

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Cambio de sesgo en noviembre daría paso a inminente recorte de la TPM en la última reunión del año

Unidad Chile

El Banco Central sostendrá su próxima Reunión de Política Monetaria (RPM) este martes 18 de octubre con un conjunto de datos que nos hacen prever lo siguiente para el Comunicado y Minuta de la reunión : (1) En el ámbito local, se reconocería que la actividad estuvo en línea con el escenario base delineado en el IPoM, pero la inflación sorprendió por ubicarse bajo lo esperado; (2) Se destacaría cierta mejora en los indicadores de confianza y en la mantención de la tasa de desempleo, aunque esta última no cambia la visión de ajuste gradual que experimenta el mercado laboral; (3) Esperamos que se mantenga la TPM y no esperamos cambios en el sesgo para la RPM de octubre.

Encuestas (EEE y EOF) muestran un ajuste a la baja en las expectativas de inflación tras el sorpresivo IPC de septiembre y confirman o incorporan expectativas de al menos un recorte de de 25 puntos base en la TPM en los próximos meses.

En la Minuta a publicarse el viernes 4 de noviembre, debería quedar bastante más marcada la posición de dos consejeros por considerar recortes en la TPM ya evidenciada en la reunión de septiembre. La mantención de la TPM en octubre podría traer “al menos” 1 voto disidente por recortar (ie., no sería una decisión unánime), en tanto el resto del Consejo argumentaría por evaluar recortes una vez que esté delineado el nuevo escenario del IPoM de diciembre donde se podría explicar de mejor manera el ajuste. No debería distar de la estrategia comunicacional utilizada en diciembre 2015 cuando se ajustó la TPM unos días antes de revelar el IPoM de ese mes.

Esperamos que se introduzca un sesgo a la baja en la RPM de noviembre, y seguimos esperando que el próximo paso de la política monetaria sea recorte, y que este ocurra en diciembre de este año.

El IPC de septiembre constituyó una verídica sorpresa desinflacionaria para el escenario base del IPoM, y esperamos que así sea reconocido por el Banco Central. Este IPC recién pasado no sólo representa 0,4% de genuina sorpresa negativa, sino que su composición fue altamente benigna para aquellos preocupados por una persistencia inflacionaria mayor. La inflación cedió bajo todos los prismas. No solo un alto porcentaje de productos no se incrementó, sino que tuvimos también un número importante de bienes mostrando retrocesos. Todas las medidas subyacentes mostraron desaceleraciones sobre lo esperado. Si miramos en conjunto el IPC de agosto y septiembre, se observa una inflación muy controlada donde el tipo de cambio bajo estaría efectivamente tranquilizando la canasta, pero habría síntomas de descanso en otros bienes y servicios expuestos menos directamente al tipo de cambio. No cabe la menor duda de que las brechas de capacidad podrían estar actuando luego de varios trimestres en que la economía crece bajo potencial, y que no sería necesaria una contracción/recesión para ver ajustes en márgenes.

La actividad de agosto (2,5% a/a; 0,6% m/m) se ubicó en línea con lo plasmado en el escenario base del IPoM, que considera un crecimiento de 1,8% a/a para el 3T16. Sin embargo, aquello requeriría un crecimiento bastante sobre 2% a/a para septiembre, que estimamos no sería logrado, toda vez que vemos una expansión anualizada no superior a 1,5% a/a, con relevantes contracciones en manufactura y minería. Bienvenido el crecimiento de agosto para el escenario base del Banco Central. No habría sido una sorpresa positiva para el Banco Central, aunque lo fue para la EEE y analistas que esperábamos un registro algo menor, incluso luego de conocer las cifras sectoriales. Sin embargo, es posible hoy día cuestionar la validez del escenario de crecimiento del 3T16 dado que el noveno mes del año

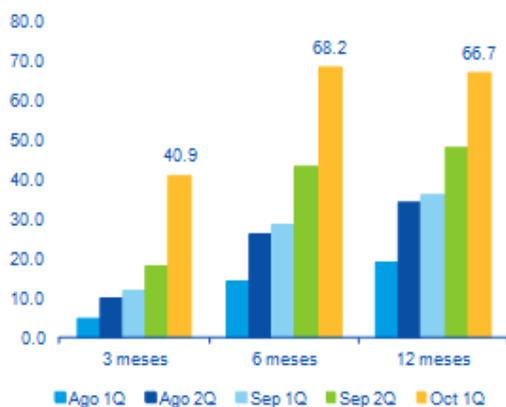
anticipamos una expansión en torno a 1% a/a, que dejaría el crecimiento proyectado en el IPoM (1,8% a/a) a relevante distancia del entre 1,2% y 1,4% a/a que terminaríamos observando. Aquello debería ser reconocido en la RPM de noviembre, donde la menor expansión trimestral se uniría a la menor inflación proyectada reconocida en la RPM de octubre. Todo estaría bastante más alineado para observar un ajuste en el sesgo en la RPM de noviembre, y concretar un primer recorte en diciembre previo al IPoM.

**La EEE y EOF del mes consideradas como fuente de expectativas de analistas para la reunión evidencian un retroceso de la inflación esperada y ambas consideran con claridad un escenario con al menos un recorte de 25 puntos base de la TPM en los próximos meses.** En efecto, en el caso de la EOF, se redujo la inflación esperada respecto de la encuesta anterior. Para octubre se espera un alza de 0,3% m/m en el IPC y para los próximos doce meses se estima una inflación de 2,86% (3,0% hace dos semanas). Por su parte, la mediana de la encuesta incorpora por primera vez un recorte de 25 puntos base de la TPM hasta 3,25% en un plazo de 6 meses, nivel que se mantendría por los próximos 24 meses. Un 36% de los encuestados espera que la TPM se ubique en 3,0% en 6 meses (abril 2017), porcentaje que sube a 45% en 12 meses (octubre 2017). Ver Gráfico 1.

En el caso de la EEE, la inflación esperada para octubre también se ubica en 0,3% m/m y la inflación a diciembre disminuye a 3,2% tras la sorpresa del IPC de septiembre (3,4% hace un mes). Posiblemente la reciente alza del precio del petróleo esté llevando a un ajuste menor al tamaño de la sorpresa inflacionaria. El porcentaje de encuestados que esperan que la inflación se ubicará sobre 3% en un horizonte de dos años se redujo desde 16% en septiembre a 11% en octubre.

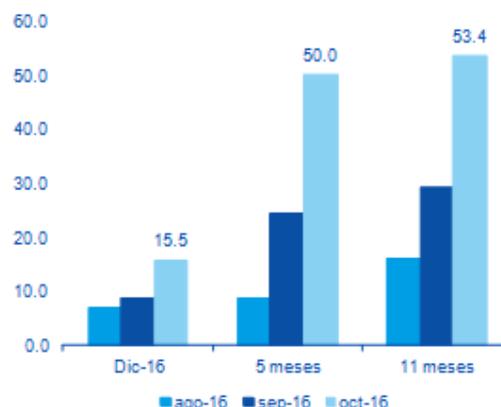
**En relación a las expectativas de TPM, la mediana de la encuesta considera por primera vez un recorte de 25 puntos base en un plazo de cinco meses y elimina por completo el escenario de una TPM superior a la actual en un horizonte de dos años.** Un 33% de los encuestados espera un recorte de la tasa a 3,25% en un plazo de 5 meses, mientras que un 16% espera que la tasa esté en 3,0% en ese mismo plazo (Gráfico 2).

Gráfico 1  
**EOF: Porcentaje de encuestados que proyectan TPM bajo 3,5%**



Fuente: Banco Central, BBVA Research

Gráfico 2  
**EEE: Porcentaje de encuestados que proyectan TPM bajo 3,5%**



Fuente: Banco Central, BBVA Research

En términos de actividad, tal como anticipamos tras el sorpresivo IMACEC de agosto, el crecimiento esperado para el año se revisó al alza desde 1,6% a 1,7%. Para septiembre, la mediana de los analistas espera un IMACEC de 1,5%, cifra que vemos como el techo para el crecimiento del mes, dadas las contracciones previstas en el sector minero y manufacturero.

**Los indicadores de confianza empresarial mostraron alguna mejora, más intensa en minería e industria, dando cuenta que podría haber comenzado cierta reversión a neutralidad, proceso que sería lento y que si efectivamente se ha iniciado, estimamos en BBVA Research nos dejaría en neutralidad recién hacia fines 2017/principios 2018.** Por el lado de los consumidores, también se observa una recuperación en la percepción, bastante marcada en la dimensión de situación económica actual. Con la endogeneidad que tienen estos indicadores de confianza con el ciclo económico, parecen tener correlato

con la buena actividad de agosto que se conoció en septiembre y la menor inflación observada el noveno mes del año.

**Los indicadores de inversión en el ámbito de las importaciones de capital, si bien con bases más altas, mostraron una relevante contracción interanual de 24% en septiembre pasado, lo que daría cuenta que el escenario para la inversión fija de la última parte del año tendrá que absorber bastantes vientos negativos si adicionamos el ajuste que se evidencia en construcción y que continuaría durante los próximos trimestres.** En efecto, las importaciones de capital alcanzaron US\$847 millones en septiembre, la menor cifra desde junio 2015, contrayéndose 24% a/a. Si excluimos camiones y buses, la contracción se incrementa a 32% a/a. Es difícil conciliar este retroceso con recuperaciones de la inversión en la última parte del año. Por el lado de las importaciones de bienes intermedios excluyendo energéticos, la caída fue de 10% a/a, dando cuenta que tampoco se estarían importando insumos para la industria, sometida a una débil demanda interna y externa. Por el lado de las exportaciones, se observó un buen mes para el sector agrícola, pero la industria experimentó una contracción de 2% a/a, donde solo crecieron las exportaciones de químicos (destacando yodo, molibdeno y metanol) y material de transporte. Con todo, el mes de septiembre daría cuenta que la situación de demanda externa e interna continúa muy débil en un contexto donde el tipo de cambio real permanece entre 93 y 94 (índice base año 1986=100), en la parte baja de sus promedios históricos.

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.