

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Banco Central se alinea con las expectativas y confirma dos recortes de tasas a inicios de 2017

Unidad Chile

Banco Central se alinea con las expectativas de mercado en diversos ámbitos: crecimiento, inflación y política monetaria. Estima que el crecimiento se mantendrá bajo el potencial el próximo año y la inflación bajo la meta, pese a 50 puntos base de mayor estímulo monetario.

Confirmando que las proyecciones de actividad hechas en septiembre eran optimistas, el Banco Central debió ajustar nuevamente a la baja las estimaciones de crecimiento para este año y el próximo, y estima que 4T16 será el peor trimestre desde el año 2009. Como hemos señalado en ocasiones anteriores, este optimismo en materia de actividad y sus implicancias en las estimaciones de inflación, habría sido uno de los responsables de la mantención de una política monetaria menos expansiva de lo que ha requerido la economía.

En materia inflacionaria, se reconoce la relevante sorpresa negativa de la última parte del año y se revisa a la baja la proyección para 2017, año para el cual se estima que la inflación se mantendrá fluctuando bajo la meta. Adicionalmente, se proyecta que la inflación sin alimentos y energía (SAE) promediará sólo 2%. Estas proyecciones de inflación son incluso suponiendo un tipo de cambio que se deprecia en el horizonte de proyección.

En línea con este escenario para el crecimiento y la inflación, se ratifican expectativas de mercado de dos recortes de 25 puntos base en 1S17, dosis que estimamos podría ser insuficiente. Proyectamos que el primer recorte se concretará en enero 2017 y que el segundo no debiese producirse más allá de marzo. Si la economía no repunta como se estima y la inflación se mantiene marcadamente bajo 3%, serán necesarios recortes adicionales, los cuales debieran evaluarse durante 1T17.

Banco Central proyecta que en 4T16 la economía tendrá la menor expansión interanual desde 3T09 y ve crecimiento de 1,5% en 2016 y entre 1,5% y 2,5% en 2017. Crecimiento proyectado para este año se ubica en el piso del rango proyectado en septiembre (1,5%-2,0%) lo que da cuenta que **las cifras de la última parte del año han decepcionado nuevamente las expectativas del Instituto Emisor.** Por su parte, el 1,5% de crecimiento proyectado para este año se ubica bajo las expectativas de consenso y es consistente con un bimestre noviembre-diciembre con crecimiento en torno a 1% y con un cuarto trimestre con crecimiento en torno a un magro 0,5%, el más bajo desde el tercer trimestre de 2009. Por otro lado, el rango de crecimiento para el próximo año se ajusta a la baja y se alinea con las expectativas del mercado que anticipan desde hace ya varios meses (desde agosto en la EEE) un crecimiento en torno a 2%, el punto medio del rango dado a conocer hoy.

El mayor crecimiento de la demanda interna previsto para el próximo año se sustenta en gran medida en una acumulación de existencias, componente que habitualmente es difícil de proyectar y, por lo tanto, tiene un riesgo no despreciable de concretarse. Por su parte, se supone un crecimiento de 2% de las exportaciones, tras reconocer que este año el comportamiento de estas ha decepcionado. En este sentido, consideramos que un elemento clave para un mayor dinamismo de las exportaciones es la evolución del tipo de cambio real (TCR). En efecto, al cierre del año el TCR se ubica nitidamente bajo sus promedios históricos, lo que está dificultando el ajuste macro, al no contribuir a un mayor dinamismo del sector exportador, en momentos que la minería del cobre está en un proceso de ajuste que se extiende por varios años.

Banco Central estima un tipo de cambio real spot bajo 90, confirmando una apreciación multilateral del peso que en nada ayuda a la reactivación de la economía. Además de reportar la apreciación multilateral de los últimos meses de 3,7% en comparación con el IPoM anterior (4,7% si se excluye el dólar),

se confirma que el nivel spot del tipo de cambio real es menor a 90. Este nivel no solo reafirma la necesidad de pronto recortes de la tasa, además de corroborar que hay espacio para bajas de la tasa local aún con una FED que suba la tasa tres veces en 2017, de acuerdo a su proyección más reciente. Niveles de tipo de cambio real tan debajo de sus promedios históricos dificultan una reasignación de recursos hacia sectores exportadores no mineros.

Inflación terminaría el año en 2,9% este año y el próximo, por debajo de lo previsto en septiembre.

No solo la actividad, sino también la inflación ha sorprendido a la baja al Banco Central en los últimos meses. En septiembre se anticipaba que la inflación cerraría el año en 3,5% y hoy se estima que el año cierre en 2,9%, cifra que es compatible con un IPC de diciembre entre -0,1% y 0,0%. Esto da cuenta de una convergencia inflacionaria mucho más rápida de lo previsto, tendencia que el Banco Central estima tendrá efectos que se extenderán el próximo año. En efecto, las proyecciones contemplan que la inflación se mantendrá gran parte del próximo año bajo 3% y promediará 2,7%, cinco décimas menos de lo previsto en el informe de septiembre.

Supuesto de trabajo para la TPM contempla dos recortes de tasas de interés hasta 3% alineándose con las expectativas de mercado, lo que podría ser insuficiente.

El informe no hace más que confirmar las expectativas de mercado en materia de recortes de la tasa de referencia, lo que consideramos insuficiente. En efecto, diversas medidas de expectativas de inflación, como las derivadas de los instrumentos financieros y la propia encuesta de operadores financieros muestran un incipiente desanclaje inflacionario, aún considerando dos recortes de tasas como los anunciados hoy. Por lo tanto, sería necesario un estímulo monetario mayor para anclar las expectativas de inflación al 3%. **Estimamos que podrían ser necesarios más de dos recortes de la tasa de referencia para permitir que las expectativas inflacionarias se anclen a la meta** en un contexto de persistente debilidad de la demanda interna (que se proyecta creciendo 2% en 2017 sin considerar inventarios) y holguras de capacidad que se mantienen abiertas y en el margen se amplían. La magnitud de la dosis de mayor estímulo monetario deberá calibrarse en la medida que transcurra el próximo año, una vez que se concreten los dos primeros recortes, lo cual estimamos sucederá durante el primer trimestre de 2017, con el primer recorte materializándose en la reunión de enero.

Los riesgos del escenario externo se concentran principalmente en Estados Unidos, aunque China debiese seguir ocupando nuestra atención.

La incertidumbre con respecto a la política fiscal que se vaya a implementar en la potencia norteamericana con la nueva administración marcará la pauta de la política monetaria por parte de la FED. El Banco Central determina claramente los riesgos en tasas y apreciación del dólar que esto conlleva. Con todo, un escenario más proteccionista a nivel mundial afectaría a nuestro principal socio comercial, China. De hecho, en el IEF se explicitan con mayor detalle los elementos a considerar que podrían significar un riesgo tanto para el sector financiero como para el sector exportador. Como supuesto de trabajo se considera un precio del cobre de US\$2,35 la libra para 2017, diez centavos mayor a lo considerado en septiembre, lo que asume una reversión de los precios internacionales respecto a los valores transados actualmente. Esta visión, que compartimos, apuntaría a una necesaria pero por sí sola insuficiente depreciación del peso respecto de los valores actuales.

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.