

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Esperamos una mantención de la TPM en 3,25% en esta reunión

Unidad Chile

Banco Central optaría por esperar un mayor consenso a nivel de mercado respecto a la necesidad de subir la TPM, aspecto que consideramos no se daría en esta RPM, pero tendría mayor probabilidad de ocurrir durante los primeros meses del 2016. Los argumentos para mantener la TPM en esta reunión superarían - muy en el margen por aspectos más bien de comunicación estratégica - aquellos que justifican un alza, aunque esta decisión no puede ser descartada de plano. Una eventual alza de la TPM no sería unánime en el Consejo, revelando implícitamente con aquella información sobre la pendiente de normalización.

## Argumentos para mantener la TPM en 3,25%

1. Actividad creció 1,5% a/a (0% m/m) en octubre por debajo de lo esperado en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE noviembre: 2,0% a/a). Más importante que la incidencia negativa de Minería (PIB RRNN), que fue claramente parte de la sorpresa, estaría presente también cierta desaceleración marginal en PIB Resto.
2. Inflación IPC de noviembre se ubicó en terreno negativo (-0,03%), por debajo de lo esperado por las encuestas. En tanto, la difusión inflacionaria se mitigó en el margen.
3. Riesgo inflacionario de corto plazo levantado en el IPoM de septiembre no se concreta e inflación IPC anual terminaría en torno a la proyección base de ese informe (4,6%) o incluso por debajo.
4. Retroceso en Confianza Empresarial (sin minería) en noviembre luego de 3 meses de recuperaciones. De particular preocupación sería el retroceso en confianza empresarial en comercio y manufactura.
5. Nuevas correcciones a la baja en la expectativa de crecimiento para el 2016 desde 2,3% a 2,2% (EEE diciembre). Escenario base para crecimiento del PIB 2016 del nuevo IPoM probablemente seguirá esta encuesta con un rango de crecimiento que estimamos se ubicaría entre 2% y 3% con riesgo a la baja, ratificando la evaluación de "optimista" que realizó el mercado al rango 2,5-3,5% del IPoM de septiembre. A pesar de aquello, en BBVA Research consideramos que el rango realista de crecimiento de 1,5% a 2,5% con riesgo a la baja no será compartido por el BC sino hasta mediados de año.
6. Un alza de la TPM no estaría contemplada en la EEE, aspecto que fue relevante para determinar una mantención de la tasa en la reunión pasada.
7. Dado que actividad 2015 terminaría en el piso del rango del IPoM de septiembre (2/2,5%) e inflación en línea con lo anticipado en el escenario base, no habría necesidad de adelantar lo previsto en dicho escenario base que contemplaba TPM en 3,25% a diciembre.
8. Las implicancias fiscales de la reciente caída del precio del cobre podrían llevar a que el escenario fiscal del Banco Central se vea comprometido, toda vez que la probabilidad de ver ajuste a la baja en la expansión del gasto público en 2016 ha aumentado.
9. Noticias en el margen del crecimiento esperado de socios comerciales habrían sido negativas, particularmente desde Brasil y China.
10. Fuerte caída del precio del petróleo en el mes es un elemento que el BC no debiese dejar de tomar en cuenta. De mantenerse en los niveles actuales o seguir cayendo, se configura un escenario distinto al contemplado en el IPoM de septiembre.

### Argumentos para subir la TPM en 25 pb.

1. Nivel de expansividad de la política monetaria sería alta de acuerdo a la evaluación del Banco Central. En consecuencia, la convicción que tiene el BC de subir la TPM y ubicarla en niveles más normales no debería responder a sorpresas de corto plazo en una u otra dirección.
2. Recuperación en confianza de consumidores para casi todos los conceptos a excepción de situación económica actual del país.
3. IPC sin alimentos y energía aumenta 0,2% m/m en noviembre e inflación IPCSAE anual se ubica en 4,7%. La insistente preocupación por esta medida inflacionaria por parte del BC justificaría actuar preventivamente para evitar su impacto en la persistencia de la inflación total por más tiempo del aconsejable.
4. Resiliencia del mercado laboral al observar las cifras del INE. Tasa de desempleo retrocede a 6,3% en el trimestre móvil terminado en octubre y se crean 129 mil empleos anuales.
5. Alza en la TPM estaría contemplada en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y precio de activos (tasas *swaps*).
6. Tipo de cambio nominal y real han experimentado depreciaciones por sobre la consideradas en el escenario base de septiembre. Impactos inflacionarios deberían sentirse durante el 2016 manteniendo la inflación por sobre el techo del rango meta más tiempo del aconsejable para las expectativas inflacionarias de no mediar retiro de estímulo monetario.
7. Incomodidad evidente del BC con la persistencia de la inflación sobre 4% y con los riesgos de que esta se mantenga sobre 4% por gran parte del próximo año. Esto podría llevar a anticipar la decisión de subir la tasa, sorprendiendo a parte del mercado. En este caso, el BC argumentaría que una parte del mercado esperaba esta decisión, por lo que los efectos financieros serían acotados.
8. Existe el riesgo de que la Fed acompañe un alza en la tasa de interés con un *forward guidance* más *hawkish* de lo que tiene internalizado el mercado y BBVA Research. Anticiparse a este escenario con un alza de tasas podría tener algún valor conteniendo eventuales impactos sobre variables financieras locales.

Dentro de las razones para aumentar la TPM, debemos destacar que no todas tienen una ponderación similar en la decisión. Consideramos que el grado de expansividad alto que diagnostica el BC en comparación a otros bancos centrales junto a la persistencia de la inflación por sobre 4% por un tiempo prolongado se transformarán en las principales justificaciones esgrimidas para subir la TPM ya entrado el 2016.

De darse un alza de la TPM, que no es nuestra expectativa, consideramos que NO sería unánime dentro del Consejo (3x2 o 4x1), aspecto que también revelaría información sobre la pendiente de normalización con impacto sobre lo plasmado en el precio de activos.

**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](http://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.**