

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Se mantiene la tasa y el sesgo: IPoM de junio abriría espacio para neutralidad

Unidad Chile

El Banco Central opta por mantener la TPM en 3,5% al igual que el moderado sesgo alcista. Este sesgo no se encuentra atado al comportamiento de ninguna variable macroeconómica y tiene un timing de concreción que se aleja tras cada reunión. ¿Cuánto tiempo podrá mantener este sesgo sin afectar la credibilidad de la política monetaria? Su sobrevivencia en el comunicado no debería ser mucha en un escenario de convergencia inflacionaria y actividad con pocos vientos favorables. Estimamos que el momento para pasar a neutralidad sería el IPoM de junio.

El Comunicado levanta mayores riesgos al impulso externo. En tanto, crecimiento del primer trimestre mejor a lo esperado no cambiaría perspectivas para el año. Evaluación de los indicadores en el margen señalaría una pendiente aún más baja para el escenario de actividad (no así para el de inflación) que vendría en el IPoM de junio.

La mantención de la TPM era ampliamente esperada, así como nulas innovaciones en el sesgo. Sin embargo, en la medida que la depreciación del peso no se exacerbe, anticipamos un paso hacia neutralidad en la RPM del 16 de junio luego de presentar el IPoM ese mes (6 de junio) que pavimentaría el mejor entendimiento del ajuste en el sesgo. En esta dimensión, la reflexión que el Banco Central probablemente está haciendo es qué tan necesario es mantener un sesgo alcista cuando la probabilidad de concretar un aumento en la TPM continúa alejándose temporalmente. Un sesgo alcista no puede tenerse de manera indefinida en el comunicado si no se sustenta en sorpresas inflacionarias al menos. Las expectativas inflacionarias de largo plazo comienzan tímida, pero persistentemente a moverse hacia desanclaje (bajo 3%), y el mercado laboral ya ha empezado el ajuste con implicancias sobre consumo privado, en tanto inversión y confianzas no muestran ni avizoran repuntes en el corto plazo.

En el ámbito externo, lo más destacable es la reflexión respecto a un menor crecimiento para Estados Unidos y el deterioro de los términos de intercambio. En su conjunto, ambos son factores que contribuyen a no innovar por ahora en política monetaria y colocan riesgos adicionales en la pendiente de recuperación.

Primer trimestre mejor a lo esperado no cambiaría perspectivas de crecimiento para el año. En el ámbito interno, se reconoce que el crecimiento del primer trimestre fue mejor que lo esperado en el IPoM; sin embargo, aquello no se reconoce como un cambio de tendencia, sino como una reafirmación de la validez de la proyección de actividad para el año, toda vez que las cifras en el margen dan cuenta de un acotado dinamismo (BBVAe Imacec abril 1%-1,5% a/a). Respecto al mercado laboral, a la luz de la obiedad, finalmente comparten nuestro diagnóstico de deterioro en el mercado laboral.

Consideramos que el mercado estaría correlacionando de manera excesiva el alza reciente del tipo de cambio a la expectativa de normalización en la tasa de política monetaria. Sin desconocer que el alza del tipo de cambio inyecta inflación a corto plazo, particularmente cuando es multilateral como la observada desde principios de mayo, la reacción de política monetaria sería distinta esta vez. El convencimiento de la autoridad monetaria respecto a la debilidad de la economía es sustantivamente mayor. De hecho, de forma explícita el *staff* ha minimizado la sorpresa positiva en actividad del primer trimestre resaltando el deterioro del mercado laboral. En consecuencia, la necesidad de permitir una depreciación del peso hacia niveles acordes con la posición cíclica es superior, aunque ésta sea a costa de algo más de persistencia inflacionaria, toda vez que de cualquier manera la inflación estaría en retirada. No vemos espacio para normalizar la política monetaria el 2016 ni 2017 en un contexto donde el crecimiento del PIB tendría piso en 1,7% el 2016 pero techo en 2% el 2017 (consenso 2,4%). **La mantención de una moneda depreciada en términos reales -marcadamente sobre sus promedios históricos- resulta imperativo para facilitar la reasignación de recursos hacia sectores transables no mineros,** más aún en un escenario de bajas confianzas. Privilegiar la devaluación externa (moneda) a la interna (salarios/empleo) debería estar dentro de las preocupaciones del accionar de política de las autoridades.

Reacción de mercado: no esperamos que este comunicado tenga efectos 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.