



Flash Chile

Informe de Política Monetaria: ¿Moderados recortes en la TPM? Seguimos viendo mantención o alternatively, recortes muy superiores a los del escenario base del BCCh.

El Banco Central recorta su proyección de crecimiento, bastante más que la proyección de inflación (Tabla 1). El recorte en la proyección de actividad está bastante en línea con la última Encuesta de Expectativas Económicas. Sin embargo, en inflación IPC el Banco Central espera un promedio de 0,34% de junio a diciembre. Excluyendo un proyectado de BBVA Research de 0,6% para IPC junio, el running rate es de 0,3% versus el implícito en el mercado de 0,22% para julio-diciembre. Creemos que el Banco Central considera un significativo impacto de la depreciación del peso en un contexto de márgenes estrechos. Nuestra estimación es que la depreciación del peso de \$470 a \$505 tiene un impacto de +0,4% acumulado durante los próximos 6 meses en el IPC. Asimismo, reconocen un impacto positivo de decretos tarifarios eléctricos en tramitación que tendrán incidencia positiva en los próximos meses. **Sin tener luces respecto a los timings específicos de estos decretos, estimamos que IPCs de julio a septiembre podrían beneficiarse de estas alzas en tarifas eléctricas. En BBVA Research seguimos manteniendo como escenario base inflación IPC de 2,5% para el 2013.**

Trayectoria para la TPM considera recortes hacia 4,5% a diciembre. Estos recortes serán muy superiores a los supuestos por el BCCh o simplemente no ocurrirán. El Banco Central indica que la consistencia de su escenario base arrojaría una TPM en línea con las expectativas, que a la fecha de cierre de este IPoM señalaban 4,5% a diciembre. Por nuestra parte, seguimos esperando mantenciones en las reuniones de julio y agosto. Las inyecciones inflacionarias inducidas por bajas de la TPM sólo ocurrirían hacia fines el 4T13, y si se observa el contexto propicio para gatillarlas, serán muy superiores a las supuestas hoy por el BCCh. Consecuentemente, nos sentimos cómodos sosteniendo la bandera de mantenciones "por ahora", ante un dinamismo del empleo y salarios que impiden recortes preventivos de la TPM. Asimismo, el efecto riqueza que ha continuado entregado el sector inmobiliario a los hogares –con alzas que de precios en los meses previos como indica el IEF– es un aliciente hacia mantención del dinamismo del consumo privado. El Banco Central se ha encargado de convencer al mercado de que el estímulo monetario adicional requerido es moderado, ante un supuesto de decaimiento suave del consumo privado. **Este supuesto tiene riesgos de cola que merecen cuestionamiento, y que llevan a esperar que durante los próximos meses el dinamismo del consumo privado permanezca con muy moderada desaceleración, o simplemente se recoja de manera muy abrupta.** Consecuentemente, el BCCh tendrá que por un lado mantener la TPM en 5% o recortarla muy por sobre lo que hoy levanta como su escenario base (someramente implícito en el precio de activos). El consumidor chileno mantendrá relativamente incólume sus patrones de consumo o los detendrá abruptamente. La bipolaridad esta en ADN del chileno, y esperar esa transición suave es más bien el resultado de modelos de convergencia hacia el largo plazo que de la realidad idiosincrática del consumidor local.

El Banco Central asume una Tipo de Cambio Real (TCR) que se mantiene en los niveles actuales (BBVA Research estima 87,5 para junio, índice 1986=100). Este supuesto resulta clásico dentro del escenario de consistencia del Instituto Emisor, pero consideramos tiene riesgos alcistas que pueden darse con mayor probabilidad que la asumida por el Banco Central en un contexto de retiro volátil del estímulo monetario por parte de la Fed, y mayores cuestionamientos a la sostenibilidad del déficit de cuenta corriente localmente.

El Déficit de Cuenta Corriente (DCC) se proyecta llegando a 4,7% del PIB, aumentando desde 4,4% en marzo pasado. La economía chilena se encuentra muy cerca de niveles que pueden

ser cuestionados por inversionistas internacionales, particularmente posterior al retroceso importante en el precio del cobre. **BBVA Research estima que por cada 1 centavo de dólar menos en el precio del cobre, el DCC empeora en US\$60 millones.** El Banco Central asume una recuperación en las exportaciones que mitiga su estimación de mayor abultamiento del DCC. Sin embargo, la débil demanda externa coloca sesgos bajistas a las exportaciones totales que difícilmente superarán los US\$76.000 millones a diciembre (BBCh estima US\$77.500 mill.). Junto al relevante dinamismo del gasto presupuestario de Gobierno, creemos que los sesgos para el DCC se encuentran sesgados hacia terminar en o sobre 5% del PIB, situación que debería llevar a sustantiva cautela en rebajas preventivas de la TPM.

Tabla 1

Indicadores macroeconómicos, proyección 2013 (variación anual, porcentaje)

	IPoM Mar. 13	IPoM Jun. 13
PIB	4,5-5,5	4,0-5,0
Demanda interna	6,1	4,9
Formación bruta de capital fijo	7,2	5,5
Consumo total	5,7	5,0
Exportaciones de bienes y servicios	3,1	3,8
Importaciones de bienes y servicios	5,9	5,0
Cuenta corriente (% PIB)	-4,4	-4,7
Precio del cobre BML (US\$ cent/lb)	350	325
PIB socios comerciales	3,6	3,4
Inflación IPC diciembre	2,8	2,6
TCR se mantendrá en torno a valores recientes		
TPM seguirá en el corto plazo a encuestas		

Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Informe de Estabilidad Financiera: Cuidado con Precio Oficinas y Endeudamiento hogares de ingresos medio-altos.

El sistema financiero continúa operando con normalidad, con la banca bien capitalizada. La deuda de los hogares agregada ha crecido en línea con el ingreso disponible, y la deuda de las empresas se mantiene estable en relación con el PIB. El escenario externo presenta desafíos, que tienen que ver con condiciones financieras más estrechas para EMEs, y períodos de volatilidad no son descartables de la mano del retiro del estímulo monetario de la Fed.

Siguiendo las advertencias que realizó en versiones previas del IEF, se diagnostica una moderación de tendencias que son preocupantes en el sector inmobiliario. La tasa de crecimiento de las ventas de viviendas residenciales se ha reducido, los bancos han estrechado los estándares de otorgamiento de créditos para empresas asociadas al sector y el apalancamiento de las inmobiliarias se ha estabilizado. No obstante estos desarrollos, las ventas de viviendas se mantienen en niveles relativamente altos y los índices agregados de precios de viviendas mantienen su ritmo de expansión, en un contexto donde los estándares de otorgamiento de créditos hipotecarios no han variado

sustancialmente. El Banco Central continúa levantando preocupación sobre las oficinas, donde indica que “la proyección de la oferta de nuevas oficinas continúa siendo elevada en términos históricos”. En ese contexto, compartimos la visión de una mitigación de los riesgos en viviendas, pero un riesgo aún presente en las unidades comerciales que podrían no tener internalizada la sustantiva oferta de metros cuadrados que se esperan durante los próximos trimestres. Acompañando esta preocupación, se señala la contracción de márgenes de inmobiliarias y constructoras manifestarse en aumento de la morosidad del sector construcción.

Cuidado con la deuda de hogares de ingresos medio-alto. El Banco Central advierte la mayor concentración de deuda en hogares de ingresos medios y altos, en un contexto de disminución del endeudamiento agregado en relación al ingreso. Son los hogares de ingreso medio-alto los que deben ser monitoreada con particular atención, toda vez que han recibido la mayor cantidad de oferta de crédito – particularmente bancaria versus de otros oferentes–, y presentan deuda inmobiliaria, de consumo y en tarjetas de crédito. El estrato que aquí debería preocupar parece ser aquel de ingresos mensuales superiores a \$1.000.000.

Un mensaje implícito para los asesores financieros que sugieren a personas cambios en los fondos de pensiones. Se reconoce el impacto sobre las tasas de interés bancarias al migrar gran cantidad de fondos. De esta manera, el Banco Central se hace parte de la discusión y normativa en consulta para limitar la propensión al cambio de fondos por parte de los cotizantes. Por nuestra parte, la propuesta de la SAFP, si bien entrega mayores grados de libertad en la asignación dentro del Fondo E limitando el impacto sobre los DAP, no es descartable que tenga impactos de primer orden –negativos– sobre la rentabilidad y volatilidad de la cuota de dicho fondo a mediano plazo.

Recorren los factores locales y externos que han afectado la evolución de las tasas largas llevando a impactos moderados en comparación a otras EMES. Entre los que destacan están los GDNs (Global Depositary Notes) y los cambios de afiliados al Fondo E. Ambos factores permitieron que los soberanos chilenos tuvieran impactos acotados en comparación a Colombia, por ejemplo.

Sobre las colocaciones de bonos en el exterior, destacan a Chile por la intensidad de colocaciones en lo reciente, particularmente de empresas exportadoras y financieras. Advierten que la emisión de bonos en el exterior constituye un desarrollo positivo desde el punto de vista de la administración de los pasivos del sector privado, pero una prolongación de dicho fenómeno en un escenario de bajas tasas externas puede incubar vulnerabilidades en niveles de apalancamiento y descalces cambiarios.

Más acerca de Chile, [Click aquí](#).

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com
+56 02 2939 10 92

Fernando Soto
fsotol@bbva.com
+56 02 2939 14 95

Aníbal Alarcón
aalarcona@bbva.com
+56 02 2939 10 52

BBVA | RESEARCH



| Pedro de Valdivia 100, Santiago de Chile | Tel.: +56 02 939 00 00 |
www.bbva.com

Antes de imprimir este mensaje, por favor, compruebe que es necesario hacerlo.

La presente comunicación y sus anexos quedan sujetos a confidencialidad en los términos establecidos en la normativa aplicable, dirigiéndose exclusivamente al destinatario mencionado en el encabezamiento. Son de exclusivo uso interno y queda prohibida su divulgación, copia, cesión, entrega, remisión o envío a terceros ajenos al Grupo BBVA sin consentimiento previo y escrito del remitente. Si ha recibido este mensaje por error, debe saber que su lectura, uso o copia están prohibidos y le rogamos que lo comunique inmediatamente mediante reenvío a la dirección electrónica del remitente, eliminándolo a continuación.