

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Sólo un IPC de noviembre en terreno negativo evitaría una nueva alza de la TPM este mes

Unidad de Chile

- Luego de la Minuta de la RPM pasada y entrevista al presidente del Banco Central, consideramos que la probabilidad de un alza en la reunión de diciembre supera el 50%.
- Solo un IPC de noviembre en terreno negativo podría inclinar a que parte del Consejo opte por esperar, poniendo en jaque un voto unánime. Siendo este un aspecto importante –la unanimidad– en un proceso de normalización, inclinaría a mantener la TPM en 3,25%.
- Parece claro que tendremos una corrección en la estimación de la inflación IPC 2016 hacia 4% y expansión del PIB al rango 2% a 3% que mantendría el riesgo bajista.
- La intervención cambiaria no ocurriría si el cobre continúa cayendo. El BC preferiría acelerar el proceso de alzas antes de deshacerse de parte de las ajustadas reservas internacionales disponibles.

Minuta de la RPM: Una mayoría de consejeros estaría apurado por subir la TPM

Se evalúa que la inflación permanecerá sobre 4% durante la primera parte del 2016. Si bien no se habrían observado sorpresas en el IPC, sí en el IPCSAE que se consideran serían persistentes. En esta dimensión, el *staff* ha convencido exitosamente al Consejo respecto a la importancia de la inflación subyacente *prediciendo* la inflación IPC futura (Recuadro V.1 IPoM marzo 2015), aspecto bastante cuestionable, pero que ha sido absorbido como propio por al menos 3 consejeros. Si la inflación IPSAE predice la inflación IPC a horizontes medios y largos, y a su vez la inflación IPC es en gran medida explicada por el tipo de cambio (afirmación reiterativa del BC durante el último año), entonces el IPCSAE predice el tipo de cambio. El Banco Central puede haber resuelto el puzle de Meese y Rogoff (1981); ¿bastaría mirar la inflación subyacente para saber donde estará el tipo de cambio? La inflación subyacente debería ser una herramienta más para evaluar las presiones inflacionarias, pero de ahí a considerarla *prediciendo* inflación el paso académico es bastante más grande. En BBVA Research realizamos un ejercicio predictivo de amplio espectro en la línea del Banco Central para los países OECD, cuyos resultados apuntan a capacidad predictiva acotada y nula en términos económicos (Tabla 1)

Tabla 1

Porcentaje de países para los cuales la inflación subyacente es estadísticamente significativa prediciendo la inflación total para diferentes ejercicios fuera de muestra (h representa meses)*

Specification in level	h=1	h=3	h=6	h=9	h=12	h=18	h=24
<i>Automatic lag selection of core inflation according to BIC</i>							
Recursive Window= 80	46.88%	31.25%	31.25%	34.38%	34.38%	40.63%	31.25%
Recursive Window=100	48.48%	24.24%	36.36%	30.30%	27.27%	30.30%	18.18%
Rolling Window=80	31.25%	25.00%	25.00%	25.00%	21.88%	18.75%	18.75%
Rolling Window=100	45.45%	21.21%	33.33%	27.27%	27.27%	30.30%	21.21%
<i>12 lags of core inflation</i>							
Recursive Window= 80	65.63%	43.75%	40.63%	40.63%	40.63%	34.38%	28.13%
Recursive Window=100	60.61%	39.39%	39.39%	45.45%	48.48%	39.39%	27.27%
Rolling Window=80	31.25%	31.25%	28.13%	28.13%	31.25%	25.00%	28.13%
Rolling Window=100	39.39%	21.21%	21.21%	24.24%	30.30%	15.15%	15.15%

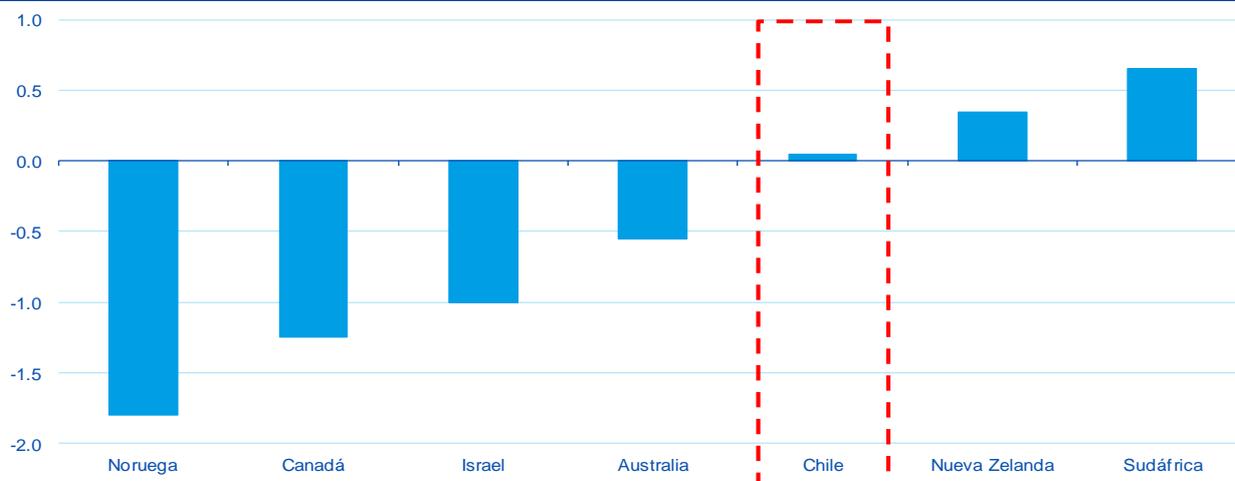
Para menos del 50% de los países el IPCSAE predice

*Muestra de 30 países.
Fuente: BBVA Research

Se considera que el grado de expansividad de la política monetaria es alta, lo que resultaría evidente al comparar la TPM real spot (TPM menos inflación anual) de Chile versus otras economías. En consecuencia, subir la TPM otros 25 pb. manteniendo el sesgo alcista se consideraba una alternativa válida, sopesada por no sorprender al consenso de mercado que esperaba una mantención y aún riesgos bajistas en actividad habrían llevado a inclinarse por mantener en 3,25%. Lo más llamativo es que el Banco Central realiza ejercicios de comparación entre la TPM real con la inflación spot y TPM real con la inflación esperada 2016, pero deja ausente de sus comparaciones entre países la TPM real esperada menos la inflación esperada (Gráfico 1).

Gráfico 1

Tasa de Política Monetaria Real (%)*



*Calculada como la TPM menos la inflación esperada para fines de 2016. Inflación de banco centrales, en tanto TPM de encuesta Bloomberg
Fuente: Banco Central de Chile y de los respectivos países, Bloomberg, BBVA Research.

De esa comparación, se observa claramente que la tendencia de las economías a las que es "aspirable" compararse, mantendrían o aumentarían el estímulo monetario. **Lo que puede leerse de aquello es el mayoritario voluntarismo dentro del Consejo por subir la TPM lo más pronto posible.**

El IPoM seguiría vigente en la dimensión TPM, lo que apuntaría a que a pesar de preverse menos actividad para el 2016, la inflación podría ser algo superior. **Esperamos que el IPoM de diciembre entregue proyecciones de crecimiento del PIB entre 2% y 3% e inflación IPC de 4% para 2016.**

La caída del cobre y su impacto alcista sobre el tipo de cambio podría tener como reacción de política monetaria, más restrictividad. Existe clara preocupación por la evolución del precio del cobre, y los argumentos no distan de los levantados por el consenso (debilidad demanda China y fortaleza del dólar). Sin embargo, también se reconoce por parte de un consejero que aquello podría tener consecuencias en una u otra dirección en la conducción de la política monetaria. Para un Consejero, el deterioro de los términos de intercambio no necesariamente tendría que ser acomodado con mayor estímulo monetario sino por el contrario, con alzas en la TPM dado su impacto inflacionario.

El PIB resto se evalúa dinámico gracias a la fortaleza del mercado laboral y apoyaría nuevas alzas, a menos que el mercado laboral ceda, aspecto no previsto en el escenario base. El Banco Central ha volcado su preocupación en la parte del PIB más influenciado por la política monetaria y estaría prestando menor atención (casi nula) a la desaceleración de la producción y exportación del sector primario. Al menos dos Consejeros reafirman la *muralla china* entre PIB resto y PIB RRNN, justificando correcciones a la baja en el PIB 2016 explicada por la desaceleración minera. **Estaría ausente de esta evaluación el impacto desde el PIB minero hacia el PIB resto, al menos a través del canal de expectativas, al impactar negativamente el PIB total.**

Los riesgos a la baja siguen presentes. Un consejero suscribe los argumentos entregados por sus colegas respecto al PIB resto, inflación subyacente y mercado laboral, pero que era prematuro aventurar una mejora permanente, y que los próximos dos trimestres tendrían bajo crecimiento.

Un consejero reafirma la necesidad de subir la TPM pronto señalizando que el próximo IPoM sería de poca ayuda tabulando el momento de la próxima alza (aunque sí la TPM terminal). Este consejero, al igual que los otros, no habría votado por subir en la RPM pasada solamente amparado en no sorprender al mercado.

Un argumento clave para no subir en esta reunión de diciembre es que el escenario base del IPoM de septiembre se ha validado al menos para este año tanto en crecimiento como en inflación y ese escenario no consideraba más de un alza este año. Además los riesgos a la baja que se identificaron en la RPM pasada siguen presentes: confianzas y escenario externo. Por último, estaría la opción de esperar al nuevo IPoM y la revisión completa del escenario macro antes de subir si se considera necesario. Consideramos que ese argumento ganaría fuerza sólo si el IPC de noviembre se ubica en terreno negativo.

Con todo, la minuta de la RPM revela que los Consejeros estarían plenamente de acuerdo con llevar la TPM al menos hasta 3,75%, pero no existiría coincidencia respecto al *timing* apropiado toda vez que una estrategia errada (nuevamente), podría llevar a que los agentes vieran más alzas de las aconsejables. Un IPC de 0% m/m e IPCSAE de 0,1% m/m para el mes de noviembre probablemente llevará a que tengamos una nueva alza en la TPM hasta 3,5%, en tanto un registro inflacionario negativo compraría algo más de tiempo toda vez que al menos 2 consejeros optarían por esperar algo más antes de la próxima alza.

La entrevista del Presidente Vergara: Alineada con la mayoría del Consejo, descartando intervención y ratificando corrección a la baja en crecimiento 2016.

La bajada de la entrevista es: "las expectativas son peores que la realidad". Las expectativas hablan del futuro, no del presente o realidad actual. Que la economía crezca en torno a 2% hoy día no significa que así estará en el futuro, y eso es exactamente lo que preocupa a la cola izquierda de la distribución de las expectativas privadas. El Presidente intenta con esto dar firmeza al escenario de alzas en la TPM que sonaría disonante cuando la debilidad es evidente y se prevé mayor fragilidad a futuro, que en todo caso no es suscrita por el Banco Central.

Proyección de inflación IPC 2016 se ubicaría en torno a 4% en el próximo IPoM. El presidente deja entrever que la inflación se ubicará sobre 4% por más tiempo, aspecto que si bien estaba considerado en el

IPoM de septiembre, el alza reciente del tipo de cambio consolidaría, entregando adicionalmente algo de persistencia.

Intervención cambiaria sería una herramienta guardada en el cajón de los recuerdos. No solo ratifica que sus dichos anteriores no pueden considerarse una intervención verbal como muchos así lo consideraron, sino adicionalmente indica que una caída del precio del cobre con consecuentes impactos depreciativos no debería ser considerado un aspecto anómalo como para intervenir. Consideramos que el Banco Central preferiría subir más pronto y más la TPM antes de intervenir vendiendo dólares, aspecto que hace sentido luego de observar el nivel de reservas internacionales (ex post a una intervención).

El Banco Central no habría sido optimista en su proyección de crecimiento, pero al mismo tiempo ratifica una corrección a la baja que se concretaría estimamos con un rango de expansión del PIB entre 2% y 3% para el 2016 con sesgo bajista. El Presidente señala que algunos analistas habría considerado optimista la proyección de crecimiento del IPoM de septiembre, pero omite que todos esos analistas se referían tanto a 2015 como 2016. Un llamativa lectura del mercado por parte del Banco Central que ratifica la cierta ausencia de asertividad (pericia) en la estrategia comunicacional del Banco Central durante los últimos trimestres.

Respecto a empleo, se señala que "esperábamos que el desempleo aumentara, pero no ha ocurrido". Esa afirmación revela aspectos que no son parte de las proyecciones del IPoM: no se entregan proyecciones de la tasa de desempleo públicamente. Acá se observa ciertas inconsistencias: parafraseando al BC, el PIB resto crece como se esperaba (entre 2 y 2,5%) dado que el mercado laboral estaría con menos holguras (dinámico para algunos consejeros), pero al mismo tiempo se indica que el desempleo ha sido bajo sorprendiendo el escenario del Banco Central. Lo que cerraría el círculo de esta inconsistencia es un discurso acomodaticio por parte del Banco Central para justificar una pronta alza. Ciertamente sería más fácil comunicar al mercado que el tipo de cambio ha subido más de lo anticipado, inyectando inflación IPC durante los próximos meses poniendo en jaque las expectativas inflacionarias de largo plazo, antes que señalar que el dinamismo del mercado laboral los has sorprendido toda vez que los agentes de mercado comenzarán a ver el mercado laboral como "la señal" necesaria para tabular la normalización, aspecto que consideramos es de segundo orden por ahora, al menos hasta que termine el proceso depreciativo del peso.

Con todo, consideramos que el Consejo del Banco Central estaría mayoritariamente inclinado a subir la TPM en diciembre luego de considerar que la corrección a la baja en el PIB no tendría consecuencias relevantes sobre el camino inflacionario y que la inflación permanecería presionada por un plazo algo más largo. Un IPC de 0% m/m como el plasmado en *forwards* sería parte del escenario base del Banco Central, e insuficiente para detener la decisión, más aún cuando el alza estaría plasmada en las encuestas conocidas a la fecha y también en el precio de activos. **Sólo un IPC en territorio negativo llevaría a diferencias marcadas al interior del Consejo respecto a apresurar la decisión y podría, junto a los riesgos externos y locales, permitir una nueva pausa.**

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.