

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Banco Central satisface la pauta entregada por el mercado y recorta la TPM en 25 pb.

Unidad Chile

Banco Central permanece con diagnóstico de un mercado laboral dinámico basado en la tasa de desempleo y salarios nominales. La inflación sobre el techo del rango meta, a pesar de que la totalidad de los indicadores coyunturales lucen peor, habría primado en mantener un ritmo de recortes en línea con lo esperado por el consenso.

**El consenso de las expectativas esperaba un recorte de 25 pb., marcando la pauta de la decisión del Banco Central como ha sido en los últimos trimestres. El mercado continúa marcando tanto el ritmo de recortes como la TPM terminal, en un contexto en que el Instituto Emisor se limita a seguir su pauta.** Luego de recibir información en el margen que confirmaba el deterioro de la demanda interna en todos sus componentes, situándose muy por debajo de lo proyectado por el mismo Banco Central en su Informe de Política Monetaria, la decisión no fue distinta a la que habría sido tomada sin este relevante deterioro adicional.

**Se acrecienta la probabilidad de tener un desanclaje de expectativas inflacionarias de largo plazo medida por las encuestas.** El Banco Central tendrá que realizar esfuerzos comunicacionales mayores, probablemente a través de algunas entrevistas de sus consejeros y/o a través de próximo IPoM, para asegurar que Imacec de julio en torno a 0% a/a (o negativo) e inflación de agosto con techo en 0,1% no lleven a correcciones adicionales en el crecimiento del PIB 2014-2016 y en la inflación a 23 meses plazo (EEE espera Imacec de 1% a/a e inflación de agosto 0,1% m/m). **De ocurrir un desanclaje en la mediana de la expectativa inflacionaria de largo plazo, el diagnóstico de atraso ya será evidente, y las municiones para re-anclar tendrán que incrementarse. Los daños sobre credibilidad, falta de visión *forward looking* y excesiva prudencia podrían ser parte de los costos que se colocan en juego para el Instituto Emisor.**

**Consideramos que “a lo menos” las opciones relevantes de esta reunión fueron recortar 25 pb. o 50 pb. (sería lo mínimo ante el relevante desplome generalizado que está teniendo la economía en todas sus dimensiones).** La minuta de esta reunión debería confirmar que las opciones presentadas por el *staff* y discutidas por el Consejo habrían sido un recorte moderado y uno más agresivo. La opción de mantener la TPM la consideramos fuera de las alternativas relevantes toda vez que no solo estaría reñida con el IPoM pasado, sino también con el probable ajuste del escenario base que presentará el Banco Central en su IPoM de septiembre. **En este último informe, nos parece muy probable una proyección de crecimiento entre 2,25% y 2,75% para 2014, y entre 3,25% y 4,25% para 2015.**

**En el análisis del ámbito externo, el comunicado reconoce distintos ritmos de crecimiento para las economías desarrolladas, pero introduciendo una referencia a la menor fuerza en la recuperación de la Eurozona, en respuesta a las cifras de nulo crecimiento anual conocidas el día de hoy.** El comunicado también separa del análisis lo que ocurre en Asia emergente, con proyecciones de crecimiento estables, tal como se infiere de las cifras de actividad de China del segundo trimestre. Además, en este comunicado se destacan las menores proyecciones crecimiento de América Latina en vez de destacar, como ocurrió el mes pasado, los mayores niveles de inflación en comparación a las economías desarrolladas. Por último, el comunicado entrega una visión más negativa del precio de las materias primas,

destacando en particular los precios del cobre y los combustibles, así como respecto a las condiciones financieras internacionales.

**En el ámbito local, el comunicado vuelve a reconocer que la intensidad de la desaceleración ha sido mayor, haciendo hincapié en la más marcada desaceleración del consumo.** Nuevamente reafirma que los salarios nominales aumentan, lo que claramente es un diagnóstico llamativo (incluso errado técnicamente) toda vez que los salarios nominales se desaceleran en el margen, y su expansión interanual es producto de la fuerte recomposición de empleo dentro de las empresas encuestadas que han disminuido sus dotaciones de trabajo de remuneraciones por hora menores. Esperaremos que los salarios terminen desacelerándose tal como en la crisis *subprime* para que finalmente el Consejo vea la clara fragilidad del mercado laboral y deje de lado su preocupación por la tasa de desempleo y los salarios nominales.

**No tenemos cambios en el sesgo del comunicado, situación que resulta nuevamente llamativa dados los antecedentes conocidos desde la reunión anterior.** Este comunicado sería exactamente igual con un Imacec de junio sobre 2% a/a e inflación mensual sorpresivamente alta en el mes pasado.

**En BBVA continuamos proyectando una TPM terminal de 2,75% a diciembre, marginalmente bajo la plasmada en las encuestas en el precio de activos.** La decisión de recorte conocida hoy no tendría impactos relevantes sobre el precio de activos (tasas y tipo de cambio) a pesar que en el margen las apuestas por un recorte algo superior a 25 pb. se habían incrementando.

**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.**