

12 de octubre, 2022

Chile | Banco Central ubica la TPM en 11,25%, tres veces su nivel neutral

Recorte de “no menos de 100 pb” en enero 2023 que será verbalizado como un ajuste de nivel y no como el inicio de un proceso de relajación

En línea con nuestra expectativa en tasa y sesgo, el BC sube la TPM en 50 pb., y es explícito señalando que no seguirá realizando ajustes. La TPM permanecería en 11,25% por el tiempo necesario para asegurar convergencia inflacionaria. En Scotiabank esperamos que la perdurabilidad de la TPM en 11,25% sea hasta diciembre 2022. donde se señalaría en el IPoM de diciembre la necesidad de un ajuste de nivel compatible con actividad en territorio negativo y desaceleración inflacionaria. El ajuste se concretaría en la RPM de enero 2023 con una dosis no inferior a 100 pb.

Desde la última reunión de política monetaria el 6 de septiembre pasado, donde se presentó el Informe de Política Monetaria, el Banco Central ha tenido noticias que confirman un escenario internacional que se ha tornado aún más complejo (Tabla 1). Las condiciones financieras para Chile han empeorado de manera absoluta, aunque se observa cierta resiliencia respecto a otras economías emergentes en riesgo país y tasas de interés de largo plazo (no así en moneda y bolsa). Esta mayor resiliencia puede estar asociada a las señales de austeridad fiscal y reducción de emisiones de deuda soberana.

Tabla 1

Evolución de variables financieras desde la última RPM (12/10/2022 en comparación con 06/09/2022)

Bono Tesoro 10 años	+56 pb
BCP 10 años	+7 pb
Bolsa EE.UU.	-8,1%
Bolsa Chile (USD)	-16%
Tipo de Cambio Multilateral (TCM Chile)	+3,4%
Tipo de Cambio CLP/USD	+8%
CDS Chile	+37 pb
Cobre	-1,4%
Petróleo	-1,2%

Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

Organismos internacionales han corregido a la baja (nuevamente) sus proyecciones de crecimiento para este año y el próximo, por lo que el estímulo externo para Chile se reduce. Lo anterior en un contexto donde la TPM se encuentra en territorio altamente contractivo, más de 3 veces sobre su nivel neutral. Asimismo, existe amplio consenso que Chile tendrá una contracción del PIB 2023 que en Scotiabank por ahora seguimos estimando en -1%.

En esta línea, **las expectativas de inflación han comenzado a disminuir en el horizonte de política monetaria, tanto en encuestas como en precios de activos.** Esto ha sido un factor relevante para el Banco Central en las últimas reuniones, destacándolo como un riesgo alcista para la inflación. En la medida que las expectativas de inflación a dos años vuelvan a acercarse al 3%, el BC concretará recortes de mayor magnitud para acercarse a su tasa neutral, que estimamos en 3,5%.

El sesgo del comunicado es claramente neutral al ponderar de manera equilibrada los riesgos inflacionarios con los de actividad. Para el BC habría concluido el proceso de aumentos en la TPM y mantendría ese nivel, de acuerdo al último IPoM, por algunos meses antes de iniciar un lento proceso de recortes. En Scotiabank Economics disentimos respecto a la lentitud e intensidad del proceso de recortes.

Primeramente, nuestra visión es que ya no existe espacio ni justificación para continuar aumentando la TPM por razones locales, lo que ha sido compartido por el BC:

- **La economía se encuentra con una significativa desaceleración del consumo que se ha acentuado en septiembre.** Por el lado de la oferta, si bien los servicios han mostrado resiliencia, el bajo dinamismo proyectado para la inversión privada hace prever que es cosa de poco tiempo para ver acople con el resto de los sectores productivos como manufactura y comercio.
- **El nivel que ha alcanzado la TPM es altamente contractivo** y está llevando a una relevante ralentización del crédito -aspecto destacado por el BC en su comunicado-, abultamiento de los inventarios de bienes durables y encarecimiento del capital de trabajo. Mantener la TPM en el nivel actual hasta fin de año sería suficiente para asegurar convergencia inflacionaria y combatir los efectos de segunda vuelta provenientes de la alta inflación alcanzada.
- **El escenario político mantiene altos grados de incertidumbre, pero las noticias por conocerse respecto al proceso constituyente serán favorables para la percepción de riesgo y darán soporte al CLP.** Asimismo, vemos poco capital político en la coalición de gobierno para llevar a cabo las reformas estructurales (tributaria y pensiones) tal como han sido presentadas a un congreso donde el gobierno tiene minoría de facto. Los ajustes que tendrán las reformas serán importantes, lo que también mitigará parcialmente los riesgos idiosincráticos favoreciendo el apetito por activos locales, especialmente sobre el CLP.

En segundo lugar, de concretarse nuestro escenario base, que contempla registros inflacionarios moderados en noviembre y diciembre, así como el tipo de cambio terminando en o bajo \$950 en este año, anticipamos el inicio del proceso de recortes en la RPM del 26 de enero. La primera dosis de recorte no sería inferior a 100 pb. dada la distancia temporal entre la RPM de enero y la siguiente (4 de abril de 2023). Dado que la inflación anual aún permanecerá alta, esperamos que el comunicado de esa RPM indique que el recorte es un intento por calibrar adecuadamente la desaceleración de la actividad y las presiones inflacionarias. Es decir, sería un recorte con sesgo neutral. De esta manera, el BC podrá controlar las expectativas inflacionarias y evitar presiones depreciativas consecutivas sobre el CLP.

Reacción de mercado: si bien el mercado anticipaba un aumento en torno al 50 pb., para muchos observadores el BC no optaría por introducir un sesgo neutral. En ese contexto, podríamos ver alguna reducción en las tasas swaps nominales y leve presión depreciativa sobre el peso. Lo anterior compensado por el mensaje de mantención de la tasa en 11,25% por “el tiempo necesario para asegurar convergencia inflacionaria”. Consideramos que desde la vereda de la política monetaria como desde la esquina política de gobierno/congreso estarían dadas las condiciones para ver la curva chilena de tasas y el CLP *outperforming* la de otras economías emergentes/Latam luego de internalizada la decisión y sesgo de hoy.

CONTACTS**Jorge Selaive | Chief Economist**

jorge.selaive@scotiabank.cl

Waldo Riveras

waldo.riveras@scotiabank.cl

Aníbal Alarcón Astorgaanibal.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.
