

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Economía creció 1,9% el 2014, ratificando *momentum* en gran medida explicado por gasto público

Unidad Chile

- Crecimiento del PIB 2014 se revisó al alza hasta 1,9%, así como también se revisaron al alza los crecimientos del PIB en 2012-2013.
- Aceleración en la velocidad del crecimiento principalmente durante la segunda parte del año pasado, lo que continúa observándose a inicios de 2015 con un crecimiento trimestral anualizado en torno a 5%.
- Alta dependencia del gasto público y debilidad de los componentes de la demanda privada, lo que se ratifica en la contribución de los sectores al crecimiento del PIB.

**Crecimiento del PIB 2014 se revisó al alza hasta 1,9%. También se revisó al alza el crecimiento del PIB en 2012-2013 (tres décimas en total).** Una décima por sobre el crecimiento estimado con base a los IMACEC mensuales creció la economía chilena en 2014 de acuerdo con las cifras reportadas hoy por el Banco Central. En lo que respecta al crecimiento de este año, la corrección a la baja del IMACEC de febrero 2014 (de 3,5% a 3,2%) mejora en algo las perspectivas para el dato de crecimiento interanual de febrero 2015 que conoceremos a inicios de abril por efecto base (BBVAe 1,8-2,3%), sin embargo, el ajuste al alza de las cifras de gran parte de los otros meses de 2014 genera bases más exigentes para el crecimiento interanual a partir de marzo.

**IMACEC de enero se revisó al alza desde 2,7% a 3,0% a/a y ritmo de crecimiento trimestral anualizado se ubicó en torno a 5%.** Si bien la velocidad del crecimiento se reduce levemente respecto de las cifras previas, la evaluación general de una recuperación sostenida del ritmo de actividad desestacionalizada se mantiene. La economía comenzó a ganar *momentum* a fines del año pasado y esta tendencia se mantuvo con la cifra de enero, estimamos muy influenciada por el crecimiento del gasto público. Tras registrar una contracción de 0,2% t/t en 2T14, el PIB se aceleró en la segunda parte del año pasado, creciendo 0,4% t/t en 3T14 (1,6% anualizado) y 0,9% t/t en 4T14 (3,8% anualizado).

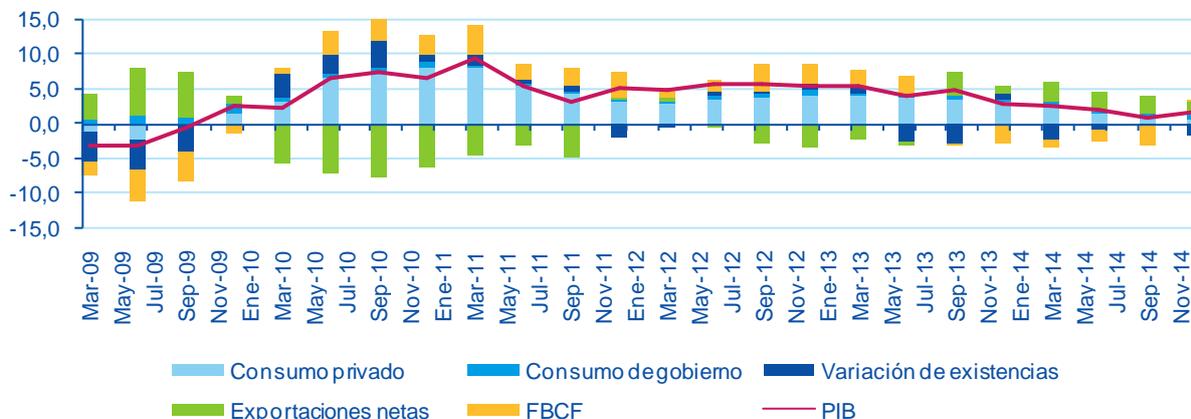
**Los componentes privados del gasto muy apagados.** El consumo total creció 2,5% en 2014, con una consecutiva desaceleración del consumo privado durante el año, pero una notable aceleración del consumo de gobierno el 4T14 (+5,5% a/a) como parte de la ejecución presupuestaria superior al 100%. Por su parte, la formación bruta de capital se contrajo 6,1% mostrando una recuperación el último trimestre, tanto en construcción y otras obras como en maquinaria y equipos. Nuestra evaluación es que la inversión pública fue responsable importante de esta leve recuperación la última parte del año que se sintió en obras civiles como en importaciones de maquinaria y equipos que habrían continuado la primera parte del 2015.

**El sector externo comenzó a brillar.** Las exportaciones, tanto mineras como industriales, y en el margen también las agrícolas están contribuyendo positivamente al crecimiento. Así, las exportaciones crecieron 0,7% durante el año, con una recuperación de 1,7% el 4T14. Las importaciones en tanto permanecen deprimidas y las cifras de enero y febrero tienden a confirmar aquello, particularmente en las importaciones de bienes de consumo.

**La variación de existencias continuó realizando una contribución negativa al crecimiento.** Las empresas probablemente evalúan un escenario de débil demanda futura y se encuentran convergiendo, en alguna medida de manera muy rápida, a niveles de existencias deseadas (gráfico 1). Nuestra perspectiva es que el primer trimestre del 2015 tendremos una nueva desacumulación de existencias, para observar que este componente del gasto deja de contribuir negativamente a contar del segundo trimestre del año.

Gráfico 1

**Contribución de los componentes del gasto al crecimiento interanual del PIB (pp.)**

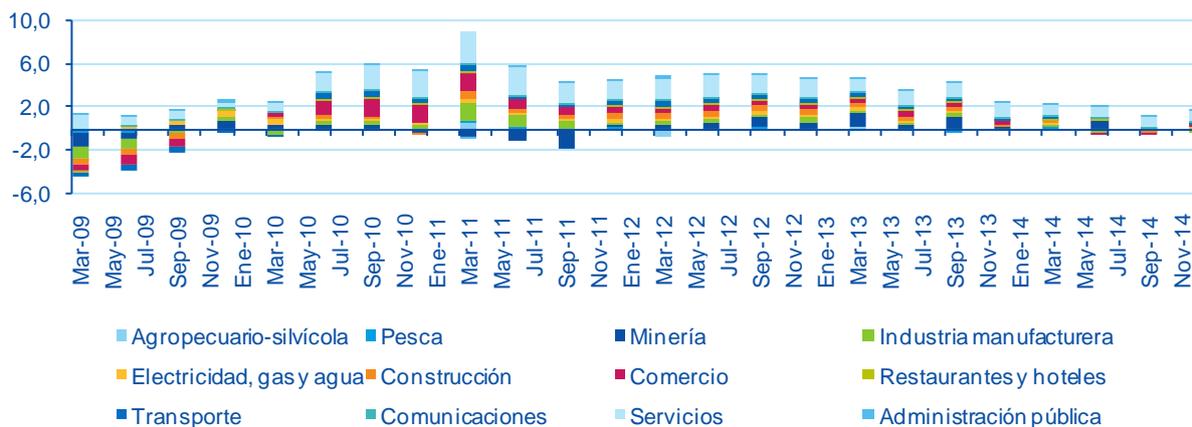


Fuente: BCCh y BBVA Research

**Cifras de 4T14 ratifican visión de relevante efecto directo e indirecto del gasto público en el desempeño de la actividad.** Crecimiento del 4T14 estuvo liderado por servicios, aunque destacó también el mayor crecimiento y contribución del sector construcción, estimamos mayormente asociada al fuerte incremento de la inversión pública. Cifras confirman relevante rol del gasto público en la recuperación de la actividad en la segunda parte del año pasado, tanto por sus efectos directos en sectores como administración pública, como por sus efectos indirectos en sectores como la construcción. En efecto, 41% del crecimiento de 4T14 se explicó por la contribución de administración pública y servicios personales (educación, salud y otros) que crecieron 5,4% y 3,9% a/a, respectivamente. Si bien con una base poco exigente, porque el declive del sector comenzó a fines de 2013, la construcción registró un crecimiento de 3,2% a/a en 4T14, explicando un 14% del crecimiento interanual del PIB en ese período (gráfico 2).

Gráfico 2

**Contribución de los sectores económicos al crecimiento interanual del PIB\* (pp.)**



\*La actividad Servicios corresponde a la suma de las actividades de servicios financieros, empresariales, vivienda y personales. La suma de las contribuciones por actividad económica no corresponde al PIB debido a que no se encuentran incluidas las cifras de derechos de importación e IVA en el cálculo anterior.  
Fuente: BCCh y BBVA Research

**Como anticipamos desde el inicio del ajuste macro local, la cuenta corriente se cierra sustancialmente durante el 2014 al registrar un déficit de 1,2% del PIB equivalentes a USD2.995**

**millones**, algo por sobre nuestra expectativa de -0.9% del PIB. Esto se explicó por una inversión total que alcanzó el 21,4% del PIB contra un ahorro nacional de 20,2% del PIB.

En términos de financiamiento, el saldo de la cuenta financiera registró entradas (endeudamiento) netas por USD 2.726 millones. Destaca una IED por USD 22.002 millones (sobre los USD 19.264 millones de 2013), que fueron contrarrestadas por una inversión directa en el extranjero (salidas) por USD 12.052 millones. Por su parte, la inversión de cartera mostró entradas netas por USD 3.692 millones, concentrada en su mayoría en instrumentos de deuda. La cuenta corriente se cierra principalmente ante una desaceleración en la entrada neta de inversión extranjera, siendo la reversión del abultamiento del déficit de cuenta corriente durante el 2011-2012.

**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.**