

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Banco Central en modo “esperar y ver”

Unidad Chile

Banco Central se limita a describir las turbulencias en mercados externos con particular atención al aumento en las tasas externas y la apreciación del dólar, acompañado de la mejora en los términos de intercambio. El tono parece mostrar cautela a espera de mayor información.

En el ámbito local se observan más novedades, que apuntan todas en la dirección de entregar más estímulo monetario, al reconocer que las tasas de interés están migrando en la dirección contraria. En efecto, en el comunicado se distinguen los siguientes elementos: (1) la segunda sorpresa consecutiva a la baja en inflación mensual (2,8% anual); (2) expectativas de inflación de corto plazo se han reducido y se mantienen bajo 3%; (3) en términos de actividad se deja entrever al comparar con el comunicado anterior, que no hemos tenido desvíos significativos respecto al escenario base considerado en el IPoM de septiembre, pero la actividad se habría ubicado más cerca de la parte baja del rango esperado.

Con todo, la economía aún se encuentra en una posición frágil, y consecuentemente, podrían requerirse incluso más recortes en la TPM que devuelvan el estímulo monetario retirado por el contagio externo, una vez que este último decante. La política monetaria mantendría cautela en el corto plazo a la espera de mayor decantación del proceso de *sell off* en economías emergentes, pero no hay cambios en nuestra visión de recortes, esta vez iniciándose a principios del 2017.

Análisis internacional del Comunicado refleja los cambios y la incertidumbre que reina desde conocidos los resultados de la elección presidencial en Estados Unidos. Algunas de las frases que caracterizaron a Comunicados anteriores han tenido que modificarse, ya que hoy se destaca el deterioro de las condiciones financieras para economías emergentes, el aumento en las tasas de interés de largo plazo y los movimientos al alza en el precio del cobre y otros metales, junto al detrimento en el precio del petróleo. También se menciona la apreciación del dólar. Respecto a las expectativas de actividad global, que para la RPM pasada habían mostrado una mejora en el margen, el Consejo establece que no han habido grandes novedades, pero que sí podrían haber noticias una vez que internalicen los efectos de las elecciones en EEUU.

Escenario local reconoce las reiteradas sorpresas a la baja en inflación, con actividad en el rango previsto (claramente en la parte baja) pero se hace referencia explícita al aumento en las tasas de interés de largo plazo, que consideramos va exactamente en la dirección contraria a la aconsejable. En este contexto, lo más novedoso es el aumento en las tasas de mercado contagiadas por el *sell off* en economías emergentes. Es esperable que el Consejo esté reflexionando sobre lo apropiado de este **retiro de estímulo monetario proveniente enteramente del escenario externo** financieramente menos favorable para economías emergentes, cuando la economía chilena aún se encuentra en proceso de ajuste cíclico. Si antes de Trump se discutía la necesidad de recortes y así lo plasmaban encuestas y precio de activos, cuesta pensar que post-Trump los fundamentales locales hayan cambiado como para internalizar un retiro abrupto y significativo del estímulo monetario. Podría ser necesario actuar más agresivamente en contra de este proceso de retiro de estímulo monetario una vez que las turbulencias decanten.

La anticipada depreciación bilateral del peso respecto al dólar no es suficiente para mejorar la competitividad, que incluso en el margen estaría empeorando. Favorecido por el alza del cobre, el peso está experimentando/exacerbando **apreciaciones multilaterales** que nada bien le hacen al proceso de redireccionamiento de la inversión hacia sectores transables no mineros y exportación de servicios. Estimamos que el TCR -índice 1986=100- se ubicaría en 91,5, por debajo de sus promedios históricos. La construcción de capacidades y planificación de inversión en sectores transables no mineros, en bienes y servicios, se ve golpeada por este proceso de apreciación multilateral.

Sin razones para modificar sustantivamente nuestra proyección de inflación bajo el centro del rango meta en 2017. Nuestros socios comerciales han experimentando depreciaciones competitivas respecto a

todas la monedas duras y contra el peso chileno. Aquello no solo les entregaría ventajas a sus exportaciones en los mercados internacionales, sino que también compensaría los efectos inflacionarios en Chile que pudiera traer la depreciación bilateral del peso frente al dólar.

Si bien esperamos traspasos rápidos a bienes altamente vinculados al peso-dólar, particularmente combustibles, otros bienes importados desde orígenes distintos a EE.UU. podrían ingresar a precios incluso inferiores anulando, aunque en distinta temporalidad, los efectos inflacionarios en bienes de traspaso cambiario más acelerado. En esa dimensión, volvemos a reiterar que tan importante como la evolución peso-dólar americano, lo es la relación peso con respecto a monedas de otros socios comerciales. En esta coyuntura, a diferencia de la depreciación multilateral del peso ocurrida entre abril 2013 y agosto 2015, impulsada por la apreciación global del dólar pero también por una idiosincrática depreciación del peso, estaríamos viendo movimientos ortogonales entre el tipo de cambio peso-dólar y tipo de cambio multilateral, lo que tiende a anular efectos inflacionarios.

La política monetaria mantendría acotada cautela en el corto plazo a la espera de mayor decantación del proceso de ajuste en precios relativos de los activos globales. El retiro de estímulo monetario generado por el alza de tasas de interés post-Trump podría ser excesivo, condicionando la necesidad de mayor estímulo monetario a futuro. Solo por razones de prudencia el Banco Central preferiría no realizar innovaciones en el muy corto plazo hasta ver que el ajuste en precios relativos de activos emergentes esté en gran medida concluido. En consecuencia, tendrá que continuar justificando la mantención de la TPM en el escenario externo, toda vez que localmente los registros inflacionarios nulos o negativos empujarán en la dirección contraria (BBVAe IPC nov. -0,1% a 0% m/m; IPC dic. -0,1% a 0% m/m). **Aumenta la probabilidad de que el justificable retraso en incrementar el estímulo monetario, en conjunto con el excesivo retiro del estímulo monetario generado por el alza de tasas de mercado, requiera recortes mayores en la TPM una vez que el escenario global turbulento decante.** Seguimos estimando la necesidad de "al menos" dos recortes de 25 pb., pero retrasamos el inicio del proceso de recortes a enero 2017.

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.