

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Balance de riesgos poco convincente apoyaría mantención prolongada de la TPM

Unidad Chile

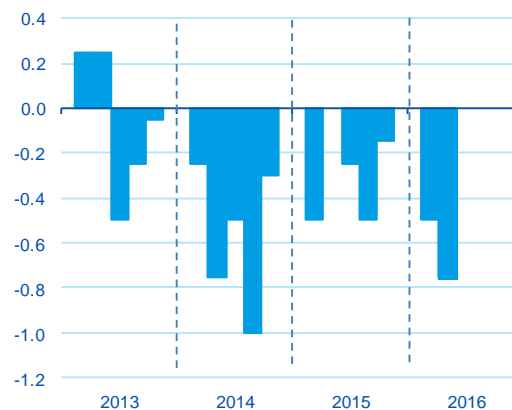
Qué nos llama la atención de este IPoM:

1. Ajuste a la baja en el rango de crecimiento para este año es incluso mayor a lo previsto por el consenso de mercado, aunque persisten dudas respecto del balance de riesgos asignado a esta proyección.

Como se observa en el Gráfico 1, hay que remontarse al año 2014 para observar una corrección en la expectativa de crecimiento para el año tan relevante como la anunciada hoy, coincidiendo con el inicio del reconocimiento paulatino de parte de todos los agentes, incluyendo el Banco Central, de una menor capacidad de crecimiento de la economía. El Banco Central tenía una alternativa al rango de crecimiento publicado hoy que era anunciar un rango de 1,5% a 2,5% con sesgo a la baja, pero optó, en nuestra opinión de manera acertada, por hacer un ajuste mayor, reduciendo con ello los riesgos de volver a ser calificado como optimista, lo que en algún momento podría haber puesto en riesgo su credibilidad. Sin embargo, persisten las dudas respecto del sesgo neutral asignado a la proyección.

Gráfico 1

Ajuste en expectativas de crecimiento para el año de referencia en cada IPoM (porcentaje)*



* Ajustes entre diciembre del año anterior y diciembre del año en curso (5 ajustes). En marzo del 2015 el ajuste fue nulo respecto al IPoM de diciembre 2014. Fuente: BCCh, BBVA Research.

2. Riesgos alcistas y bajistas para actividad no pesan lo mismo. Seguimos considerando que los riesgos para la actividad están sesgados a la baja.

La alusión a una actividad y demanda que pierde fuerza, un mercado laboral que se resiente y expectativas de consumidores y empresas en niveles pesimistas son aspectos cíclicos pertinentes que se comparan con riesgos positivos vinculadas a factores estructurales de la economía, como una política fiscal responsable, expectativas de inflación bien ancladas y un sistema financiero estable y bien regulado. Estas características macro no cambian con frecuencia en un país y en el caso de Chile están presentes hace varios años. **Consecuentemente, usarlas como justificación para un sesgo positivo en actividad nos parece que termina llevando a una comparación de *drivers* cíclicos con aspectos estructurales/fundamentales más de mediano y largo plazo, aún cuando estos últimos sean**

necesarios para apoyar un eventual *shock* positivo en las expectativas que no se explicita de donde podría provenir. Claramente en este aspecto al IPoM no logra convencer sobre el balance equilibrado en las expectativas de crecimiento, dando cuenta de cierta cojera para identificar riesgos cíclicos positivos de corto plazo. En este contexto, vemos más probable un crecimiento 2016-2017 que termina en la parte baja del rango esperado por el Central.

3. No se sostiene un tipo de cambio real en o bajo promedios históricos para apoyar la recuperación

Ya en nuestro *Informe Cambiario* de marzo señalamos con fuerza que el TCR se encontraba en torno a sus promedios históricos (94 en su medida de marzo), aspecto que considerábamos no apoyaba la recuperación de la economía y el proceso de redireccionamiento de la inversión hacia sectores transables no mineros. Como señalamos en ese informe, si el tipo de cambio real no recuperaba niveles, podría ser necesaria la acción de apoyo desde la política monetaria. Este IPoM sería el primer paso en esa dirección. El BC señala explícitamente que “*las condiciones cíclicas de la economía sugieren un nivel algo por sobre los valores actuales (94 en su medida 1986=100). Por esta razón, como supuesto de trabajo, se considera que el TCR tendrá una leve depreciación en el horizonte de proyección*”.

Como visión estratégica, si el tipo de cambio nominal y real no recuperan nivel en lo próximo, podría ser necesario un nuevo ajuste en la política monetaria que termine apoyando depreciaciones (acotadas) de la moneda. En esta dimensión, el BC se acopla bastante más a la visión que hace ya tiempo tiene el Banco Central Australiano apoyando la recuperación a través de un TCR que permanezca en niveles depreciados.

4. ¿Qué espera el BC para la actividad este año para cada trimestre?

Del IPoM se deduce la estimación de actividad trimestral con cierta claridad, y en qué trimestres se concentran los ajustes (Tabla 1).

Tabla 1

Crecimiento del PIB trimestral (variación porcentual anual)

Período	IPoM diciembre 2015	IPoM marzo 2016
1T16	1,5	1,2
2T16	1,9	1,3
3T16	2,6	2,1
4T16	3,0	2,8

Fuente: BCCh, BBVA Research

- Se observa que el recorte de actividad ocurre principalmente para el corto plazo hasta el 3T16 con mayor intensidad. Luego los ajustes son acotados, y compatibles con una visión de recuperación al nuevo potencial. Esta recuperación nos parece rápida, particularmente cuando se observa que el mercado laboral estaría recién comenzando a deteriorarse y las confianzas permanecen en terreno negativo y estarán en esos niveles por un tiempo bastante prolongado en un escenario de recuperación normal (ver *Observatorio Chile: Hechos estilizados sobre confianzas: neutralidad recién hacia fines de 2017/2018*).
- Si consideramos que la economía creció 0,5% a/a en enero, el BC estimaría entonces un crecimiento promedio de los IMAEC de febrero y marzo de 1,6% a/a. Si consideramos que febrero tiene un día hábil más, probablemente se espera un crecimiento acercándose por debajo a 2% a/a en febrero, pero un registro de marzo significativamente inferior.

5. Recuperación del consumo total (privado y público) difícil de justificar para el 2017

El IPoM asume una recuperación del consumo total para el 2017 que nos parece optimista. Se considera un crecimiento del consumo total el 2016 de 1,8% que luego pasa a crecer 2,7% el 2017. La expansión del consumo de gobierno este año, compatible con el aumento del gasto público, la estimamos en torno a 4,5% a/a lo que entregaría algo de soporte al consumo total. Sin embargo, la reducción de la expansión del gasto

público el 2017 conlleva a una expansión del consumo de gobierno entre 1,5% y 2,5%. En consecuencia, la recuperación del consumo privado implícita en el escenario del Banco Central es bastante acelerada, toda vez que tendrá que lidiar con una acotada expansión del consumo de gobierno y con un mercado laboral que en el margen continúa mostrando deterioro como el mismo IPoM lo reconoce. Son muy acotadas las razones cíclicas para esperar una recuperación tan rápida del consumo privado en un mercado laboral que debería continuar mostrando deterioro durante los próximos trimestres y, con ello, justificar desaceleraciones adicionales en el consumo de los hogares. **Surge entonces un claro sesgo a la baja en el crecimiento del PIB el 2017 en el rango actualmente levantado por el Banco Central (2-3%).**

6. Actualización del escenario macro del IPoM acrecienta probabilidades de mayor ajuste fiscal. La semana pasada, cuando el Ministerio de Hacienda presentó su nuevo escenario macro para acompañar el anuncio de ajuste fiscal frente al Congreso, asumió un crecimiento de 2% para este año y una demanda interna aumentando 1,9%. Las proyecciones del IPoM para ambas variables van por debajo de lo presentado por Hacienda, con un rango para actividad de 1,25-2,25% con sesgo neutral (aprox. 1,75%) y una demanda interna de 1,5%. Esto podría implicar menores ingresos tributarios por un monto de hasta USD 200 millones. Si uno de los objetivos de la autoridad fiscal para este año es tener un déficit efectivo menor a 3% del PIB, el escenario del IPoM pone riesgos sobre esta meta y, por lo tanto, aumenta las probabilidades de que la autoridad reconozca una situación fiscal más compleja, lo que pudiera traducirse en la práctica en una mayor subejecución hacia finales de año.

Impacto de mercado: El BC nos señala casi explícitamente que permanecerá en pausa hasta el próximo IPoM al menos, lo que tendría efectos bajistas en las tasas swaps y depreciativos sobre el tipo de cambio por factores locales. El IPoM se alinea en términos gruesos con las expectativas de tasas de interés implícitas en las encuestas y en el precio de los activos. Sin embargo, (1) al decir que la próxima alza se daría en el segundo semestre y (2) tomando en cuenta las proyecciones trimestrales de actividad que considera una recuperación más clara del crecimiento solo en 4T16 (Tabla 1), estimamos que si llegase a concretarse una nueva alza de tasas este año, el momento más apropiado sería solo en el último cuarto del año. **A última línea, estimamos que una lectura asertiva del IPoM debería generar una caída de las tasas swap, consistente con una postergación de la próxima alza de la TPM.** Por cierto, luego de este informe se descartan alzas de tasas en el corto plazo (abril-junio) y quedamos a la espera del próximo informe de junio para saber si se valida este escenario o se reconoce nuevamente que el alza de tasas de interés deberá postergarse. **Por otro lado, el escenario descrito en este informe es consistente con un tipo de cambio más depreciado.** Para un escenario internacional dado, el reconocimiento de la necesidad de un mayor estímulo monetario y de lo imperioso que es tener un tipo de cambio más depreciado en términos reales dada la posición cíclica de la economía, debiese apoyar un incremento de la paridad. De no concretarse esta depreciación del peso, el próximo IPoM podría traer sorpresas nuevamente y continuar postergando el momento del retiro del estímulo monetario.

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.