

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

IMACEC de abril apenas 1,7%, balde de agua fría para las confianzas - Salarios muestran notable desaceleración

Unidad Chile

IMACEC de abril de 1,7% a/a (0% m/m) nos sorprende muy negativamente, y por la magnitud respecto a nuestro escenario de crecimiento, nos lleva a concretar el sesgo negativo en actividad que habíamos levantado en nuestro escenario base. En principio, estimamos que ante una desaceleración del gasto público la segunda parte del año, aceleración en la caída de las importaciones de capital y efectos puntuales, entre ellos el paro de aduana, el crecimiento del PIB estaría más cerca de 2,5%, ubicándose en la parte baja del rango recién entregado por el Banco Central, aspecto que revisaremos más exhaustivamente en nuestro próximo Situación 3T15. Disentimos con el Banco Central: labor estimulativa del Banco Central no está concluida.

Este registro de actividad está marcadamente bajo expectativas de consenso y nuestras (consenso 2,3%; BBVAe 2,7%). La actividad estuvo negativamente influenciada por el sector minero, algo que estaría en parte vinculado al desastre del norte que llevó a que algunas faenas mineras recién iniciaran operaciones la tercera semana de abril. Sin embargo, principalmente sería una menor producción de cobre en faenas grandes no afectadas por el desastre. Asimismo, según el Banco Central también habría restado a la actividad el comercio mayorista aún más que el minero, aspecto que podría estar vinculado a ajustes adicionales de inventarios ante una débil demanda esperada, particularmente de bienes durables.

A pesar de que podría haber efectos puntuales vinculados al desastre del norte, se evidencia una desaceleración que podría ir más allá en el margen. Más aún, las cifras de corto plazo apuntan a desaceleraciones intensas en las importaciones de capital a la tercera semana de mayo, y también en las importaciones de bienes de consumo. Las importaciones de bienes de capital se encaminan a cerrar en menos de US\$700 millones, cifras no vistas desde febrero 2010 (27-F). Por el lado de las exportaciones, también se observan desaceleraciones.

Para mayo, la actividad estará afectada por el paro de aduana que duró 8 días, y un día hábil menos respecto a igual mes del 2014, en tanto el gasto público continuará beneficiado de bases favorables y apoyando la actividad. **En su conjunto, estimamos preliminarmente un crecimiento del PIB entre 1,25% y 2,25% a/a para mayo.** Tendremos que esperar la actividad de junio para tener crecimiento algo mayor. Si aquello no se observa, se abren espacios ya concretos para re-evaluar el accionar de la política monetaria introduciendo nuevos recortes.

La sorpresa negativa respecto a consenso vertido también en la *Encuesta de Expectativas Económicas* probablemente ayudará muy poco a recuperar las confianzas si pensamos en algún canal de transmisión bidireccional entre actividad y confianzas. Más aún, podría haber recortes adicionales en las expectativas de crecimiento para el año en esta encuesta. En consecuencia, se ve cuesta arriba una recuperación relevante de la inversión durante el trimestre en curso, y solo cabría esperarla para tarde el 2015, aún condicional a aspectos externos y locales.

Se juntan pronto los expertos del PIB tendencial para la regla fiscal, y ante un escenario de tan bajo crecimiento en el margen, existe un relevante riesgo de que se termine recortando de manera importante el crecimiento tendencial, con efectos de primer orden sobre el espacio para gasto del 2016.

El Banco Central, que entregó su IPoM solo días antes de este IMACEC probablemente ya estaba al tanto (recordemos que peculiarmente Cuentas Nacionales esta dentro del Banco Central). Consecuentemente, el supuesto de prolongada mantención de la TPM en 3% anunciada en el IPoM sería diagnosticada como suficiente ante esta baja velocidad de crecimiento, aspecto que consideramos aún cuestionable, y en varias dimensiones no definida del todo. **La política monetaria tiene aún espacio para actuar, particularmente si vemos cierto descanso en la inflación como esperamos ocurra durante los próximos meses. Acomodaticamente el Banco Central se sube al carro del Ministerio de Hacienda indicando que la labor estimulativa estaría concluida, aspecto que no compartimos ante la alta condicionalidad que dicha visión tiene a los desarrollos inflacionarios de corto plazo, particularmente cuando comenzamos a ver una relevante desaceleración de los salarios.**

Salarios nominales retroceden retroceden 0,2% m/m en abril, el menor registro para este mes en más de 20 años, que marcaría un registro inédito para abril

Variación interanual se redujo a 6,4% a/a (desde 7,1%). Comportamiento de las remuneraciones se comienza a alinear con el débil desempeño del mercado laboral, especialmente en los sectores más vinculados con el ciclo y pierde fuerza como factor determinante de presiones inflacionarias futuras. Destacamos que, a diferencia de la cifra de IMACEC, **este dato no era conocido al momento de publicar el IPoM**, por lo que constituiría una genuina sorpresa negativa para el escenario inflacionario descrito en dicho informe. A nivel de sectores, se observan relevantes descensos mensuales en las remuneraciones de los sectores comercio, administración pública, transporte y comunicaciones e intermediación financiera.

Efecto de mercado: esperamos que tasas *swaps* a 1 año plazo presenten leves ajustes a la baja, en tanto la presión depreciativa sobre el peso en el corto plazo podría continuar.

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.