

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Banco Central mantiene la TPM, en línea con el amplio consenso de mercado

Unidad Chile

Banco Central mantiene la TPM en 3%, dando importancia a la inflación subyacente, lo que consideramos una evaluación que podría sobreestimar la relevancia de ésta como determinante de la inflación futura en un contexto de crecimiento aún a distancia de potencial.

**En el ámbito externo, se destaca entre otras cosas el fortalecimiento del dólar, pero no hace una mención particular al precio del petróleo.** Mientras el comunicado anterior entregaba mayores detalles de lo ocurrido en Estados Unidos, Japón y la Eurozona, en esta ocasión solo se destaca el anuncio del relajamiento cuantitativo de este último y los mayores estímulos monetarios en general para economías desarrolladas. Además, percibe como similar a lo visto en el mes anterior las condiciones financieras para emergentes. Por último, aunque destaca que el precio del cobre se ha mantenido, no hace una mención particular al precio del petróleo, englobándolo junto a lo que ocurre con otros productos básicos, aún cuando el precio del crudo es esencial en términos de crecimiento e inflación para nuestro país.

**El Banco Central comienza su descripción del escenario interno mencionando la inflación subyacente, destacando el alto registro al que llegó en enero pasado (IPCSAE 4,8% a/a).** Este aspecto se basaría en la presunción de que la inflación subyacente indicaría presiones de demanda, propagación inflacionaria y/o anticiparía inflación IPC más alta en el futuro. Nuestra evidencia apunta a que la inflación subyacente no causa inflación, sino que es justamente lo contrario. El paradigma asentado en el Banco Central respecto a que la inflación subyacente causa inflación IPC futura parece necesario que sea revisitado al menos. Más aún, parece difícil justificar que es la presión de demanda la que ha empujado la inflación subyacente cuando incorporamos la depreciación del peso y la contracción de márgenes que la ha acompañado. **Adicional a lo anterior, debemos consignar que 0,6% a/a del IPCSAE se explica por el efecto directo de la reforma tributaria en cigarrillos y bebidas. En cualquier caso, esta visión sobre la relevancia de mirar la inflación subyacente en una coyuntura de ajuste tan relevante en precios relativos sólo llevaría a que el Banco Central demore más tiempo en ajustar la TPM al nivel que consideramos adecuado para un mayor dinamismo de la demanda interna privada.**

**Respecto al mercado laboral, seguimos viendo que el alza de salarios a los que hace referencia el Banco Central se explican en una proporción no menor por recomposición del empleo intra-empresas. Varios de los sectores más dinámicos en salarios nominales (comercio, minería y manufacturas) son justamente aquellos donde disminuye con mayor fuerza el empleo.** Las empresas han recortado empleo con remuneraciones por hora más bajas y, por ende, reportan aumentos en las remuneraciones por hora promedio. Este factor consideramos lleva a la primera impresión de presión salarial, pero que vemos muy ausente a excepción de sectores muy específicos como Intermediación Financiera. Cabe preguntarse si alguien observa efectivas presiones salariales en la economía. ¿Las empresas están con presiones en sus remuneraciones para retener trabajadores? No vemos al mercado laboral apretado sino más bien con dinamismo explicado por empleo agrícola (estacional) con un rol preponderante de empleo proveniente del sector público.

**Más allá de que la economía crecería en torno a 3% el 2015, la vemos aún a distancia de su crecimiento potencial.** Por ende, consideramos que la TPM aún tendría espacio para recortes que permitan empujar el crecimiento, dejando de lado por ahora preocupaciones inflacionarias de corto plazo y dando mayor relevancia a las perspectivas inflacionarias de mediano plazo. **En cualquier caso, se acorta el espacio temporal para que el Banco Central entregue mayor estímulo monetario en un contexto donde se acerca la primera alza en la tasa de la Fed.**

El comunicado mantiene el tono neutral, por lo que consideramos que la única opción planteada habría sido mantener la TPM en 3%.

**Reacción de mercado:** No esperamos impactos relevantes en el mercado por la decisión del Banco Central. Tanto encuestas como precio de activos tenían internalizada la decisión.

**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.**