

26 de octubre, 2022

## Chile | Esperamos un “big cut” de la TPM en la reunión de enero 2023

### Recorte sería acompañado de sesgo neutral

El escenario del Banco Central presentado en el último IPoM considera que los recortes en la TPM se iniciarían a mediados del primer semestre, llevando en el centro del corredor de tasas la TPM a un nivel en torno a 7,5% a fines del 2023. En la última RPM, bajo un análisis de administración de riesgos para la política monetaria, el Consejo optó por un aumento de 50 pb., en conjunto con un sesgo neutral señalando que la TPM habría llegado al nivel máximo del ciclo contractivo. Para muchos, esta estrategia habría quitado grados de libertad al manejo de política monetaria. Sin embargo, para nosotros ratifica que el Consejo considera que la tarea está en gran medida realizada y se debe preparar el camino para ajustes de nivel en la TPM de no mediar concreción de riesgos de cola.

Nuestra visión es que estarían dadas las condiciones para un “big cut” en la reunión de fines de enero 2023 y, tal como lo señalamos en nuestra reacción luego del aumento de 50 pb. de septiembre pasado, con magnitud que estaría siendo subestimada por el precio de activos. **Esperamos un recorte de entre 100 y 200 pb. en la reunión de enero que sería comunicado como un ajuste de nivel para mantener el estímulo monetario adecuado para una economía que ha entrado en convergencia.** Es así como esperamos que ese recorte sea comunicado como un ajuste de nivel de la tasa y no como el inicio de un proceso de relajamiento consecutivo. Nuestro *rationale* es el siguiente:

- **La economía se encuentra en franca desaceleración y el BC probablemente realizaría ajuste a la baja en contracción del PIB 2023 (al rango -1,0/-2,0%).** Desde julio pasado la economía ha iniciado un proceso de ajuste hacia niveles sostenibles de expansión de la demanda interna. Este ajuste está siendo conducido por consumo e inversión privada. La restrictividad de la política monetaria en conjunto con los altos grados de incertidumbre política han generado la necesaria convergencia luego de extinta la excesiva liquidez. Por razones de actividad no sería necesario aumentar la restrictividad de la política monetaria, sino mantenerla en términos reales ex-post.
- **La política fiscal estaría en proceso de consolidación, al menos para el insumo de política fiscal del escenario base del BC.** El Gobierno ha entregado un presupuesto con expansión moderada del gasto público. Si bien tiene algún espacio para transferencias fiscales, éstas no serían universales sino focalizadas. Cualquier estímulo fiscal más allá del contemplado en el presupuesto implicaría un significativo debilitamiento del rol que ha tenido el Ministro de Hacienda en la consolidación fiscal.

- **El déficit de cuenta corriente es una preocupación del pasado y la política monetaria no tiene rol adicional para asegurar su convergencia.** En una economía en franca desaceleración/contracción resulta injustificable esperar mayor depreciación real del peso para asegurar sostenibilidad externa. El nivel que ha alcanzado el TCR y la evidente caída de la actividad son suficientes para asegurar una rápida convergencia. El déficit de cuenta corriente se mantendría en torno a 8,5% del PIB el 3T22 ante la reducción en activos de reserva (venta de USD), pero excluyendo dicha venta, se observa un claro proceso de convergencia. Nos ubicaríamos en torno a niveles sostenibles en la medida de 12 meses móviles hacia mediados del 2023. Este aspecto ya lo hemos tratado en nuestros informes previos, y vemos empatía en el BC respecto a nuestra visión toda vez que fue un tema descrito, pero no con particular atención en el último IPoM.
- **La inflación anual ha comenzado a retroceder en conjunto con las expectativas inflacionarias.** Cerca de 300 pb. del nivel actual de la TPM se explican por sorpresas inflacionarias de corto plazo que alimentaron el desanclaje inflacionario de largo plazo. En lo reciente, a pesar de que todos los indicadores inflacionarios muestran altos niveles de reajuste y difusión, con el IPC sin volátiles aún sin alcanzar su nivel máximo, el mercado (encuestas y tasas) ha ido normalizado las expectativas inflacionarias. En consecuencia, corresponde retirar las inyecciones desinflacionarias asociadas a la necesidad de anclar expectativas introducidas en el pasado (Fig. 1). Para la RPM de enero esperamos que las expectativas y compensaciones a plazos largos hayan vuelto a los niveles observados en febrero 2022, cuando escaló el conflicto Ucrania-Rusia.
- **Anclaje de expectativas no implica necesariamente que converjan a 3% en esta coyuntura.** Es posible explicar un tercio de inflación actual y del desanclaje inflacionario por factores externos. Con la inflación global elevada, no es tarea del Banco Central de Chile anclar las expectativas de inflación a 3%, cuando la inflación a nivel global se mantiene desanclada. Consideramos que el BC podría lograr el anclaje de expectativas cuando las compensaciones inflacionarias y las encuestas se encuentren entre 3,5% y 4% (Fig. 1).
- **Proceso de normalización inflacionaria comenzaría con el IPC de noviembre.** Si bien en octubre veríamos un IPC elevado (Scotia: 1,1% m/m), en noviembre y diciembre podríamos observar registros más cercanos a los promedios históricos gracias a una desaceleración en la inflación subyacente. No descartamos caídas de precios en algunos productos emblemáticos dentro de la canasta durante en 4T-22, principalmente bienes durables, debido al alto nivel de inventarios en algunas industrias junto con una demanda agresivamente más débil. La inflación interanual comenzaría un claro proceso de desaceleración a partir de noviembre.
- **Favorable escenario reformista donde las reformas estructurales aprobadas serán mucho menos agresivas.** El gobierno tiene escaso capital político para lograr aprobación de la reforma tributaria (RT) tal como ha sido presentada. Si bien esperamos que el royalty sea aprobado en conjunto con un aumento en los impuestos personales e impuestos correctivos, vemos nulo espacio para lograr aprobación de las otras iniciativas. En ese contexto, esperamos una RT que

sería considerada como “amigable” por el mercado. En la misma línea, la Reforma de Pensiones será ampliamente negociada hasta bien entrado el 2023 teniendo como resultado un equilibrio entre nuevos administradores y un aumento en la cotización de 6 pp. donde un porcentaje importante seguiría en las cuentas individuales.

- **Favorable escenario constitucionalista.** Los partidos de centro-izquierda están colocando las condiciones y el capital político de dichas colectividades, que durará tanto como persistan los grados altos de inseguridad ciudadana y la recesión económica. Dado lo anterior, esperamos un mecanismo que dará poco espacio para riesgos constitucionales. Lo anterior sería validado una vez que vayan cumpliéndose los pasos constitucionales.
- **Se requiere un ajuste de nivel de la TPM real para no generar más contractividad.** Ante el retroceso de las expectativas inflacionarias, que sería más evidente en enero próximo con cifras negativas de actividad y menores presiones inflacionarias, se requiere al menos mantener la TPM real (ex-ante) en los niveles actuales, o incluso comenzar el proceso de disminución. Mantener la TPM en 11,25% en enero implica que la TPM real (ex-ante) seguiría aumentando, lo que resulta altamente contraproducente, en una economía que se encuentra ya en proceso de ajuste de los desequilibrios generados por la alta demanda interna.
- **Los procesos de recorte de TPM usualmente son más agresivos que lo plasmado en encuestas, precios de mercado e incluso lo señalado en el corredor de TPM del IPoM de septiembre pasado.** En la Fig. 2 se muestran las sendas de recortes de la TPM en procesos de relajación previa (2009, 2013, 2017, 2019), dejando en evidencia que la senda de recortes comunicados en el último IPoM sería la más lenta vista en los procesos recientes. Esto implicaría que la TPM real a 1 y 2 años plazo acabaría por sobre lo visto en procesos previos, e incluso lejos de su nivel neutral dentro del horizonte de política monetaria (Fig. 3).

### **Riesgos a nuestro *call* de recorte agresivo en RPM de enero 2023.**

- **Aprobación de un nuevo retiro de fondos previsionales.** Cabe poca duda que, con cifras de actividad negativas, nula creación o incluso destrucción de empleo, aumento en la tasa de desempleo y contracción de salarios reales tendremos nuevas iniciativas para un nuevo retiro previsional. Sin tener aún aprobada la reforma de pensiones, el gobierno tendrá que ocupar todo el (escaso) capital político para evitarlo. Para esto tendrá que entregar ayudas focalizadas (ya contempladas en el presupuesto fiscal) y recordar que cualquier nuevo retiro de fondos previsionales aprobado en el congreso significaría un cuestionamiento político al ministro de Hacienda generando consecuencias que irían más allá de los nocivos efectos del retiro de fondos previsionales.
- **Fed subiendo más rápido la tasa con consecuencias depreciativas “multilaterales” sobre el CLP.** Si el CLP continúa con depreciaciones explicadas por la fortaleza del dólar no sería un problema para nuestro *call* de recorte agresivo de la TPM en enero. Sin embargo, si el mercado

percibe en Chile un riesgo mayor y, consecuentemente, genera una depreciación multilateral del peso, el BC puede verse forzado a esperar.

- **Retraso en el proceso constituyente con movimiento hacia las propuestas de la izquierda/gobierno.** Han pasado cerca de dos meses desde el rechazo de la propuesta de nueva constitución, y los partidos políticos aún no han alcanzado un acuerdo amplio para darle continuidad al proceso. Un retraso (debilitamiento) de un proceso moderado podría intensificar el castigo sobre el CLP, lo que podría llevar a depreciaciones multilaterales con consecuencias sobre la persistencia inflacionaria.
- **Resurgimiento de disrupciones de oferta globales.** Una escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania asoma como el principal riesgo en este sentido, cuya principal consecuencia para la inflación global sería un nuevo incremento en el precio de los alimentos y el petróleo. Adicionalmente, nuevas medidas estrictas por parte del gobierno de China para controlar eventuales rebotes de Covid-19 también podrían agregar presiones sobre la cadena de suministro global, que actualmente se encuentra en proceso de normalización.

Figura 1

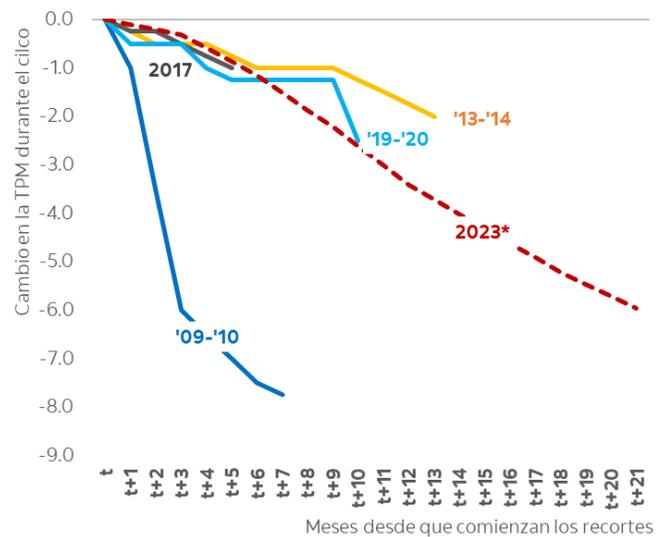
**Compensaciones inflacionarias a 1 y 2 años plazo: retroceden a niveles de inicios de año, previo al conflicto Ucrania-Rusia**  
(var. %, a/a)



Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics.

Figura 2

**Cambios en TPM desde el inicio de los recortes: el BC ha sido muy cauto en su corredor para evitar mayor desanclaje.**  
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics.

Figura 3

**TPM real a 1 y 2 años: Si BC hace lo que dice su corredor, sería más contractivo que todos los episodios previos ex-post**  
(%, ex-post)

Inicio proceso de recortes:	TPM real	
	t+12 meses	t+24 meses
2023*	4.3	2.1
2008	1.9	0.3
2013	-2.4	-1.6
2017	1.0	0.2
2019	-2.3	-3.1

\* Considera proyecciones de inflación y TPM (centro del corredor) del último IPoM de septiembre 2022.

Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics.

**CONTACTS****Jorge Selaive | Chief Economist**

jorge.selaive@scotiabank.cl

**Waldo Riveras**

waldo.riveras@scotiabank.cl

**Aníbal Alarcón Astorga**anibal.alarcon@scotiabank.cl

---

**DISCLAIMER**

This report has been prepared by Scotiabank Economics as a resource for the clients of Scotiabank. Opinions, estimates and projections contained herein are our own as of the date hereof and are subject to change without notice. The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to their accuracy or completeness. Neither Scotiabank nor any of its officers, directors, partners, employees or affiliates accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

These reports are provided to you for informational purposes only. This report is not, and is not constructed as, an offer to sell or solicitation of any offer to buy any financial instrument, nor shall this report be construed as an opinion as to whether you should enter into any swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. The information contained in this report is not intended to be, and does not constitute, a recommendation of a swap or trading strategy involving a swap within the meaning of U.S. Commodity Futures Trading Commission Regulation 23.434 and Appendix A thereto. This material is not intended to be individually tailored to your needs or characteristics and should not be viewed as a “call to action” or suggestion that you enter into a swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. Scotiabank may engage in transactions in a manner inconsistent with the views discussed in this report and may have positions, or be in the process of acquiring or disposing of positions, referred to in this report.

Scotiabank, its affiliates and any of their respective officers, directors and employees may from time to time take positions in currencies, act as managers, co-managers or underwriters of a public offering or act as principals or agents, deal in, own or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to securities or related derivatives. As a result of these actions, Scotiabank may receive remuneration. All Scotiabank products and services are subject to the terms of applicable agreements and local regulations. Officers, directors and employees of Scotiabank and its affiliates may serve as directors of corporations.

Any securities discussed in this report may not be suitable for all investors. Scotiabank recommends that investors independently evaluate any issuer and security discussed in this report, and consult with any advisors they deem necessary prior to making any investment.

This report and all information, opinions and conclusions contained in it are protected by copyright. This information may not be reproduced without the prior express written consent of Scotiabank.

™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable.

Scotiabank, together with “Global Banking and Markets”, is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate.

---