

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Banco Central mantiene TPM en 3,5% pero pavimenta camino para solo un alza en 2016

Unidad Chile

La inflación ha sido alta, pero en línea con lo que esperaba el BC, en tanto la sorpresa ha sido negativa en actividad, ambos diagnósticos ratificados en este comunicado. Eso se resume en que el retiro del estímulo será necesariamente menor a lo esperado, si se mantiene la consistencia. Si antes se consideraban 2 alzas de 25 pb. en 2016 cabe esperar que se considere tan solo 1 alza adicional como supuesto de trabajo, que podría no necesariamente materializarse si alguno(s) de los múltiples riesgos locales y externos se concretan.

Luego de introducir tempranamente un sesgo contractivo en marzo 2015, y finalmente concretarlo en octubre 2015 y diciembre 2015, consideramos que en el IPoM de este mes comenzará un retroceso de la agresiva visión de necesidad de alzas. Esperamos que el Banco Central, como supuesto de trabajo, considere lo plasmado en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) que estima una TPM de 3,75% a diciembre de 2016, modificando el supuesto de trabajo anterior que era consistente con hasta 2 alzas de 25 pb. este año.

Ya los Antecedentes aportaban una visión más *dovish* para los próximos meses, anticipando algunos conceptos que podrían aparecer en el IPoM, como la esperada revisión a la baja en la estimación de crecimiento para este año. Por el lado de la demanda, en los Antecedentes se advertía un menor dinamismo del consumo, mientras se evaluaba que la inversión se mantiene débil. De esta forma, se reconocía que la actividad y la demanda han evolucionado bajo lo esperado en diciembre y se anticipa (implícitamente) que el crecimiento del PIB se revisará a la baja en el próximo IPoM. **Por otro lado, en lo relativo al mercado laboral, los Antecedentes destacaban elementos de vulnerabilidad.** Más allá de la referencia a la tasa de desempleo, se enfatiza el incremento del empleo por cuenta propia y del empleo sin contrato escrito. Adicionalmente, se reconocía que las condiciones financieras internas se han vuelto menos expansivas, como consecuencia del aumento en torno a 50 pb de las tasas de interés de las colocaciones comerciales y de consumo durante febrero.

Con toda esta información a la vista, el Banco Central mantuvo la TPM en 3,5% en línea con las expectativas, así como también el sesgo contractivo, enfatizando que, a diferencia de la actividad, la inflación de los primeros meses del año no los ha sorprendido. El comunicado confirma que la inflación de los últimos meses ha estado en línea con las expectativas del Banco Central y que la actividad en la última parte de 2015 estuvo bajo lo esperado, lo que podría ser unos de los argumentos que se usarán en el IPoM -junto con los mayores riesgos externos- para ajustar a la baja el crecimiento de este año. Además, reitera la persistencia de la confianza en niveles pesimistas (lo que podría acompañarnos por varios trimestres más) y destaca el menor crecimiento del empleo asalariado. En línea con lo observado en los Antecedentes de la reunión, se confirma que el Banco Central está prestando más atención a las vulnerabilidades que están apareciendo en el mercado laboral que a la tasa de desempleo propiamente tal. **Se echa de menos una evaluación más clara del impacto que puede tener la apreciación del peso en las perspectivas inflacionarias. El IPoM podría ser un buen momento para hacerlo.**

En el análisis internacional no se incluyen comentarios sobre el cambio en la visión de alzas de tasas de la FED durante el año. Las variables que se mencionan en el párrafo internacional coinciden con las del Comunicado de febrero, sin embargo, corrigiendo la visión en base a la menor volatilidad que se ha visto estas últimas semanas. Se menciona el debilitamiento del crecimiento global, los menores premios por riesgo, la recuperación de los índices bursátiles y el precio de los *commodities*, y la profundización del estímulo monetario por parte de los bancos centrales de economías desarrolladas. Además, alerta sobre riesgos a la menor volatilidad vista en el último tiempo. Respecto a la reunión del FOMC de ayer, no se hace mención sobre el cambio en su visión de alzas de tasas para el año, y el Comunicado solo se limita a exponer los efectos que se han visto en los mercados en el dólar y las tasas el día de hoy. Dado que la visión de la autoridad monetaria estadounidense ha convergido a la que tenía el mercado para este año

(solo dos alzas), se extraña algún comentario adicional al respecto, dado el efecto en tasas que pudiese tener esto en la curva local -tema que se abordó ampliamente en un Recuadro del IPoM de diciembre-.

A fin de mes el IPoM debiese dar una visión más clara de la reevaluación del escenario macro que está haciendo el Banco Central y sus implicancias sobre la conducción de la política monetaria. En principio, el reconocimiento de un menor crecimiento mundial, acompañado de políticas monetarias más laxas en diversas latitudes, se suman a un desempeño local por debajo de lo esperado y a una relevante reducción de las presiones cambiarias que llevaría a una corrección a la baja en la inflación a diciembre de este año. Si el Banco Central estima necesario mantener una tasa de interés real en torno a cero en diciembre, solo requerirá subir una vez la tasa en lo que resta del año.

Reacciones de mercado: Si se interpreta el comunicado conforme a nuestra visión, leyendo en conjunto Antecedentes y Comunicado, esperaríamos una reacción a la baja en las tasas *swaps* y un contrapeso a la presión bajista externa que está teniendo el tipo de cambio. Si solo se toma en cuenta la decisión de política y la mantención del sesgo, no serían esperables ajustes relevantes 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 / 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.