

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Estrategia de política monetaria dejó en camisa de fuerza aumento de 25 pb. para esta RPM

Unidad de Chile

A pesar que las noticias en el margen no apoyan subir la TPM este jueves, la estrategia de política monetaria parece estar atrapada en una camisa de fuerza para elevar la tasa en el muy corto plazo. Se requeriría flexibilidad y reevaluación de los nuevos antecedentes para esperar una mantención, condiciones que pueden no estar presentes.

Las opciones serían: (1) Subir 25 pb. manteniendo el sesgo a continuar retirando estímulo, pero acompañado de un comunicado que reconozca el nuevo retroceso en actividad e inflación de mediano plazo; (2) Mantener la TPM y el sesgo de retiro en el corto plazo. Consideramos que la opción (1) tendría mayor probabilidad dada la estrategia reciente del BC. En cualquiera de las alternativas, estimamos que la nueva dosis de retiro de estímulo tabulada por el BC no sería de entre 50 y 75 pb. sino entre 25 y 50 pb., aspecto que consideramos no estaría plasmado aún en el precio de activos.

Se han revelado gran parte de las piezas de información para la decisión de política monetaria de este jueves, caracterizada por un sesgo alcista de corto plazo introducido en agosto. Resumimos brevemente los aspectos que consideramos favorecen una mantención y alza de la TPM.

Por mantener la TPM

1. **Desaceleración de los salarios nominales y reales.** Los salarios nominales crecen 5,8% anual en agosto con un crecimiento nulo en el mes, lo que deriva en una nueva caída de los salarios reales de 0,7% m/m (crecen 0,8% anual). La desaceleración mensual se siente con mayor fuerza en Construcción, pero también en sectores de servicios (hoteles, restaurantes, intermediación financiera y actividades inmobiliarias). La resiliencia se evidencia en Administración Pública (crece 8,0% anual) y servicios sociales y de salud los que consideramos ligados más directamente a gasto público.
2. **Relevante sorpresa negativa en inflación mensual.** La sorpresa inflacionaria a nivel *headline* fue genuina para el precio de activos y para la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) que esperaban un registro de 0,7% m/m. Consideramos que también para el Banco Central toda vez que la inflación anual se ubicaría probablemente y de manera transitoria bajo 4% una vez conocido el IPC de octubre, aspecto que no estaba en el *path* inflacionario del escenario base del BC revelado en el IPoM. Probablemente el BC fue sorprendido al alza con la inflación de agosto en 0,2 pp., pero a la baja por en torno a 0,3/0,4 pp en el IPC de septiembre. *La inflación anual terminaría muy probablemente en o bajo 4,6% el 2015, recordando que el BC tenía 4,6% con riesgo alcista.*
3. **Fuerte recorte en expectativas del PIB para todo el horizonte de política, ratificando que el escenario IPoM del BC lucía optimista a la luz de la información disponible en ese momento.** La EEE revela un crecimiento esperado de 2% para el 2015 y de 2,4% para el 2016. El primero en el piso del rango levantado por el BC, en tanto el segundo bajo el rango de 2,5%-3,5%. Por el lado de actividad, la expectativa para el próximo IMACEC de 1,8% a/a nos parece adecuada (BBVAe 1,5-2,0%), y probablemente no traería castigos adicionales sobre las expectativas de crecimiento de mediano plazo por ese canal. Sin embargo, las expectativas de crecimiento son consistentes con un alza de la TPM este último trimestre del 2015, pero no en la RPM de octubre, lo que apuntaría a que podrían darse castigos sobre expectativas de crecimiento de observar un alza previo a lo esperado por el consenso.
4. **Expectativas inflacionarias de largo plazo se moderan y tienden a normalizarse.** El decil 9 de las expectativas inflacionarias a 23 meses se reduce de 3,4 a 3,2%, y entra en el decil 1 de la inflación a 11 meses y a diciembre 2016 una expectativa de 2,9%, bajo el centro del rango meta, sintomático de una clara normalización de las expectativas inflacionarias largas. También se observa una normalización en las expectativas inflacionarias de largo plazo de la Encuesta de

Operadores Financieros (EOF). Acá consideramos que el principal rol de moderación no proviene del sesgo *hawkish* del BC, sino de la sorpresa inflacionaria de septiembre, dando cuenta que los temores respecto a desanclaje estarían muy vinculados a aspectos de corto plazo, y no a que la inflación haya estado sobre 4% durante los últimos trimestres.

5. **El tipo de cambio ha mostrado un relevante retroceso. Previo a la reunión se ubica en niveles incluso menores a los del cierre estadístico del IPoM.** La apreciación del peso en un escenario donde al mismo tiempo la expectativa de alzas de TPM se han moderado sustantivamente como señalizan las tasas de mercado (con significativa caída en tasas *swaps*), también da cuenta que el *driver* de la moneda no estaría siendo la política monetaria local, sino más bien el escenario externo y la expectativa de normalización en EE.UU. Subir la TPM podría no ayudar a contener eventuales presiones depreciativas, y al dañar algo actividad, podría más bien acentuarlas.
6. **Fed no sube la tasa en septiembre que era uno de los riesgos levantados por los Consejeros más hawkish en la RPM anterior justificando un alza localmente.** Más aún, todavía no existe claridad que dicho aumento pueda ocurrir este año o incluso el próximo, con precios de activos divididos entre un alza en diciembre 2015 y marzo 2016. La preocupación sobre China ha sido relevante para la Fed, y esperamos que sea emulado por el BC en lo próximo en su comunicado.
7. **Encuesta de Expectativas Económicas no espera un alza en esta RPM, y aunque la mediana de la EOF se ubica en 3,25%, un 48% de los encuestados espera mantención.** Si bien la EEE espera una TPM de 3,25% a diciembre, no la considera deseable en octubre con 60% de los encuestados esperando una mantención. Por su parte, aunque la mediana de la EOF se ubica en 3,25% para la reunión de mañana, un 48% de los encuestados espera una mantención en 3%. Existe el riesgo que de concretar el alza de la TPM, se pueda generar cierta sobreacción si no es acompañada de un comunicado que entregue con un *forward guidance* algo más *dovish*.
8. **Gasto Público (GP) no crecería en línea con lo esperado por el BC en su escenario base.** Esta pieza de información no estaba disponible en la RPM anterior. El Gobierno entregó una expansión fiscal de 4,4% real, que parecería en línea con el supuesto del BC de entre 4% y 4,5%. Sin embargo, abstrayéndose de los supuestos de ejecución presupuestaria que haya tomado el BC, la inflación promedio de Hacienda para el 2016 es 3,8% en tanto para el BC es de 4,4%. *En consecuencia, el GP habría crecido 3,8% real tomando el supuesto inflacionario del BC, por debajo de su rango consistente con los +50/75pb de retiro de estímulo monetario. Este aspecto apoyaría una visión de alzas muy acotadas en el horizonte de política que por lo mismo tendría consecuencias en la velocidad para converger a nivel deseado.*

Por subir TPM

1. **A pesar de inflación headline menor, inflación subyacente permanece alta (0,5% m/m; 4,9% anual).** Este aspecto ha sido destacado por el Consejo como indicativo de mayor inflación futura, y aunque tenemos diferencias en ese diagnóstico, probablemente será aludido por el *staff* del BC y algunos consejeros como un aspecto preocupante.
2. **El voto por alza de un consejero.** El voto por alza en la RPM anterior puede transformarse en un elemento que impida consensos toda vez que el consejero de disenso probablemente necesitará mayor y muy relevante información para cambiar de opinión luego de ser revelada públicamente su postura. Probablemente este Consejero mantendrá su voto por alza.
3. **Creación de empleo privado en el margen según la Encuesta de Empleo del INE.** Se habrían creado 178 mil empleos en 12 meses, y 18 mil respecto al trimestre precedente. Este argumento favorece la visión de acotadas holguras de capacidad que ha sido levantado por el BC en lo reciente. Cabe destacar que aún no es posible compatibilizarlo con la destrucción de empleo del Índice de Puestos de Trabajo (IPT) del mismo INE que muestra relevante destrucción de empleo en 12 meses. Solicitamos por el Consejo de Transparencia el IPT por sectores pero la respuesta fue negativa.
4. **Expectativas inflacionarias aún altas a pesar de retroceso en el margen.** Si bien se observa una convergencia en las expectativas de más largo plazo en la EEE y también en el precio de activos, éstas aún se ubican en niveles marginalmente sobre los promedios históricos de cara a esta RPM.

5. **Leve recuperación en las expectativas empresariales (IMCE) indicando estabilización en las confianzas de los empresarios.** Las expectativas no habrían continuado su camino descendente, aumentado 6 puntos respecto al registro anterior. Si bien minería empujó al alza las expectativas totales, se observaron recuperaciones en todos los sectores. La nota de cautela la coloca el registro de actividad mensual de agosto revelado posterior a la encuesta que estuvo marcadamente bajo expectativas, y desde el cual no puede descartarse propagación negativa a confianzas empresariales.

Lo que no sabemos hacia donde cargará los dados

1. En esta RPM tendremos los 5 miembros del Consejo votando, con el nuevo Consejero Mario Marcel, visto como eventual presidenciable. No tenemos claridad si este Consejero es más “activista” o “inflacionista”.

Nuevamente vemos que técnicamente los argumentos permiten “esperar y ver”. Sin embargo, *la estrategia de política monetaria del Banco Central ha atrapado la decisión **dejándola relativamente inmune a las nuevas noticias***. Este aspecto puede ser insoslayable, dejando la TPM en 3,25% cuando parecería no ser imperiosamente necesario hacerlo tan pronto.

¿Serán entre 50 pb y 75 pb. de retiro monetario los que vendrían?: No, más bien entre 25 pb y 50 pb. si se incorporan los antecedentes recientes desde todos los flancos.

El Consejo fue claro en señalar entre 50 y 75 pb. de retiro del estímulo monetario en agosto pasado. Sin embargo, las noticias por el lado de la actividad e inflación, crecimiento global y riesgos asociados, así como de expectativas de mediano plazo vertidas en las encuestas apuntan a que el retiro del estímulo monetario para el BC probablemente se reducirá a entre 25 pb. y 50 pb., aspecto que consideramos será explicitado en el próximo IPoM de diciembre.

Llevar la TPM a 3,5% durante los próximos meses requeriría, de darse un alza en la RPM de este mes, que viniese acompañado de un comunicado algo menos agresivo. Las alternativas para esta RPM serían entonces: (1) Mantención en 3% dejando el sesgo alcista de corto plazo (vemos difícil que lo saquen ante solo una sorpresa inflacionaria); (2) Alza de 25 pb. con sesgo a continuar retirando estímulo pero con una lectura *dovish* de los antecedentes macroeconómicos recientemente conocidos y/o retirando el adjetivo de “elevado” estímulo monetario. Colocar un sesgo neutral sería de menor probabilidad toda vez que aún falta tiempo para visitar el escenario base en el IPoM de diciembre.

Con todo, consideramos que el precio de los activos continúa esperando más alzas de las que el escenario macro soporta. **Incluso un alza de 25 pb. podría traer como consecuencia nuevas caídas en las tasas swaps si efectivamente viene acompañado de cierta moderación en la visión de normalización. Un alza de 25 pb. manteniendo el mismo sesgo consideramos que vendría acompañada de al menos 1 voto de minoría (no del mismo Consejero de minoría de la RPM anterior), lo que también colaboraría a mitigar el camino plasmado en la curva de tasas.**

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 (highyieldsecurities) 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.