



Flash Chile

Presidente del Banco Central intenta moderar y alinear expectativas privadas, anticipando un IPoM en la misma línea. Altamente probable que no recorten la TPM en diciembre nuevamente

Las entrevistas de los Consejeros del Banco Central son parte integral de la comunicación de la política monetaria y una de las herramientas que posee el Instituto Emisor para alinear expectativas económicas. Cuando las declaraciones las hace el Presidente del Banco Central, mayor razón para pensar que hay una intención de fondo y que no es una entrevista más (La Tercera, domingo 24 de noviembre). En este caso, consideramos que la entrevista intenta subsanar las dificultades de comunicación de las últimas decisiones de política monetaria.

El Presidente indica que las bajas recientes no se enmarcan en un proceso permanente de bajas. Asumimos que se refiere a un ciclo de bajas mayor, dado que en política monetaria es difícil pensar en ciclos "permanentes". No existiría inconsistencia entre las comunicaciones recientes y las bajas en la TPM. La segunda baja de la TPM respondió, en primer término, a que la inflación ha estado por bastante tiempo bajo o cerca de la parte inferior del rango de tolerancia. Hacia delante el panorama es de un retorno gradual y lento de la inflación al 3%, con expectativas "muy ancladas" y una inflación externa muy baja. Se suman las Cuentas Nacionales del 3T13 las cuales mostraron que la demanda interna había profundizado su desaceleración.

No habría preocupación por la desaceleración de la actividad, la cual se califica como de "bastante razonable". También se habla de una desaceleración "gradual y anticipada". Nuevamente estimamos que el Banco Central no estaría viendo con buenos ojos la migración rápida de las expectativas del mercado hacia recortes mayores y concentrados en el corto plazo. Con esta afirmación, el Banco Central indica que no estaría atrasado en su accionar, como en parte ha sido la interpretación del precio de activos que han buscado niveles de TPM aún más bajos que los plasmados en su último escenario base. Sorprender al mercado siempre tendrá el costo de que éste considerará atrasado al Instituto Emisor, y es una situación que pudo no anticipar correctamente el Consejo. Creemos que se intenta alinear las expectativas privadas que han interpretado 2 bajas sucesivas como la mitad de un ciclo de no menos de 100 pb, con un BCCh que se cree tendría la interpretación de que la economía se estaría desacelerando muy rápido.

La interpretación de la desaceleración estaría en línea con la nuestra. Desaceleración significativa en inversión, pero algo menor de consumo. Desacumulación de inventarios mineros ante aumento en las exportaciones de ese sector (ver Flash CC.NN.).

El problema de esta opción comunicacional es que enfrenta el desafío del "unwind". Luego de la segunda baja de 25 pb, el mercado ya tiene internalizada una baja de 50 pb adicionales, todas ellas en el muy corto plazo. El IPoM a revelarse el 3 de diciembre tiene varias estrategias posibles, algunas de las cuales podrían llevar a reversiones en las bajas recientes en tasas *swaps* y en el componente idiosincrático de la depreciación reciente.

Se indica que la depreciación del peso es bienvenida, sin impacto preocupante sobre la inflación. Coincidimos en ese diagnóstico. El que el IPC de diciembre tenga piso en 0,2%, no estaría explicado por la depreciación del peso en ítems distintos a gasolina. El tipo de cambio estaría siendo un "*shock absorber*" en la economía, motivando redireccionamiento de la inversión desde minería a otros sectores. Seguimos viendo presiones depreciativas, pero también con grados importantes de agnosticismo respecto a la velocidad de la depreciación reciente. Esperamos el tipo de cambio más cerca de \$515 (o incluso algo menos) que de \$525 hacia fines de año.

Parece importante también indicar que se considera que las expectativas inflacionarias se encuentran muy bien ancladas. Consideramos que aquello es "living in denial" parafraseando a Sigmund Freud o parte de una estrategia para anclarlas. No nos cabe duda que las expectativas inflacionarias de largo plazo han estado sometidas a relevante presión bajista en precios de activos, pero más importante, en las Encuestas. Más aún, su lenta normalización hacia 3% ha sido mencionada en la Minuta de la RPM de octubre y en el último comunicado. La estrategia de esta declaración entonces debería interpretarse como una intención de convencer al mercado de que con las bajas recientes, no debería continuar castigando las expectativas. Veremos si aquello se consolida, al menos en el precio de activos. En lo más reciente, el alza en el precio de la gasolina a nivel internacional ha contribuido a aumentar expectativas inflacionarias en precios de activos, y esperamos que aquello sea reflejado en la EOF y EEE próximas.

Las cifras de corto plazo no serán alentadoras, y probablemente harán más difícil asentar un sesgo algo más contractivo al implícito en el precio de activos al viernes pasado. Producción industrial se contraería 2,1% a/a, pudiendo ser incluso algo más negativa, y Ventas del Comercio crecería 6,6% a/a, inferior al crecimiento promedio del año. Más aún, el IPoM de diciembre tendrá que hacerse cargo de una corrección en el crecimiento del PIB 2014 que debería pasar desde el actual rango proyectado de 4% - 5% hacia algo entre 3,5% - 4,5% (ver Flash Imacec octubre).

Todo este escenario nos lleva a pensar de que el Banco Central estaría en un "zapato chino comunicacional" de cara al sesgo del IPoM de diciembre. De ahí la necesidad de dar esta peculiar entrevista. Si opta por entregar un sesgo más contractivo al presente en el precio de activos, y más cercano a Encuestas pasadas, es altamente probable que vea reversiones en la depreciación reciente, alzas en las tasas *swaps* y nuevamente incipiente desanclaje inflacionario. Alternativamente, si valida lo plasmado en los activos, tendrá que considerar un sesgo bajista distinto al neutral que ha venido comunicando en lo reciente, con objetivos de TPM de 4% (o menos) en los próximos meses. La última alternativa, es mantener el sesgo neutral, pero recortar igualmente la TPM cuando así lo estime (sesgo dependiente de los datos). Este último es el más reñido con una apropiada y clara estrategia comunicacional, pero es el que entrega mayores grados de libertad al Instituto Emisor. **De darse un éxito de la estrategia por la que se opte (que creemos es la de entregar una visión menos *dovish*), ésta tendrá grados importantes de "simple y pura suerte" vinculados a los vientos externos y lo más abultado a lo anticipado de los IPCs de fin de año.**

En BBVA Research seguimos viendo que la TPM se ubicará en 4% hacia mediados de año, con 2 recortes adicionales de 25 pb. Por ahora no vemos consistencia ni necesidad de mayor estímulo monetario hasta ver la digestión del mercado de las bajas recientes, y las cifras del 4T13. **Nos inclinamos a pensar que el Banco Central intenta dar respiro al proceso de recortes, teniendo el próximo probablemente tarde terminando el primer trimestre del 2014.** Sin embargo, también debemos reconocer que aquello dependerá de la estrategia por la que opte el Banco Central en este nuevo IPoM.

Más acerca de Chile, [Click aquí](#).

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com
+56 02 2939 1021

Hermann González
hermannesteban.gonzalez@bbva.com
+56 02 2939 1354

Fernando Soto
fsotol@bbva.com
+56 02 2939 1495

Aníbal Alarcón
aalarcona@bbva.com
+56 02 2939 1052

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