

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

CC.NN al 2T15 confirman freno en actividad, aunque volatilidad de cifras desestacionalizadas sugiere cautela

Unidad Chile

Consumo privado se desacelera, mientras que inversión en construcción resulta mejor de lo previsto. Inversión pública y efectos transitorios de la RT estarían influyendo positivamente en el desempeño del sector construcción. Mirado desde el punto de vista de la oferta, son los sectores de servicios y construcción los que más contribuyeron al crecimiento económico en 2T15.

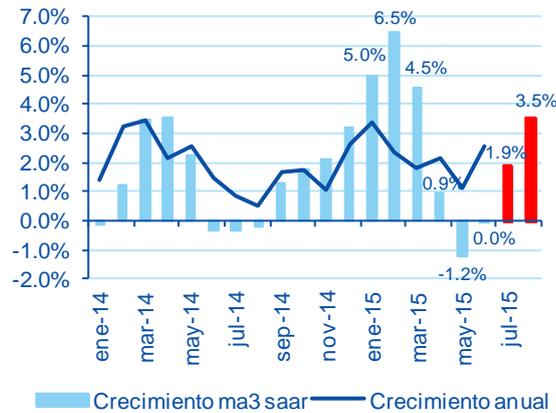
Estimamos para julio que el Imacec crecería entre 2,25% y 2,75% a/a (en torno a 0% m/m), impulsado principalmente por el sector minero. Esperamos que en el próximo IPoM el Banco Central proyecte un crecimiento para este año entre 2,0% y 2,5%, consistente con nuestra proyección de 2,2%. Para el 2016 esperamos que entregue una proyección que contenga un crecimiento potencial en torno a 3,5% que consideramos será la cifra que validará el Consejo en el IPoM.

El castigo cambiario al peso parece estar en línea con la débil posición cíclica relativa respecto a EE.UU. Sin embargo, la economía ya estaría construyendo diferencias cíclicas relevantes de corto plazo que darían un descanso a la depreciación que no vemos más allá de \$720. La brecha de crecimiento con EE.UU. comienza a cerrarse, al menos transitoriamente, y el registro de junio pasado es la primera piedra que apoya esta visión. Depreciaciones mayores a las anteriores podrían ser la antesala de una intervención cambiaria.

Cuentas Nacionales de 2T15 confirman el freno de la actividad económica durante ese período. En términos interanuales el crecimiento se ralentizó en 2T15 hasta 1,9% a/a, desde 2,5% el trimestre anterior. En términos desestacionalizados, la economía no creció en dicho período, tras registrar crecimientos trimestrales en torno a 1% promedio en los dos trimestres anteriores, lo que da cuenta de un ajuste abrupto en la velocidad del crecimiento, más allá de los efectos base de comparación (Gráfico 1). **Si bien este es un dato relevante, el llamado es a no sobrereaccionar debido a la alta volatilidad y difícil predictibilidad que registran las cifras ajustadas por estacionalidad.**

Desde que el Banco Central utiliza una metodología de desestacionalización por sectores se ha hecho muy difícil su replicación por parte de los agentes del mercado. Con todo, suponiendo un crecimiento m/m desestacionalizado cercano a cero en los próximos dos meses, estimamos para julio un incremento interanual del Imacec en el rango 2,25%-2,75%, y algo mayor para agosto. En términos desestacionalizados, la economía comenzaría a recuperar *momentum*, al menos transitoriamente como se observa en el Gráfico 1, lo que sería inconsistente con castigos adicionales al peso justificado por factores fundamentales.

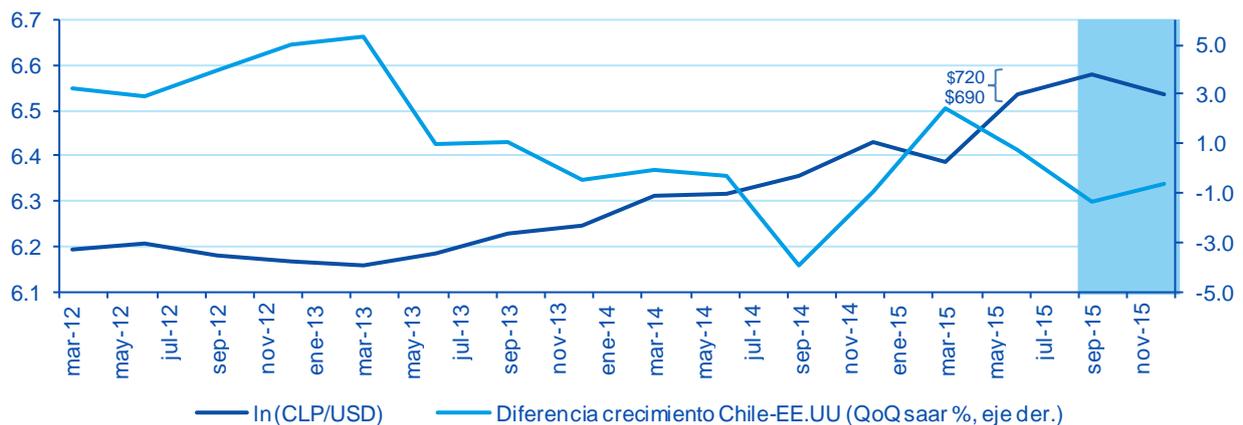
Gráfico 1
IMACEC: Crecimiento móvil trimestral anualizado SA* (%)



*Cifras para julio y agosto corresponden a proyección.
 Fuente: BCCh, BBVA Research

Crecimiento e implicancias cambiarias: la economía chilena recuperaría cierto dinamismo en los próximos meses, lo que permitirá cerrar en parte la brecha de crecimiento con EE.UU. y frenar, en alguna medida, las presiones depreciativas sobre el CLP (Gráfico 2). A última línea, es el crecimiento el principal factor detrás de la pérdida de valor de la moneda, y consideramos que al menos los próximos registros no apoyarían castigos fundamentales adicionales sobre \$720.

Gráfico 2
Diferencial de crecimiento entre Chile y EE.UU. vs Tipo de Cambio Nominal*



*Área sombreada corresponde a proyección.
 Fuente: BCCh, BEA (Bureau of Economic Analysis, US), BBVA Research

Desde el punto de vista del gasto, el consumo privado se desaceleró en 2T y la inversión volvió a caer, pese al repunte de la inversión en construcción. Relevante acumulación de inventarios respondería a razones “negativas”: una demanda más débil de lo previsto. Pese a contar con una base más favorable, el crecimiento del consumo privado se redujo en 2T a un magro 1,6% a/a. El deteriorado nivel de confianza de los consumidores, sumado a un mercado laboral con un acotado ritmo de

creación de empleos, mantiene a las familias con una mayor cautela en sus decisiones de gasto, principalmente en lo referido a las compras de bienes durables. No esperamos que esta tendencia cambie significativamente en los siguientes trimestres, por lo que seguimos viendo un consumo privado que se mantiene con crecimientos acotados, en torno a 2%.

Respecto de la inversión, era esperado el retroceso del componente de maquinaria y equipos, pero la inversión en construcción resultó más dinámica de lo previsto. Posiblemente la inversión pública y los efectos transitorios del aumento del IVA a la construcción a partir del próximo año están incidiendo positivamente en la actividad de este sector.

La variación de existencias fue el componente del gasto que más contribuyó al crecimiento interanual del PIB. Esto no es una buena noticia, sino más bien un indicador de que las compañías sobre-estimaron la demanda en sus decisiones de producción e importación de los trimestres previos. Hacia delante, esta acumulación de inventarios podría revertirse vía menor crecimiento en producción, o bien, en importaciones.

Depreciación cambiaria aún no deja sentir sus efectos sobre el sector exportador. Mayor debilidad de la demanda externa está atenuando los efectos de la mayor competitividad cambiaria de sectores exportadores distintos de cobre, a lo que se suma un tipo de cambio multilateral que se deprecia relativamente menos que el CLP/USD. Las cifras de 2T15 revelan que las exportaciones retrocedieron 4,9% a/a, con significativas caídas en los envíos industriales y en los sectores agropecuario-silvícola y pesquero. Depreciación reciente del CLP debiese contribuir a mejorar las cifras del sector exportador durante la segunda parte del año.

Mirado desde el punto de vista de la oferta, son los sectores de servicios y la construcción los que más contribuyeron al crecimiento económico en 2T15. Servicios personales, empresariales y construcción son los que más aportaron al crecimiento interanual en 2T15. Construcción creció 3,6% a/a siendo uno de los sectores más dinámicos de aquellos vinculados con el ciclo económico. También destacó el crecimiento de servicios financieros (4,6% a/a) y comunicaciones (7,9%), aunque con una incidencia menor que la de construcción. Por su parte, sectores relevantes, como minería, industria manufacturera, comercio y transporte crecieron 1% a/a o menos.

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.