

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Actividad e inflación muestran una economía que pierde algo de aliento en el margen

Unidad Chile

Inflación anual se ubica marginalmente bajo 4%, aspecto que podría quitar algo de presión a una nueva alza de la TPM en diciembre.

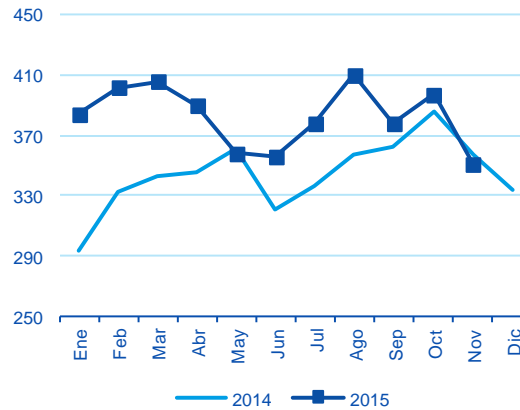
IPC de noviembre se ubica en 0% m/m (3,9% a/a), en línea con nuestra proyección y algo por debajo de consenso (BBVAe 0%; consenso 0,1%). La inflación sin alimentos y energía se ubicó en 0,2% m/m y 4,7% a/a (BBVAe 0,2%, consenso 0,2%). La principal razón para tener una variación nula se explica por la división alimentos, que mostró un leve retroceso explicado por productos perecibles y carnes. La disminución en electricidad obedece a caídas en la Región Metropolitana que teníamos contempladas -para el IPC de diciembre esperamos un retroceso similar, pero explicado por disminuciones en regiones.

Destaca el retroceso en automóviles nuevos, que consideramos se explica por un traspaso en la toma de precios de diciembre. Nuestra recolección de precios de ese ítem durante la primera semana considera bajas, por lo que estimamos que el INE habría incorporado este retroceso en noviembre. Sería razonable esperar variaciones nulas en este ítem para el último mes del año. La división que muestra aumentos algo sobre nuestra estimación corresponde a bienes y servicios diversos, explicada por múltiples productos de cuidado personal.

La inflación anual se ubica marginalmente bajo 4% a/a, registro que consideramos no estaría en el nuevo escenario base del Banco Central. Recordemos que el Instituto Emisor habría insistido que la inflación no caería por debajo de 4%. Consecuentemente, esta noticia sería un aspecto que haría algo más difícil para el Consejo inyectar la nueva dosis anti-inflacionaria, particularmente para el subgrupo de Consejeros más *hawkish*.

En términos de difusión, un 48,9% de los productos experimentan aumentos (BBVAe: 50,4%), algo menor a igual mes del 2014 (51%), lo que indicaría cierto descanso en proceso de ajustes de precios. Un ejercicio adicional que presentamos corresponde a la suma de productos que aumentaron en noviembre respecto de octubre y también en 12 meses (noviembre 2015 vs. 2014). Esta es una medida adicional de difusión y presión por ajuste de precios de la canasta. El gráfico 1 presenta aquello, dando cuenta efectivamente que el último registro de noviembre estaría mostrando cierto descanso y mitigación inflacionaria.

Gráfico 1

Número de productos con alzas mensuales más número productos con alzas en 12 meses

Fuente: BBVA Research

Preliminarmente para el IPC de diciembre estimamos un registro entre 0% y 0,1% m/m influenciado por transporte, bienes y servicios diversos y restaurantes y hoteles. Específicamente, esperamos alzas en servicios de transporte aéreo e interurbano, junto a seguros y gastos financieros. En la división alimentos esperamos alzas en carnes y retrocesos en tomates y papas.

IMACEC se ubica en 1,5% a/a por debajo de nuestra proyección, y dando cuenta que PIB Resto habría tenido una leve desaceleración.

Actividad mensual de octubre nos sorprende desde el sector minero. No esperábamos una contracción de ese sector para CCNN luego del crecimiento positivo reportado por el INE. Sin embargo, no sería solo Minería, sino también algo de desaceleración en PIB resto, explicado por Manufactura y sectores de servicios (estimamos que PIB resto habría crecido anualmente un punto menos que en septiembre). Con esto, limpiando de la lectura el PIB RRNN, el PIB Resto continuaría creciendo pero a una tasa algo inferior a la del mes pasado.

La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) esperaba un crecimiento de 2,0% a/a para octubre. Dada la negativa sorpresa, esto podría llevar a nuevos castigos en las expectativas de crecimiento de 2015 y 2016. En efecto, estimamos que el 4T15 tendría una expansión con techo en 1,6% a/a (0,4% t/t) lo que podría llevar a un crecimiento del PIB de 2% para este año, ubicándose en el piso del rango entregado por el Banco Central en su último IPoM. Para 2016, la EEE espera crecimiento del PIB de 2,3%, donde no descartamos nuevos castigos. **En consecuencia, el desafío para el Banco Central será no entregar una nueva estimación de crecimiento “optimista” que lleve a retiros de estímulo monetario inadecuados ante ausencia de precisión en proyecciones de crecimiento de mediano plazo. Un Banco Central optimista termina realizando política monetaria también optimista.**

Antecedentes conocidos en el margen apoyarían mantención de la TPM. Sin embargo, la Fed entregaría el insumo final.

Decisión respecto a la TPM de diciembre: consideramos que el Banco Central tendrá una labor más difícil, particularmente para la porción del Consejo que ha evidenciado más agresividad inflacionaria,

toda vez que habría tenido sorpresas marginales en actividad e inflación que no apoyarían subir la tasa como estaría contemplado en el precio de activos. Por ahora, nuestra visión es que el Banco Central podría esperar algo más de tiempo y ver alguna decantación en variables financieras, particularmente del tipo de cambio. La reunión de política monetaria se ha fijado posterior a la Reunión de la Fed, por lo que probablemente cualquier señal *dovish* desde el exterior tendría implicancias de primer orden sobre la decisión local. Reiteramos nuestra visión plasmada anteriormente, donde indicamos que “*solo un registro inflacionario negativo evitaría una nueva alza en la TPM*” ([ver informe aquí](#)). El registro ha sido negativo en el margen (-0,03% m/m) y no solo aquello, pues la actividad también ha sorprendido negativamente. **Esta decisión de política monetaria sería tomada luego de tener todos los antecedentes, incluida la decisión de la Fed** (con foco en la pendiente de normalización) y la consecuente reacción del precio de activos. Los antecedentes marginales estarían apoyando una mantención.

Reacciones de mercado: es esperable presiones a la baja sobre la curva de tasas *swaps*, en particular para plazos cortos, probablemente descontando mayores probabilidades de una nueva pausa en la TPM para diciembre. De no mediar sorpresas positivas en indicadores externos, con la información de actividad y precios locales, el tipo de cambio tendría presiones depreciativas.

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.