

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Economía creció 0,9% a/a en julio pasado, marcando el piso de la desaceleración

Unidad Chile

Se ha comentado sobre el "guiño" a Hacienda del Banco Central a través del discurso de su presidente. Aquello estaría dentro de las atribuciones del Instituto Emisor, pero también pudo ser la moneda de cambio a entregar un rango desalineado de la estimación puntual de Hacienda y de la misma proyección técnica del BCCh entre 2,1/2,2% de acuerdo a los componentes del gasto entregados en el IPoM.

En efecto, en lugar de haber proyectado un rango entre 1,75% y 2,25% con riesgo equilibrado, el BCCh pudo optar por un rango entre 2% y 2,5% con riesgo bajista de mayor comodidad para el Gobierno ¿Por qué no se hizo entonces? El Banco Central no quiere ser nuevamente sorprendido a la baja en su escenario base. Será difícil observar un crecimiento en la parte inferior del deprimido rango entregado. Aquello permitirá que el mercado siga viendo en 2,75% el piso para la TPM por un buen tiempo sin castigos adicionales sobre las tasas.

Un esperado registro que nos sorprende positivamente, dando validez al escenario de corto plazo del recién estrenado IPoM del Banco Central. Esperábamos un registro en torno a 0% a/a al igual que consenso luego de la negativa sorpresa del mes pasado, pero la situación fue diametralmente contraria. Este registro, al igual como fue el caso para junio pasado, tendrá varias implicancias sobre el precio de activos:

¿Por qué tuvimos una relevante sorpresa negativa en junio, y una también significativa pero positiva en julio? En julio parece claro que el sector servicios, del que no se tiene mucha visibilidad, junto a minería habrían levantado el registro.

No es fácil con la escasa información disponible distinguir el elemento específico causante de sorpresas ortogonales consecutivas, pero parece residir en minería y servicios. En el registro de junio (1,1% a/a) incidió, principalmente, la caída de la industria manufacturera y del comercio mayorista y automotor. Esta vez ocurre lo mismo, pero se indica que servicios y minería (contrario al indicador del INE de -2,4% a/a) empujaron el dato al alza. **Nuestra proyección preliminar para el Imacec de agosto se ubica entre 1% y 1,5% a/a**, por lo que en el escenario más probable (casi cierto) tendremos nuevas mejoras en el crecimiento interanual. Aquí parece recomendable comenzar a analizar inflexiones en el precio de activos (tasas y tipo de cambio al menos).

¿Qué implicancias se tiene sobre la proyección del PIB 2014? Se sostiene un crecimiento sobre 2%, pero con un "truco" del BCCh.

Este registro valida el escenario base del Banco Central, aunque éste último tiene "peculiaridades" e "intencionalidades" muy llamativas. El Instituto Emisor acaba de entregar una proyección de crecimiento del PIB entre 1,75% y 2,25%, según indica con **riesgo equilibrado** para el 2014. Aquello no es efectivo. Su proyección puntual es 2,1/2,2% como se desprende de sus proyecciones puntuales por componente del gasto. Resulta muy llamativo que haya entregado entonces la proyección del rango anterior con "riesgo equilibrado". Una interpretación directa es que no desea ser sorprendido por registros de actividad que lleven a nuevos ajustes en los recortes de la TPM más allá de los supuestos en este IPoM (TPM en 2,75%). Sin embargo, la manera en la cual está señalizando aquello al mercado es probablemente muy poco

ortodoxa. **Se hace con esta estrategia la tarea mucho más fácil para indicar durante todo el resto del año que los registros de actividad están dentro de lo esperado por el IPoM.** Definitivamente una estrategia muy reñida con la necesaria transparencia en el quehacer de un Banco Central. El Instituto Emisor se siente muy incómodo reconociendo persistentes sorpresas respecto al escenario base y también con niveles de TPM menores a 2,75%. En consecuencia, vemos que no tiene sentido seguir posicionados en *swaps* CLP hasta 1 año, y colocamos el nivel de 2,75% para la TPM como nivel terminal con riesgo equilibrado tal como lo tenemos en nuestro escenario base (**al menos por los próximos 3 a 4 meses**).

¿Impacto en tasas de interés y tipo de cambio? Sí, y podría ser significativo

Nuestra visión es que tendremos un impacto significativo aunque acotado posterior a este registro sobre las tasas de interés en todos sus plazos. La sorpresa es relevante, por ahora consolida un crecimiento del PIB 2014 sobre 2%, y **recortes no más allá de 2,75%**. La respuesta a esta sorpresa positiva sería marginalmente menor (en valor absoluto) respecto a la observada con la sorpresa negativa del mes pasado. Esperamos que las tasas *swaps* CLP reaccionen al alza entre 3 pb y 4 pb a plazos de 6m y 1 año. Podríamos ver la tasa del BCP10 subiendo entre 5 pb y 10 pb dentro de las próximas semanas. El tipo de cambio podría tener una apreciación que lo regrese bajo \$590/\$580.

¿Se marca un punto de inflexión? Al menos se detiene el desplome de tasas de interés

Estimamos que en torno a 30% del desplome de las tasas largas (5 a 10 años) se debe a sorpresas negativas en actividad. En torno a 40% se debe a la caída de las tasas largas americanas. **Esta es la primera sorpresa positiva que podría efectivamente marcar el PISO de las tasas de interés de largo plazo.** No solo la actividad habría dejado de sorprender las expectativas de los agentes, sino que tendremos noticias relevantes por el lado de la oferta de papeles soberanos (**BBVA Research espera anuncio de emisiones por US\$ 11 billones en la próxima Ley de presupuesto a fines de septiembre**). Asimismo, el mercado ya tiene internalizado el escenario de relajamiento monetario local delineado por el BCCh, y por los próximos meses vemos difícil que se señalicen niveles inferiores a 2,75% para la TPM tal como ya se encuentra en la curva de tasas y en nuestro escenario base.

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.