

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Banco Central recorta la TPM en 25 pb. en medio de significativas presiones desinflacionarias de mediano plazo provenientes del ámbito externo y local

Unidad Chile

Extraño y complejo el sesgo neutral recién introducido. En estricto rigor, un sesgo neutral indica que la mayor probabilidad es mantener, pero bajar y subir la TPM tienen similares probabilidades. ¿Estaría tan convencido el Banco Central que no serán necesarios recortes adicionales? ¿La probabilidad de subir es similar a la de bajar la TPM en los próximos meses? Nuevamente entramos a una zona estratégico-comunicacional difícil de interpretar para el mercado en el escenario desinflacionario casi generalizado a mediano plazo, y solo compatible con una alta (excesiva quizás) preocupación por la inflación pasada.

**La decisión de política monetaria estaba menos clara en esta reunión que lo que aparentaba la mediana de las encuestas. Parte importante de los encuestados estaban esperando una mantención.** La razón provenía de la relevante caída en precios de *commodities* -ante cuestionamientos al crecimiento global- observada en los días previos que colocaba aún más en jaque la inflación de mediano plazo. Si se trataba de decidir mirando con el espejo retrovisor, parecía claro que la decisión era mantener ante sorpresas inflacionarias que han llevado la inflación a 5% anual, en tanto ponderando las presiones inflacionarias de mediano plazo, la recomendación se inclinaba a recortar y mantener el sesgo bajista. El Banco Central se ubica a mitad de camino, probablemente reflejando mayor cautela esperando que el escenario decante algo más.

**En el análisis del escenario externo, todo se diagnostica empeorando lo que ciertamente resulta algo inconsistente con un Banco Central que mira la inflación de mediano plazo, pero sí con uno que estaría muy preocupado de los registros mensuales de corto plazo.** El comunicado rescata los preocupantes movimientos ocurridos durante el día de ayer en los distintos mercados internacionales, lo cual no estaba capturado en la minuta de antecedentes. Mientras el comunicado de septiembre destacaba las perspectivas de recuperación de Estados Unidos, la menor fuerza de crecimiento de Europa y la estabilidad de Asia, el actual comunicado hace notar que en los próximos trimestres el crecimiento y la inflación mundial podrían ser algo menores a lo esperado. También se destacan las reducciones en los precios de los *commodities* y en las tasas de interés de países desarrollados, la mayor volatilidad de los mercados financieros, la depreciación de las monedas en países emergentes y los aumentos en premios por riesgo.

**Resulta claro que en este comunicado el Consejo del Banco Central deja de lado sus visiones (que consideramos equivocadas) respecto a la fortaleza del mercado laboral, eliminando las previas referencias a salarios y tasa de desempleo.** En BBVA habíamos insistido que era cosa de tiempo para ver salarios nominales menos dinámicos y alzas en la tasa de desempleo, un diagnóstico al que llega claramente tarde el Banco Central.

**La referencia respecto a las condiciones de financiamiento local producto de las bajas en la TPM ocurridas en el pasado pasa a ser de mayor importancia.** En efecto, en el comunicado previo era parte del diagnóstico luego de referencias a la demanda, empleo y salarios, pero esta vez se enuncia entre los primeros argumentos, sugiriendo que la tarea de recortes en la TPM estaría casi concluida o por concluir.

**Proyectamos inflaciones de octubre y noviembre aún en terreno positivo y altas en perspectiva histórica influenciadas por factores puntuales y estacionales.** Ya para diciembre esperamos que el panorama inflacionario ceda de manera muy relevante con un rango preliminar de inflación entre -0,1% y 0,1% m/m. Para el 2015, las noticias de la última semana colocan incluso un marginal sesgo negativo a nuestra proyección de inflación que ya se encuentra cerca del piso del rango de tolerancia del Banco Central (BBVAe 2,3%).

**Más allá de recortar o no la TPM en esta reunión, nos parecía prudente mantener el sesgo bajista, situación que no fue compartida por el Banco Central.** A pesar de que las encuestas consideran la TPM en 3% por un tiempo prolongado, en nuestro escenario base la tasa de instancia se ubicaría en 2,5% hacia mediados del primer semestre del 2015, permaneciendo en ese nivel gran parte o todo el resto del año. El sesgo introducido en la RPM anterior indicaba que “*se evaluará la conveniencia de introducir un mayor estímulo monetario*”, frase que se elimina en este comunicado, lo que nos sorprende e interpretamos como un peso relevante por la inflación pasada.

**Tendremos que esperar la minuta de esta RPM, pero consideramos que las opciones evaluadas habrían sido mantención y recorte de 25 pb., consistentes con la moderación del sesgo de la reunión anterior y el sesgo neutral recién introducido.** Aquello entrega los grados de libertad suficientes para tener intermitencia en los recortes adicionales que vendrían.

**Reacciones de mercado muy moderadas pero alcistas sobre tasas y bajistas sobre tipo de cambio.** La combinación de un recorte pero eliminando el sesgo probablemente genere leves alzas de 4 a 5 pb. en las tasas *swaps* de plazos medios y largos que internalizaban una TPM bajo 3% a plazos medios. En el ámbito cambiario, esto podría entregar algo de fortaleza al peso en un ambiente externo que aún sigue muy volátil.

**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.**