

# Banco Central ve casi nulo espacio para más estímulo monetario. Se acentúan los riesgos a la baja en inflación 2018.

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Waldo Riveras / Jorge Selaive

Santiago, 1 de febrero de 2018

De ver el vaso medio vacío hace tan solo algunas semanas, el BC se ha pasado al bando de los optimistas, y así se refleja en este comunicado más extenso y algo más detallado. Optimismo en la recuperación de la economía e indiferencia a la apreciación del peso y su impacto desinflacionario lo llevan a estimar que (incluso) las amenazas a la convergencia inflacionaria se han atenuado.

En este escenario, solo cabe esperar que la TPM no tenga movimientos durante los próximos trimestres y veamos algún discurso alcista al terminar el año, contrario a nuestra expectativa previa a este comunicado, donde veíamos oportunidad de recortes como escenario alternativo. El BC anticipa menos inflación que la estimada en el escenario base del IPoM en los próximos meses, pero le parece de poca preocupación (transitoria por el efecto cambiario) ante un mejor escenario para el crecimiento que probablemente conoceremos en el próximo IPoM.

Nuestro escenario de mantención de la TPM en 2,5% se consolida y los riesgos de observar recortes desaparecen, pero aquello tiene como contraparte inflación IPC con relevantes riesgos de acercarse al piso del rango de tolerancia de la meta hacia fin de año. Cuestionamos la confianza del BC en que la actividad será capaz de generar inflación por sobre la plasmada en el precio de activos para el 2018, y levantamos riesgos de decepción con inflación IPC en o bajo 2,4% para el 2018 (2,7% en nuestro escenario base previo). El canal cambiario ha demostrado su superioridad sobre el canal de expectativas y demanda interna conduciendo la inflación, y no esperamos cambios en esta regularidad. Este comunicado, de carácter contractivo y señalizando normalización de la política monetaria, le quita el piso al tipo de cambio y lo deja enteramente en manos de la persistencia del “*weak dollar*” a nivel global.

El escenario internacional relevante para la economía chilena se evalúa positivamente, especialmente en los países desarrollados. Pese al relevante aumento de las tasas de interés internacionales y de la mayor volatilidad en los mercados, el Consejo evalúa las condiciones financieras como favorables, apoyando su evaluación con el argumento del alza de las bolsas y los crecientes flujos de capitales hacia economías emergentes.

Internamente, destacan las favorables cifras de actividad del cuarto trimestre, las favorables condiciones financieras y la mayor creación de empleo asalariado, omitiendo cualquier referencia a la destrucción de empleos privados en sectores más vinculados con el ciclo (comercio, manufactura, transporte). El Consejo resta importancia también al significativo cambio del escenario cambiario y a sus efectos inflacionarios, argumentando que la convergencia de la inflación a la meta se daría de igual forma gracias a una renovada fuerza en la actividad y la demanda, algo sobre lo cual aún tenemos muy poca evidencia.

Respecto a la inflación, no reconocen sorpresas a nivel SAE y atribuyen los bajos registros a la apreciación del peso, a la débil actividad y a otros shocks puntuales. Sin embargo, a la hora de proyectar la inflación se le resta importancia al canal cambiario y de pronto la actividad parece ser lo más importante, bajo un escenario que nos resulta apresuradamente optimista para los registros que hemos conocido en los últimos meses. Lo curioso de este escenario de mayor crecimiento es que parece no modificar su trayectoria de tipo de cambio real y por lo tanto no se observa un efecto desinflacionario relevante por este canal. Para qué hablar del débil anclaje inflacionario, con encuestas y precios de activos desde hace meses estimando inflaciones bajo 3% en el horizonte de política, lo que tampoco parece ser relevante a la hora de proyectar la convergencia inflacionaria y calibrar el estímulo monetario.

**Reacción de mercado:** Esperamos que las tasas *swaps* reviertan los recortes transitorios que habían incorporado. Asimismo, vemos al BC alimentando la apreciación del peso. Esperamos que la inflación de 2,4% plasmada en *forwards* para el 2018 experimente nuevas reducciones.

## 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.