

## Chile | IPoM de marzo será la oportunidad para construir un escenario realista para el BC

Cristóbal Gamboni

Diario electrónico El Mostrador ([elmostradormercados.cl](http://elmostradormercados.cl))

La economía a nivel internacional ha estado sujeta a bastantes fluctuaciones estos últimos meses, reflejo de preocupaciones que se incuban de hace tiempo. Las dudas con lo que ocurra en los mercados accionarios de China, su política de rebalanceo de crecimiento, los menos alentadores datos de Estados Unidos y lo que podría marcar el término del ciclo apreciativo global del dólar, riesgos geopolíticos en Europa y un sector bancario global bajo incertidumbre, hacen que para Chile y otras economías emergentes la situación externa sea incierta y concrete riesgos para el crecimiento.

¿Es tan nuevo lo que sucede a nivel internacional o es un escenario que para muchos tenía alta probabilidad de concretarse tarde o temprano? Cuando en BBVA Research señalábamos que no estaban dadas las condiciones para subir la TPM, no solo hacíamos referencia al deteriorado escenario local, también mencionábamos la importancia de los factores externos. Parte de estos riesgos ya hace tiempo se han concretado, y tienden a dar la razón a una propuesta que en su momento era considerada inverosímil para el consenso.

Es de amplio consenso que la estimación de actividad para 2016 del IPoM de diciembre, de 2-3% con sesgo a la baja está desactualizada. De hecho, lo estaba en el mismo instante de ser entregada, dado que ya en parte importante varios riesgos que el Banco Central consideraba potenciales se estaban concretando. No es casual que BBVA Research y otros analistas hayan calificado de optimista el IPoM de junio y septiembre.

Ya en la reciente publicación de la minuta de la última RPM se observa que es preocupación del Banco Central y su Consejo la incertidumbre a nivel global. Esto llevaría a un ajuste en la proyección de expansión de la actividad el 2016 a 1,5-2,5%, es decir, 50 puntos porcentuales menos. Quizá parezca acotado, pero examinando la historia de ajustes en actividad entre IPoM, cuando el Instituto Emisor realiza un ajuste significativo, lo hace de a 50 puntos porcentuales. A lo anterior se suma el nuevo escenario del bajo precio del petróleo y un dólar que vuelve a situarse por debajo de los \$700 (y seguirá en dicho vecindario de no mediar sorpresas negativas con China), por lo que debiese haber un leve ajuste a la baja en la proyección de inflación al cierre de este año hacia 3,5% lo que implicaría que la tasa de interés real esperada a diciembre se ubicaría en torno a cero de mantener la TPM en su nivel actual.

¿En qué pie quedaría la política monetaria con estos cambios? Posiblemente se insistirá bastante menos con la normalización del estímulo monetario, no descartando que solo se incluya un alza más en este año con un timing muy condicional, postergando cualquier tipo de ajuste adicional hacia el 2017.

Sin embargo, el IPoM, que será publicado a finales de marzo, aparecerá en una fecha donde los riesgos bajistas pueden concretarse. No son pocos los analistas que estiman un crecimiento por debajo de 1,5%. En BBVA estimamos 1,8%, pero con un sesgo a la baja. A fines de marzo ya habremos conocido el que debería ser el peor registro de Imacec del año, el de enero, y un febrero algo mejor, pero tampoco para sacar cuentas muy alegres, lo que podría hacer migrar el 1,9% de la EEE a nuevos mínimos. A esto se

suma el registro de inflación de marzo. El mercado a la fecha espera 0,6% m/m; sin embargo, en BBVA Research vemos elementos que justificarían considerar esa inflación mensual como el techo. Esto se torna relevante, toda vez que el dato de IPC se conocerá pocos días después del IPoM, y el Banco Central, que no posee mayor poder predictivo sobre esta variable que el mercado, podría ver que su escenario de inflación quede rápidamente desactualizado. Si a esto le sumamos la volatilidad internacional que no se detiene, entregar proyecciones a finales de marzo resulta particularmente desafiante.

Independiente de la visión con la que venga el IPoM respecto a la normalización del estímulo monetario, vemos con una probabilidad muy alta un escenario donde, finalmente, no se concreten alzas de tasas de este año. Las presiones del tipo de cambio sobre la inflación a mediano plazo han menguado ante lo que parecen ser los estertores de la apreciación global del dólar que se inició a mediados del 2011. El ajuste al gasto fiscal (sea que se dé como una sub ejecución o como un recorte) entrega mayores grados de libertad a la política monetaria. El precio del petróleo se mantendrá bajo, pero el precio del cobre debería retomar una senda al alza en la segunda mitad del año.

Los argumentos suman y siguen: mantenemos nuestra visión de que no son necesarias más alzas de tasas este 2016.