

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

IPoM: persiste un obcecado optimismo

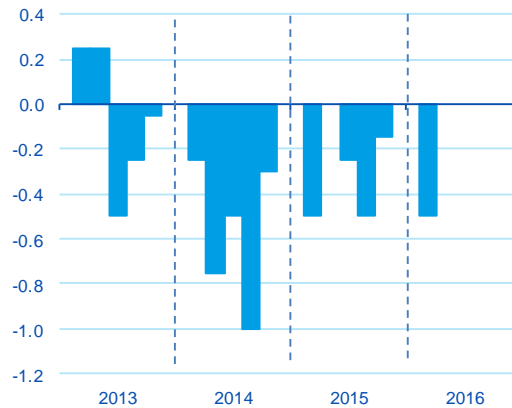
Unidad Chile

Informe de Política Monetaria de diciembre no entrega proyecciones distintas a las que tenía el mercado hace algunos meses (PIB 2015 de 2,1%; PIB 2016 entre 2% y 3% con sesgo bajista). Se sigue pensando en reversiones en confianzas y dinamismo de la demanda interna más rápidas que las razonables a pesar de la ausencia de catalizadores positivos. Se contemplan entre 1 y 2 aumentos adicionales de 25 pb. de la TPM los que, si se contrastaran con una proyección realista de crecimiento para el 2016 (BBVAe 2,0% con sesgo a la baja) y con el nivel actual del tipo de cambio, probablemente desaparecerían.

Este IPoM no cambia nuestro diagnóstico de un período prolongado con la TPM en 3,5% (al menos todo el primer semestre), especialmente luego de la apreciación reciente del peso. El escenario base del BC tuvo cierre estadístico el 15 de diciembre con tipo de cambio en torno a \$710, significativamente sobre los niveles observados post-Fed (\$690), aspecto de primer orden para tabular el *timing* del próximo ajuste en la tasa toda vez que se reduce significativamente la estimación de inflación en el horizonte de política. La persistencia del TC en estos niveles eliminaría cualquier alza adicional en la TPM incluso para el optimista BC. Consideramos que la reacción *hawkish* del mercado luego del aumento a 3,5% no sería suscrita por el BC.

Persiste el “optimismo” del Banco Central. La consecuente estimación de holguras de capacidad y la dosis de retiro de estímulo monetario son parte de los costos de un Banco Central “optimista en vez de realista”. El gráfico 1 evidencia las sucesivas correcciones a la baja en actividad que ha tenido que realizar el BC desde el 2013. En el margen, este IPoM realiza una nueva corrección a la baja -respecto al IPoM de septiembre- de 0,5 pp para el crecimiento del PIB del 2016, que se estima crecerá entre 2% y 3% con sesgo a la baja. Al comparar esta estimación con la mediana de la *Encuesta de Expectativas Económicas* para el PIB 2016 (2,2%) no se observan diferencias relevantes. El problema es que el BC estaría entregando muy poco valor prospectivo con respecto a un promedio de analistas a pesar de contar con fuentes de información adicionales y un calificado *staff*. Como consecuencia de aquello trabaja con escenarios de alza en la TPM desde marzo del 2015 mientras la economía profundiza su desaceleración. **Resulta evidente que más allá de que el culpable de la desaceleración se encuentre en una combinación entre factores locales y externos, la política monetaria no estaría colaborando en la recuperación cíclica de la actividad al encarecer el crédito y afectar las expectativas privadas entregando señales de menor estímulo monetario en un contexto de también menor estímulo fiscal.**

Gráfico 1

Ajuste en expectativas de crecimiento para el año de referencia en cada IPoM (porcentaje)*

* Ajustes entre diciembre del año anterior y diciembre del año en curso (5 ajustes). En marzo del 2015 el ajuste fue nulo respecto al IPoM de diciembre 2014. Fuente: BCCh, BBVA Research.

¿Qué significa ajustes pausados? La TPM tendría nuevos ajustes para ubicarse no más allá de 4% a fin del 2016 como señalan las distintas medidas de expectativas (EEE/EOF 3,75%; swaps el 15/12 en 4,0%). Luego de la decisión de alza a 3,5%, el mercado se ha movido algo más arriba al considerar tres incrementos adicionales: un nuevo ajuste de 25 pb. a fines del 1T16, otro a principios del 3T16 y uno final en diciembre 2016. Para el precio de activos, la TPM terminaría en 4,25% sobre lo contemplado en el escenario base del BC de este IPoM (3,75/4% a diciembre). A la luz de este IPoM, nuestra interpretación de que el alza reciente habría sido más bien preventiva que agresiva tiende a confirmarse. El BC no parece más *hawkish* que lo planteado en septiembre.

Inflación se corrige marginalmente al alza desde 3,7% a 3,8% para el 2016, explicado esencialmente por la depreciación del peso entre cada IPoM. El BC realizó el cierre estadístico el 15 de diciembre cuando el tipo de cambio se ubicaba sobre \$710, lo que correspondía a una depreciación de 2% respecto al cierre de la misma variable en el IPoM de septiembre. La corrección a la baja en la demanda interna desde 3,1% a 2,6% y el menor precio del petróleo explicarían la compensación desinflacionaria que le permite estimar el 3,8% para el 2016. **Probablemente un tipo de cambio como el observado post-Fed (cerca de \$690) es un aspecto importante para tabular el próximo ajuste en la TPM toda vez que debería llevar a estimaciones de inflación menores para el BC en su escenario base de mediano plazo, y quitaría premura al próximo incremento. Si el BC hubiera cerrado su escenario a fines de diciembre y no a mediados de mes, muy probablemente su estimación de inflación 2016 se ubicaría en torno a 3,5%, lo que significaría que con la TPM en 3,5% la tasa de interés real a fines de año estaría en torno a 0%, tal como parece ser el objetivo actual.**

Mayor presión sobre la cuenta corriente en el horizonte de proyección pero cerca de niveles sostenibles de largo plazo. La caída mayor a la esperada en los términos de intercambio -asociado al retroceso del precio de cobre- sumado a menores perspectivas para las exportaciones netas -impulsado por un menor crecimiento de socios comerciales pero también por un leve repunte esperado para las importaciones/consumo- elevan la estimación del déficit de cuenta corriente desde un 0,7% a un 1,7% del PIB en 2015, mientras que para 2016 se amplía desde un 1,5% a un 2,6% del PIB. Esta corrección se canaliza a través de un menor saldo en la balanza comercial, dando cuenta de la debilidad en la demanda externa relevante para Chile. De todas formas la evaluación del Banco Central para el saldo externo a precios de tendencia sitúan al déficit en valores en torno a 2,5% del PIB -algo superior a lo estimado previamente por el reconocimiento de un menor precio de largo plazo para el cobre a US\$ 2,7 la libra-, aún en niveles que no comprometerían la capacidad de pago externo de la economía en el horizonte relevante de proyección. **BBVA estima el rango de déficit de cuenta corriente sostenible entre 1% y**

2,4% del PIB, por lo que el déficit de cuenta corriente de tendencia se ubicaría cerca de niveles sostenibles. Por este canal, no parecería necesaria más depreciación real de la moneda.

Fuerte ajuste en las proyecciones en los precios de los *commodities* relevantes. En un contexto donde el precio del cobre está cerca del mínimo alcanzado durante el año y el precio del petróleo se ubica en mínimos desde la crisis de 2009, el Banco Central realiza un fuerte ajuste a su proyección de ambos precios para 2016:

- Cobre: de US\$ 2,45 la libra a US\$ 2,20 la libra (spot US\$ 2,11 la libra).
- Petróleo (promedio Brent y WTI): de US\$ 53 el barril a US\$ 44 el barril (spot US\$ 34,4 el barril).

¿Qué evaluó el Banco Central para ajustar tan fuertemente dichas variables en 3 meses, más allá de las caídas mostradas este último tiempo? La apreciación internacional del dólar y el menor crecimiento global han jugado un rol preponderante y común para todos los *commodities*. Con respecto al precio del petróleo también se ponderan con mayor fuerza los cambios en oferta que han llevado a nuevas reducciones en el precio del crudo. El caso del precio del cobre se aborda con mayor profundidad. En los elementos de corto plazo, se esgrimen el aumento del balance global de cobre y la caída en costos tanto por lo ocurrido con el dólar como la caída en los precios del petróleo. Sumado a lo anterior, han ajustado a la baja su estimación de precio de largo plazo, de US\$ 2,85 la libra a US\$ 2,7 la libra. Para esto último, no entregan muchas razones, solo se enfocan en explicar cómo se elevará en 10 años el precio del cobre actual a niveles de largo plazo.

Aunque las proyecciones de precios de dichos *commodities* han sido ajustadas persistentemente a la baja por distintos agentes de mercado, y varía bastante entre uno y otro, estimamos que el Banco Central ha acercado sus proyecciones a la visión más común del mercado nacional e internacional respecto a los *commodities* más relevantes para nuestra economía.

Nueva estimación del Banco Central coloca presión a la baja a la estimación de precio de referencia del cobre utilizado en la regla fiscal. Lo estimado por el Instituto Emisor está en línea con nuestra visión tanto de precio del cobre en 2016 como a largo plazo. **Observamos nuevos riesgos a la baja en la estimación de precio de referencia del cobre del Comité de Expertos el próximo año, el cual podría sufrir un considerable ajuste respecto al US\$ 2,98 la libra. De hecho, el Banco Central entrega una estimación del precio promedio para los próximos 10 años de US\$ 2,6 la libra, cálculo que es consistente con el ejercicio que se le pide a los expertos para estimar el precio de referencia. Con esto, se pautea a los expertos del cobre: un ajuste de casi 40 centavos implicaría una fuerte reducción en el espacio de crecimiento del gasto fiscal para 2017.**

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.