

4 de septiembre, 2023

Chile | Banco Central tendría como opciones de recorte 75 pb y 100 pb.

Argumentos a favor y en contra por cada una de las opciones

En su reunión de julio, el Banco Central redujo la TPM en 100 puntos base (pb), señalizando que en el corto plazo las reducciones serán coherentes con lo que indicaban las encuestas, que a diciembre situaban la TPM entre 7,75 y 8%. Declaraciones posteriores de autoridades del BC, en medio de una depreciación acelerada del peso, entregaron información adicional respecto a un objetivo de TPM entre 7,75 y 8% a diciembre. Lo anterior colaboró en detener la caída en las tasas swaps nominales y el desarme de *carry trade* en medio de temores sobre la salud financiera y económica de China. Tanto el escenario base del BC como los datos de inflación y actividad apuntan hacia continuar el proceso de reducción en la tasa de instancia. Sin embargo, anticipamos una discusión activa al interior del Consejo entre reducciones de 75 y 100 pb, que es lo que anticipa la Encuesta de Operadores Financieros y la Encuesta de Expectativas Económicas, respectivamente.

Si bien el peso se ha depreciado desde la última RPM, no implica un cambio en el escenario base del Banco Central, toda vez que se esperaba una depreciación nominal y real del peso. De hecho, desde fines de agosto el peso se ha estabilizado en torno a \$850, con un nivel de tipo de cambio real en torno a 99pts, dentro del rango estimado para el largo plazo por parte del Banco Central (entre 94-106pts). Por lo tanto, la depreciación reciente no debería implicar presiones inflacionarias adicionales para el Banco Central.

La proyección de inflación anual del Banco Central para diciembre de este año ha retomado fuerza (4,2% a/a), y en lo más reciente luego de las inundaciones y alza del tipo de cambio ha vuelto a ser suscrita por el mercado según lo plasmado en forwards de UF y encuestas. Tras la RPM de julio, la presidenta del BC señaló que la inflación “a diciembre muy probablemente esté algo debajo del 4,2%, en torno al 4%” teniendo en cuenta el negativo registro de inflación de junio. El registro más alto observado en julio junto con la depreciación y el alza en los precios de alimentos ha levantado levemente las expectativas inflacionarias, ubicándolas nuevamente en torno a lo proyectado por el BC para diciembre.

Por su parte, el diagnóstico de la actividad sería que “sigue en línea con lo proyectado en el último IPoM”. El crecimiento de 1,8% a/a en julio sorprendió al alza la mediana de la EEE (-0,3% a/a), apoyando el escenario base del IPoM de junio que proyecta un crecimiento entre -0,5% y +0,25% para el año 2023. De hecho, es muy probable que el nuevo rango de crecimiento estimado para el año se ubique entre -0,25% y +0,25%, sin grandes cambios respecto a lo estimado previamente. Si bien la tasa de desempleo viene aumentando en el margen, no se observa un deterioro generalizado del mercado

laboral, sino que más bien cierto estancamiento en la creación de empleo y algo de mayor dinamismo en la participación laboral, pero con recuperación de los salarios reales.

Por otra parte, anticipamos un ajuste al alza en la estimación de TPM neutral hacia niveles de 4% a 4,25%, aumentando entre 25 y 50pb las últimas estimaciones (3,75%). En este IPoM de septiembre se actualizarán las estimaciones de parámetros estructurales, como PIB Tendencial y Potencial, junto con la TPM neutral que en su última revisión (diciembre 2022) se estimó entre 3,5 y 4%. Dado el ajuste en el escenario de tasas de interés global para los próximos años, es esperable que las nuevas estimaciones del BC recojan el aumento de las tasas de interés esperadas en economías desarrolladas, las que se han ajustado entre 25 y 50 pb en los últimos meses. Este aumento en la TPM neutral, aunque modesto, implica una lectura de menor distancia respecto a la neutralidad y, en consecuencia, una menor contractividad monetaria respecto a lo evaluado anteriormente.

Argumentos a favor de recortar 100pb:

- 1. Mantiene grados de libertad de la política monetaria en caso de que la actividad muestre debilidad superior a la anticipada en el escenario base del BC.** Si se decide recortar 75 pb, probablemente se cierra la puerta a llegar a una TPM de 7,75% en diciembre de este año, nivel que estaba dentro de lo que indicaban las encuestas antes de la RPM de julio y que fue suscrito por el BC. En efecto, sería necesario acelerar las bajas en la RPM de octubre o diciembre, lo cual sería muy anómalo para una efectiva estrategia y comunicación monetaria. Aquello podría terminar desanclando la TPM terminal del proceso de recortes en curso.
- 2. Un recorte de 100 pb se hace mejor cargo del largo periodo entre RPMs este cuarto trimestre.** En efecto, luego del recorte de mañana 5 de septiembre tendremos que esperar 51 días hasta la próxima reunión el 26 de octubre. En ese periodo, se conocerán dos nuevos IPC (agosto y septiembre) y un IMACEC (agosto). Si bien el IPC de agosto recogerá los shocks de oferta recientes (vertidos en alimentos y tipo de cambio), el IPC de septiembre podría dar cuenta de cierta reversión de precios en tanto actividad podría revelar que parte no menor de la sorpresa positiva de IMACEC de julio se sostiene en aspectos transitorios en Servicios y EGA.
- 3. La última Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) tiene contemplada en su mediana un recorte de 100 pb., donde casi dos tercios de los encuestados suscribió esa proyección.** Esta encuesta siempre ha sido una fuente importante para el BC respecto a la expectativa de los agentes y puede argumentarse que un recorte de 100 pb. Es parte del consenso. La nota de cautela en su lectura esta vez proviene de que la EEE fue realizada previo a conocerse la sorpresa positiva de actividad de julio, que será leída como una economía que comienza a retomar velocidad por parte del BC, y no incorpora los efectos transitorios pero relevantes de las lluvias en el Sur de Chile.

Argumento a favor de recortar 75 pb:

1. **No sería una sorpresa para los precios de activos (swaps) ni Encuesta de Operadores Financieros (EOF).** Tanto los precios de activos como la mediana de la EOF consideran un recorte de 75 pb para esta reunión (50% de los encuestados de la EOF). Luego de una significativa volatilidad en las tasas swaps nominales posterior al recorte de 100 pb en julio pasado, estas tasas nominales se han estacionado previendo un recorte de 75 pb. Lo anterior ha sido, como es usual, seguido por la EOF.
2. **Actividad de julio da cuenta de una economía que estaría “resistiendo” el alto nivel de TPM.** Consecuentemente, entrega espacio para continuar el recorte de la TPM a ritmo menos agresivo. En efecto, el IMACEC de julio fue una verídica sorpresa positiva para las expectativas de mercado y encuestas. Más allá que en Scotiabank consideramos que parte no menor fue por aspectos transitorios, esperamos que la lectura del BC sea de una economía que evoluciona en línea con lo esperado. Más aún, como señalamos anteriormente, esperamos que corrija levemente al alza el rango de crecimiento del PIB para 2023, hacia $-0,25/0,25\%$.
3. **En la minuta de la RPM de julio se revela la discusión sobre el ritmo de los nuevos recortes, indicando que estos “podrían ser menores” en los próximos meses, algo que luego fue ratificado por la presidenta.** Si bien se indica que “que la magnitud del primer movimiento no imponía ninguna condición sobre los movimientos siguientes”, la referencia a que estos podrían ser menores hace explícito que la opción de 75pb seguirá siendo válida en adelante.
4. **Si bien recortar 100 pb. entrega mayores grados de libertad a futuro, es posible compensar la pérdida de ese mayor grado de libertad manteniendo recortes de 75 pb. por más tiempo.** En efecto, este argumento podría ser usado por aquellos consejeros que opten por reducir la dosis de retiro de contractividad.

Ambas opciones de recorte son consistentes con el objetivo del escenario base del BC de TPM entre 7,75 y 8% a diciembre 2023. En efecto, recortar 75 o 100 pb no resultaría contrario al objetivo de alcanzar una TPM real spot de entre 3,50 y 3,75% a diciembre.

En el contexto anterior, no es posible descartar *a priori* la ausencia de unanimidad en la decisión de política monetaria. Algunos consejeros podrían considerar que la pérdida de grados de libertad con un recorte de 75 pb. sugiere, por ahora, continuar con 100 pb; en tanto otros podrían aferrarse al escenario base del BC y al nuevo corredor de tasas que será presentado para argumentar que parece recomendable seguir el proceso de recortes a ritmos de 75 pb.

En Scotiabank nos parece marginalmente más probable que el BC opte por un recorte de 75 pb.

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 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.
