

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Comienza a despejarse el camino para recortes adicionales en la TPM

Unidad Chile

La decisión de mantener la TPM en 3% era un completo consenso en las encuestas luego del alto registro inflacionario de octubre.

En el ámbito internacional, el comunicado describe un panorama de mayor debilidad en las principales regiones del mundo -con excepción de EE.UU.-, pavimentando el camino para recortes en la proyección de crecimiento de la economía chilena en 2015. En BBVA consideramos que el Instituto Emisor migraría hacia un rango entre 2,75% - 3,75% con sesgo bajista.

Destaca las diferencias entre el buen desempeño económico de EE.UU. y el escenario de baja inflación y crecimiento en la Eurozona y Japón, lo que está acentuando las diferencias en la conducción de la política monetaria en esos países. **A su vez, enfatiza el ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento de Asia y la debilidad de América Latina.**

**Es notable el escaso énfasis a la caída del precio del petróleo y de los combustibles a nivel internacional, considerando la magnitud del ajuste y las implicancias netas desinflacionarias que esto podría tener el próximo año, considerando ciertamente el positivo impacto que genera en actividad para una economía importadora de combustibles como la chilena.**

**Localmente, el Banco Central mantiene su visión de bajo dinamismo, pero elimina la frase “en línea con lo previsto” que introdujo en el comunicado de octubre pasado.** Esto indica que lo acontecido en lo más reciente no habría sido parte del escenario base, ni siquiera en términos gruesos. En consecuencia, comienza a abrirse el espacio para recortes adicionales en la TPM en línea con la visión de BBVA que estima que la TPM se ubicaría “a lo más” en 2,5% hacia el primer semestre del 2015. Asimismo, es consistente con recortes en el rango de crecimiento del PIB para el próximo año.

**Más allá de que consideramos que quedaría espacio para recortes adicionales, el Banco Central estaría al debe en el *forward guidance*.** Si la opción es mantener la TPM en 3% o incluso recortarla algo más, ¿a qué TPM espera converger en el mediano plazo? ¿suscribe el consejo del Banco Central el camino de la TPM plasmado en las encuestas o precio de activos a plazos largos? La discusión se ha centrado en la TPM terminal en el corto plazo, pero el estímulo monetario también se entrega señalizando el camino más probable que seguirá la tasa de política y ratificando o redefiniendo la **TPM neutral que considera válida en esta coyuntura**, y cómo espera converger a ella. **Se necesita pronto un Instituto Emisor que levante la mirada hacia el mediano plazo, aceptando que la incertidumbre y volatilidad son altas, pero que no son excusas –particularmente en un Banco Central– para guiar adecuadamente las expectativas privadas a plazos más largos.** Demasiada obsesión con la TPM en el corto plazo, pero ausencia de guía para las expectativas y/o normalización más probable a plazos largos. **Esperamos que este mensaje sea parte del IPoM de diciembre.**

Nuestra interpretación es que con la actividad aún débil, y registros de inflación muy opacos o negativos durante los próximos meses, aumenta en el margen la probabilidad de tener un recorte de 25 pb. en la Reunión de diciembre próximo.

**Impacto mercado:** Dado que el Banco Central reconoce que la senda de crecimiento ha salido de su escenario base, esperamos que continúe consolidándose la baja en las tasas *swaps* nominales. En términos cambiarios, esperamos que este comunicado tenga leves impactos depreciativos sobre el peso, que podría ubicarlo nuevamente sobre \$600/USD en los próximos días.

**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.**