

Flash Chile

El Imacec de enero se expande 1,4% a/a (-0,6% m/m sa), algo por debajo de nuestra proyección y de consenso (BBVAe 1,8%, Consenso 1,9%) marcando lo que esperamos sea el peor registro interanual de crecimiento en el 2014

El Imacec de enero se expande 1,4% a/a (-0,6% m/m sa), algo por debajo de nuestra proyección y de consenso (BBVAe 1,8%, Consenso 1,9%) marcando lo que esperamos sea el peor registro interanual de crecimiento en el 2014

Habíamos anticipado un registro bajo en enero ante la exigente base de comparación (6,4% a/a en enero 2013), pero más importante, influenciado negativamente por la desaceleración en sectores vinculados directamente al gasto en inversión privada y pública. Luego de las cifras sectoriales en industria (-1,4% a/a) y minería (-2,7% a/a), nuestra visión se transformó en el consenso, que se corona hoy con el peor registro de actividad de los últimos 3 años desde la contracción de marzo 2010 vinculada al 27F.

A pesar de no tener visibilidad cuantificable en forma exacta al Paro Portuario, estimamos que la cifra no sólo estaría influenciada por la ralentización en el crecimiento del comercio minorista y mayorista, y la contracción interanual de la industria manufacturera y el sector minero, sino también por mermas en exportaciones e impactos colaterales en la industria exportadora asociadas al Paro Portuario. El resto de los sectores, para los cuales no tenemos información mensual, habría crecido 1,8% a/a en enero, cuatro décimas menos de lo que creció en diciembre. Contrafactualmente, parece altamente probable que la actividad se hubiera ubicado algo sobre 2% a/a ante la ausencia de medios logísticos de transporte que afectaron particularmente a las exportaciones.

Esta cifra proyectamos será el más bajo crecimiento mensual del 2014. Ya para febrero proyectamos un crecimiento de la actividad sobre 3% a/a gracias a bases menos exigentes, recuperación de la contribución del sector externo, mayor ejecución de gasto público e impactos menores pero significativos de la depreciación reciente del peso.

El registro de crecimiento de 1,4% a/a por debajo del 2,6% a/a plasmado en la Encuesta de Expectativas Económicas, junto a un IPC de febrero de 0,3% m/m son consistentes con un nuevo recorte en la TPM hasta 4%. Nuevamente lo más importante será el sesgo del comunicado del Consejo del Banco Central que puede dar más señales del nivel terminal de la TPM y la velocidad a la que se desea llegar, hoy en torno a 3,75% en el precio de activos, pero 4% en las encuestas.

Minuta de la Reunión de Política Monetaria pasada

El *staff* del Banco Central no presentó como única alternativa el recorte de 25pb, sino que también la opción de mantener. Ambas justificadas con diversos argumentos. Esto se puede interpretar como que la convicción de rebajar la TPM no estaría asentada del todo técnicamente.

En el plano internacional, el Consejo considera que si bien los acontecimientos recientes están en línea con lo planteado en el IPoM, había matices en la evaluación de los riesgos identificados en esa ocasión. Mientras el riesgo de un freno más intenso del crecimiento en China se había agudizado, los riesgos asociados a la evolución de la Eurozona se habían moderado. Claramente el balance de estos ajustes es negativo dada la mayor importancia relativa que tiene el país asiático para la economía chilena, lo que puede estar detrás de la desaceleración mayor a la esperada que estamos presenciando.

Por otro lado, un Consejero se refirió a las tensiones políticas en Ucrania y Venezuela y otro citó los casos de Brasil y Perú, para dar cuenta de las exigencias que estaba poniendo el entorno externo a la política monetaria. Mientras en el primer caso las intervenciones cambiarias no pudieron contener la depreciación de la moneda, en el segundo, las tasas de interés de largo plazo subieron a pesar de las bajas en la tasa de referencia.

Las principales preocupaciones del Consejo del Banco Central en el ámbito local es la evidente materialización de un proceso de desaceleración de la actividad y la demanda más intenso que lo estimado en el IPoM liderado por la inversión, en tanto que el consumo privado se ha mostrado resiliente en un contexto donde el mercado laboral aún muestra dinamismo.

La preocupación por la depreciación del peso está vinculada a su impacto en precios de bienes importados que ya han mostrado alzas, y cuyos impactos de segunda vuelta son un aspecto a monitorear. Existe un escenario en que las holguras que se están construyendo no sean capaces de evitar significativos pero acotados impactos de segunda vuelta sobre la inflación.

A pesar del usual consenso en el recorte por parte de los consejeros, esta vez los matices diferenciadores se denotan algo más. Aparentemente algún(nos) consejero(s) estarían bastante más *dovish* que otros. Por un lado, un consejero indica que *“no descarta que pudiese considerarse la opción de una rebaja más agresiva sumada a un sesgo menos explícito”* señalizando llegar rápido a la TPM deseada (aún no especificada) y evitar estar detrás de la curva. Por otro lado, otro consejero indicó que *“si bien lo más probable era que el próximo movimiento de la tasa de interés fuera a la baja, no le parecía que ello debía ocurrir de inmediato”*.

Lo que parece estar claro luego del registro de actividad recién conocido, es que la postura más *dovish* dentro del Consejo gana terreno, y el recorte de la TPM en marzo parece una nueva realidad ya internalizada en el precio de activos.

En BBVA Research seguimos esperando que el recorte de 25pb en marzo deje la TPM en 4% temporalmente a espera de recabar mayor información respecto a los efectos inflacionarios de segunda vuelta y observar con mayor atención los impactos puntuales sobre la actividad. Febrero y marzo deberían entregar más luces respecto a la TPM terminal junto al IPoM que será relevado a principios de abril.

En el escenario anterior, tomar posiciones agresivas esperando recortes adicionales para la TPM puede tener la sorpresa de la mantención. Cabe mencionar que si la desaceleración se acentúa, fijar un *target* de TPM marginalmente por debajo de 4% no nos parece consistente. Si la situación en actividad resulta tener como componente permanente el principal responsable, y la inflación no presenta efectos de segunda vuelta, la TPM puede ubicarse marcadamente por debajo de lo hoy plasmado en el precio de activos. El momento para tomar posiciones *dovish* en *trading* aún no llega,

aunque posiciones estructurales sin *mark-to-market* sí podrían beneficiarse de futuras bajas representando una “opción de baja prima”.

Más acerca de Chile, [Click aquí](#).

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com
+56 02 2939 10 21

Hermann González
hermannesteban.gonzalez@bbva.com
+56 02 2939 13 54

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

Cristóbal Gamboni
crisobal.gamboni@bbva.com
+56 02 2939 10 34

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.