

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

IMACEC de junio habría crecido entre 2,2% y 2,7% a/a (0,4% m/m)

Unidad Chile

Economía crecería entre 2,2% y 2,7% a/a sobre lo plasmado en la Encuesta de Expectativas Económicas (1,9% a/a), evitando castigos adicionales a las expectativas de crecimiento del 2015 y 2016.

Minuta de la última RPM muy focalizada en el tipo de cambio, lo que anticipa mantención al menos hasta la primera alza de la Fed. Si el alza del dólar se mitiga durante el último trimestre, tal como esperamos en BBVA, se abriría espacio para recortes en la TPM ("al menos" 50 pb.).

Producción manufacturera sorprende positivamente al crecer 1,7% a/a, versus expectativas generalizadas de un retroceso interanual cercano a 2%. La mayor incidencia provino de la Elaboración de productos alimenticios (4,9% a/a), lo que según el INE se explicó en gran medida por la mayor producción de vinos, como consecuencia del buen resultado de la vendimia de este año. La segunda mayor incidencia se originó en la Fabricación de sustancias y productos químicos (9,9% a/a), donde el incremento interanual de la producción de medicamentos se vio favorecido por problemas en líneas productivas durante 2014. La tercera mayor contribución provino de la fabricación de productos elaborados de metal, excepto maquinaria y equipos (7,6% a/a), división en que fue clave la mayor demanda interna, posiblemente vinculada al transitorio buen momento que experimenta la construcción de viviendas. Por el contrario, el elemento que más restó al crecimiento de este indicador fue la Fabricación de metales comunes (-42,1 a/a) debido a la menor producción de ferromolibdeno por huelgas en el rubro. También contribuyeron negativamente, aunque con menor incidencia, la fabricación de maquinaria y equipos y las actividades de edición e impresión.

Ventas minoristas crecen sobre consenso apoyadas por la Copa América y por autos usados. La variación de 4,1% a/a del IVCM se ubicó sobre nuestras expectativas y las de mercado (BBVAe: 3,0% a/a; consenso: 2,7% a/a). Respecto a nuestra proyección, la sorpresa obedece en parte al aporte positivo que tuvo la línea de producto "Vehículos automotores", con un aumento anual de 2,2%. Dicha cifra vuelve a ser positiva después de mostrar caídas anuales desde marzo de 2014. Dado que los automóviles nuevos tuvieron una variación negativa también en junio (ANAC: -12,3% a/a), el aumento en la venta de automóviles usados tuvo un efecto más que compensatorio. Por otra parte, mientras la CNC informó una caída en las ventas minoristas para la RM, las ventas de no durables creció 4,3% a/a para el INE, dando cuenta al menos de dos cosas: 1) las ventas de *retail* en regiones fueron positivas, y siguen mostrando menor volatilidad que el comercio en la RM, y 2) los efectos por la Copa América, reconocidos también por el INE, tuvieron mayor impacto en comercio principalmente en ciudades fuera de la capital.

La producción minera se expandió 1,4% a/a (BBVAe: +0,4% a/a) impulsada principalmente por la mayor extracción de minerales metálicos. En este grupo destaca la mayor producción de cobre (+2,9% a/a) debido a mejoras operacionales en algunas plantas de proceso y a la reactivación de una faena que en 2014 no se encontraba operativa. Esperamos que el sector minero **presente en las CC.NN. un crecimiento mayor al que se depende del indicador INE**, apoyado por el aumento de la producción de cobre y mejores bases de comparación.

Con todo, IMACEC se ubicaría entre 2,2% y 2,7% a/a (+0,4% m/m) que consideramos consistente con un crecimiento del PIB algo sobre 2% para el 2015.

Minuta de última Reunión de Política Monetaria... ¿o reunión de Política Cambiaria?

“Tipo de cambio y valor del peso” aparecen mencionados explícitamente 12 veces en la minuta, tanto dentro de las principales preocupaciones del *staff* como del Consejo. La política monetaria parece más bien política cambiaria...y hacer política cambiaria con la tasa de política monetaria nunca ha sido una buena compañera a mediano plazo.

Cita textual: “el tamaño y la persistencia de la depreciación nominal había sorprendido a la División durante el último año, transformándose en la principal causa detrás de las continuas correcciones al alza de inflación”

El *staff* señala cierta preocupación respecto al alza en la tasa por parte de la Fed vinculándola directamente a eventuales presiones abruptas depreciativas sobre el peso, **lo que consideramos apoyaría una recomendación de mantención en 3% por parte del *staff* al menos hasta que la Fed realice la primera alza (sept?)**.

Se reconoce que tanto los supuestos de precios relevantes para los términos de intercambio (cobre y petróleo) habían dejado de ser válidos, al igual que la estimación de crecimiento del IPoM pasado, en tanto la depreciación del peso no había llevado a una recuperación sólida de las exportaciones por diversos factores, entre ellos la debilidad de crecimiento de los socios comerciales.

Se valora por parte al menos de un consejero la visión de realismo y prudencia del Ministerio de Hacienda apoyando la recuperación de las confianzas a las que también se hace referencia persistente en la minuta.

Respecto al mercado laboral, el mismo Consejo hace una autocrítica *ex post* de su diagnóstico, al indicar que la desaceleración de los salarios daría cuenta de que su previo crecimiento era producto de efectos indexatorios y no de estrechez. Recordemos que la palabra estrechez del mercado laboral fue acuñada por el mismo Banco Central cuando agentes de mercado levantábamos con fuerza que aquel aspecto era transitorio y era cosa de tiempo para ver debilidad mayor en salarios y empleo, más allá de que la persistencia inflacionaria condiciona un retroceso lento de las remuneraciones nominales.

Con todo, por ahora el Banco Central se mantiene atrapado en mantención con sesgo neutral aspecto que no esperamos cambie hasta ver direcciones distintas para el tipo de cambio. Lo que haga el tipo de cambio durante la segunda parte del año, particularmente post alza Fed (septiembre en principio) será determinante para el camino que siga la TPM, bastante más que lo que haga la actividad que consideramos no dará sorpresas positivas relevantes respecto a consenso. **Nuestra expectativa es que mientras más arriba llega el tipo de cambio -no descartándose niveles cercanos a \$700 en el muy corto plazo- mayores son las expectativas apreciativas de mediano plazo abriendo espacio para recortes que seguimos viendo de “al menos” 50 pb.** Pensar que el tipo de cambio se quedaría en los anteriores niveles parece no condecirse con cierta recuperación de la actividad localmente, ni tampoco con cierto desgaste en el crecimiento de EE.UU. ya afectado por la apreciación de su moneda y el deterioro del sector industrial.

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.