

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Banco Central mantiene la TPM en 3% e introduce sesgo contractivo

Unidad Chile

El consenso esperaba una mantención de la TPM en 3%, y en parte también la introducción de un sesgo contractivo que reconociera la sorpresa inflacionaria de agosto y se hiciera cargo de un IPC de septiembre que se avizora abultado -por factores estacionales-, concretando así los riesgos inflacionarios de corto plazo que se levantaron en el IPoM. En ese contexto, la decisión no sorprende.

El BC se alista a retirar estímulo monetario, justo cuando parece ser más necesario, luego de 44 meses entregándolo desde que la TPM se ubicaba en 5,25%.

La evaluación de "elevado estímulo monetario" que realiza el BC apuntaría a que deberíamos considerar entre 50 y 75 pb. de alzas durante los próximos meses, cuyo efecto sobre inflación será nulo o acotado, pero podría ser significativo sobre actividad/demanda reafirmando nuestro sesgo negativo para la actividad en 2016.

En línea con lo señalado en la minuta de antecedentes publicada ayer, el Comunicado le quita parte del piso a la sorpresa inflacionaria de agosto y constata un escenario en que persiste la debilidad económica y se acentúa el pesimismo...a pesar de lo cual se señala aumento en la tasa de interés. Asocia la sorpresa en el IPC de agosto a los componentes más volátiles y destaca que la inflación subyacente medida por el IPCSAE no fue sorpresiva. Por su parte, es claro que más allá de este dato, la evolución del escenario macro interno en el último mes es consistente con la decisión de mantener. En efecto, el comunicado da cuenta de la debilidad que siguen mostrando la actividad y la demanda y destaca un deterioro adicional de la confianza de los agentes. Además, a diferencia del mes pasado y en parte como consecuencia de la propia comunicación reciente de la política monetaria, el tipo de cambio dio un leve respiro y no continuó depreciándose. **Si bien la variable clave para gatillar un aumento de tasas en los próximos meses seguirá siendo la inflación, no se debe perder de vista la debilidad cíclica por la que atraviesa la economía, la cual podría verse acentuada con un aumento de tasas que no calibre de manera adecuada la preocupación por la inflación con los efectos en crecimiento de un menor impulso monetario.**

La inflación ha resultado sorpresivamente alta, en parte importante explicada por factores de oferta provenientes del alza del tipo de cambio, a los que se han unido intensos aumentos en algunos perecibles que se sentirán nuevamente en las inflaciones de septiembre y octubre. Responder endureciendo el discurso de política monetaria en varias dimensiones es entendible, y podría justificarse desde el punto de vista estratégico al permitir "comprar" algo de tiempo hasta que el chaparrón inflacionario decante. Sin embargo, de lo anterior a efectivamente subir la TPM y anunciar un proceso de normalización se presentan costos no menores en actividad y demanda que pueden estar siendo subestimados por la autoridad monetaria. **El supuesto de recuperación en las expectativas de empresarios y consumidores del IPoM cuesta digerirlo como un supuesto con probabilidad relevante, y parece más bien un supuesto de trabajo de poca probabilidad sobre el cual se pivotean alzas en la tasa de instancia en el horizonte de política e incluso en el corto plazo.** En efecto, se observan nuevos deterioros de confianza, la inflación permanece en torno al techo del rango meta, la creación de empleo se resentiría en el futuro cercano ante el retroceso el gasto público, y el escenario internacional apunta a condiciones financieras más restrictivas.

No existiría evidencia de desanclaje inflacionario a menos que el Banco Central continúe profetizándolo. El desanclaje inflacionario es un fenómeno integral, donde son los hogares los más destacados actores a quienes evaluar. La información disponible apunta a consumidores consistentes en su visión, preocupados de empleo, y viendo que a pesar de las sorpresas inflacionarias recientes la inflación

tendería a decantar en el futuro. El escenario se complejiza si la institución encargada de velar por la inflación comienza a profetizar problemas para anclar las expectativas inflacionarias largas, pues de ese modo, conduce a cuestionamientos. Lo anterior probablemente ya se refleja en la EEE y EOF, que contienen expectativas inflacionarias algo mayores a dos años plazo, y es reconocido por el actual Comunicado, al informar que “las expectativas de inflación aumentaron en algunos plazos”.

El análisis del escenario internacional se acota con respecto al comunicado de agosto, y se reincorpora la mención sobre la expectativa de alza de tasas de la Fed. A diferencia de Comunicados anteriores, donde se hacía mención de los premios por riesgo y la debilidad de las monedas en países emergentes, en esta ocasión el Comunicado destaca la volatilidad producida por 1) China, 2) expectativa de alza de tasas de la Fed y 3) América Latina, especialmente Brasil. Inferimos que el orden con que se enumeran dichos eventos no es casual, y revelaría el grado de preocupación que genera en el Banco Central los desarrollos en cada una de estas economías. Por último, solo se menciona la volatilidad a la que han estado expuestos los precios de cobre y combustibles, sin hacer mención de su dirección como en ocasiones anteriores. Lo anterior no permite inferir la evaluación que se tiene sobre los efectos en precios y actividad local que pudieran tener los movimientos de dichos *commodities* en el mercado internacional, donde nosotros estimamos una menor inflación por combustibles en los próximos meses y un efecto negativo en el sector minero a mediano plazo por menor precio del metal rojo.

El sesgo del comunicado señala una pronta alza, que explícitamente ocurriría en el corto plazo. Lo anterior no hace más que reafirmar el escenario plasmado en las tasas de mercado, siendo algo más agresivo que lo esperado en las encuestas que daban ventanas de hasta 5 meses. **¿Qué significa corto plazo para el BC? No tenemos total claridad, pero si asumimos cierta disciplina comunicacional mirando la historia de los últimos años,** muy probablemente sería la RPM de octubre luego de conocido el IPC de septiembre que, como comentamos, tiene relevante probabilidad de ubicarse en o sobre las expectativas (EEEe 0,7%; fwr 0,73%). **En este contexto, no cabe más que posicionarse para esperar el alza en la reunión de política monetaria de octubre, con una dosis de 25 pb.**

Impactos de mercado: muy menores o nulos. No esperamos efectos sobre las tasas de mercado ni tipo de cambio. La sorpresa habría sido mantener en 3% con sesgo neutral o subir la TPM, pero la mantención en 3% con sesgo contractivo tiende a reafirmar lo implícito en el mercado.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente

se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán “personas relevantes”). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo”.

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.