y con sesgos a esta proyección que siguen estando hacia la necesidad de un estímulo monetario mayor. La inflación, muy afectada por factores puntuales y que no estarán presentes en los próximos meses, comenzaría a ceder con fuerza en el segundo semestre de este año y no descartamos que se reabra el debate por la necesidad de un mayor estímulo monetario en un contexto de ausencia de inflación y escaso dinamismo económico.

Reacción de mercado: esperamos que este informe implique un ajuste a la baja en las expectativas de inflación y en las tasas *swaps*, y tenga impactos depreciativos sobre el CLP que en parte ya se han visto.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente

se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán “personas relevantes”). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo”.

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.