

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Alza de 25 pb. en la TPM que consideramos más bien preventiva que agresiva

Unidad Chile

Banco Central realiza ajuste preventivo y sube la TPM a 3,5% sorprendiendo nuestra expectativa y a parte del mercado. Esperábamos una mantención de la TPM en 3,25% aunque reconocíamos alta probabilidad de alza en enero. Sin embargo, el BCCh opta por adelantar el ajuste acompañado de un sesgo algo más condicional que no interpretamos como una TPM más elevada en el horizonte de política. Consideramos que el BCCh estaría contemplando un período prolongado con la TPM en 3,5% antes de dar el próximo paso, que en nuestro escenario, actividad ni inflación se lo permitirían.

Para esta reunión las expectativas privadas se encontraban divididas. Todas las encuestas mostraban cierto equilibrio entre mantención y aumento de 25 pb., aspecto que considerábamos sería uno de los argumentos relevantes en la decisión de mantener por parte del Banco Central, en conjunto con nulas sorpresas inflacionarias pero sí bajistas en actividad respecto al IPoM de septiembre. En términos gruesos, el IPoM pasado se mantuvo vigente en el ámbito inflacionario y en él se contemplaba una TPM de 3,25% a diciembre. **La decisión del BCCh nos sorprende por el lado del alza, aunque no lo consideramos más agresivo en su diagnóstico respecto a la TPM terminal hacia fines del 2016.** Los argumentos de inflación anual sobre 4% por un tiempo prolongado -y su impacto sobre expectativas inflacionarias- junto a un diagnóstico de alto grado de expansividad de la política monetaria habrían primado en la decisión de adelantar el alza, incluso por sobre la contemplada en el IPoM pasado.

**En el ámbito internacional, la ausencia de disrupciones en los mercados tras la decisión de la Fed, abrió espacios para el aumento de la TPM.** Hace un mes el comunicado advertía sobre los riesgos de disrupciones que podría ocasionar el aumento de tasas de la Fed que finalmente se concretó ayer. Sin embargo, hoy se constata que los mercados financieros absorbieron sin mayores contratiempos esta decisión, lo que habría facilitado el alza de tasas local. Notable escasa atención recibe la caída del precio del petróleo a niveles no vistos desde la crisis de 2008-2009, mientras que se deja de destacar un mayor dinamismo de las economías desarrolladas como se hacía hasta el mes pasado, ratificando solo el peor desempeño de las emergentes.

**Localmente destacamos la referencia a inflación bajo 4% (3,9% a/a) e inflación IPCSAE cerca de 5% (4,7% a/a), aspectos que darían cuenta de la mayor relevancia que tendría para el BCCh la inflación versus actividad en lo más reciente.** Aquello se confirmaría al señalar explícitamente que la actividad y demanda crecen de manera acotada sin hacer referencia a lo estimado en el escenario base del IPoM pasado, por lo que cabría anticipar que el Consejo habría dejado de suscribir el escenario de crecimiento proyectado en dicho informe como era el caso hace un mes. Respecto a indicadores de confianza, se reconoce el deterioro en el margen, toda vez que se elimina la referencia a un mejoramiento que había sido introducido en el comunicado pasado.

**El sesgo es lo más complejo de interpretar. Se reemplaza el adjetivo “adicionales” por “pausados” al referirse a los ajustes que tendría la TPM en el futuro. La pluralidad de la acción continúa señalizando que todavía quedaría camino por recorrer para la TPM. Sin embargo, no necesariamente a niveles superiores a los contemplados en el IPoM pasado. Nuestra interpretación es:** (1) El escenario base del BCCh contemplaría 2 alzas más de la TPM, llevándola a niveles de 4% hacia fines del 2016. Esto es compatible con el IPoM pasado, que consideraba una TPM de 3,75% a septiembre (3 meses antes). En principio se podría leer que el Banco Central está siendo más agresivo, pero consideramos que se trata solo del ajuste usual que se realiza entre cada informe por el paso del tiempo; (2) Las alzas no serían consecutivas, y estarían muy determinadas por las cifras de corto plazo. Más aún, es muy probable que tengamos un período relativamente prolongado con la tasa en 3,5%.

**Esperamos que el IPoM a conocerse la próxima semana entregue una proyección de crecimiento del PIB en el rango 2 a 3% con sesgo bajista**, que sería leída por el Banco Central como similar a la plasmada en las encuestas (EEE 2,2%; Consensus Forecast 2,2%), pero que para BBVA Research seguiría siendo optimista (BBVAe 2,0% con sesgo bajista). Estimamos que bajo el escenario base del Banco Central quedaría un alza durante los primeros tres trimestres del próximo año y una más en el último trimestre de 2016. Para nosotros, actividad ni inflación permitirían concretar una nueva alza luego de este ajuste preventivo.

**Reacción de mercado:** el mercado leerá este comunicado como *hawkish* respecto de sus expectativas, dado que no había unanimidad en los agentes ni en las encuestas. Esperamos leves efectos apreciativos sobre el peso y reacciones alcistas en las tasas *swaps* de plazos más cortos.

**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.**