

Flash Chile

Imacec sobre 6,0% a/a en julio dejaría en jaque recorte de la TPM en el muy corto plazo

Imacec de julio se ubicaría en 6,1% a/a (0,7% m/m). Luego de expansiones por sobre las que anticipamos en Industria y Minería, pero bastante en línea en los demás sectores, debemos superar marginalmente nuestro rango inicial levantado entre 5,1% y 5,7% a/a hacia 6,1% a/a. No cabe duda que los registros sectoriales son en general sorprendidos, y dejan en jaque cualquier corte de la TPM en el muy corto plazo.

Producción industrial se expandió 4,7% a/a (BBVAe 1,7%, consenso 0,8%). Esperábamos un buen registro gracias a la base de comparación, y a que la producción de vino y sulfatos de potasio se retomaron luego de interrupciones en junio. Sin embargo, el registro va más allá de eso, y supera las expectativas de los más optimistas. La principal incidencia positiva la entregó el sector alimentos (+2,9%), pero es importante consignar que gran parte de los sectores entregan positivas contribuciones, varias explicadas por aumentos en producción para abastecer mayor demanda externa. Nuestra estimación es que Producción Industrial se expande desestacionalizada 1,2% m/m, dando cuenta de que parte del fenómeno de ajuste de inventarios que vimos en meses pasados pudo haber terminado. No resulta casual que varias empresas nos hayan informado de quiebres de stock ante una demanda muy potente.

Ventas del comercio crecieron 10,3% a/a. (BBVAe 10,1%, consenso 9,2%). Bastante en línea con nuestros indicadores líderes y encuestas a empresas. Estimamos un crecimiento desestacionalizado de 1,0% m/m. La influencia de ventas de automóviles es evidente, y así lo anticipamos (inc. 2,9%, BBVAe 3,0%). Asimismo, las ofertas y liquidaciones de temporada en vestuario y calzado llevaron a aumento en ventas de 18,6% a/a, parte explicada por mayores volúmenes, pero también influido por un favorable deflactor (-12% a/a) (los impactos indirectos de la medición del INE en prendas de vestir). La expansión de bienes durables es de 12% a/a, en tanto la de bienes no durables es algo más moderada de 8,3% a/a. No todo es 2 días hábiles adicionales y buenas bases de comparación. El consumo sigue aún fuerte, y las cifras para agosto mostrarán algo menos de dinamismo, pero continuarán mostrando la fortaleza de la masa salarial y la aun positiva disposición de los consumidores. **Seguimos esperando, sin embargo, que las cifras del cuarto trimestre sean menos favorables, por base de comparación, como por aumento en la tasa de desempleo que será el principal gatillante de ajustes en la disposición de compra.**

Producción Minera se expande 14,2% a/a, donde el calificativo de “impresionante” no queda corto. Este crecimiento se explica por un efecto combinado de baja base de comparación interanual (producción irregular durante 2012 de una importante faena y huelgas acontecidas en el sector en julio de ese año) y por una mayor producción registrada en este mes debido a nuevos proyectos mineros dedicados a la extracción de cobre. Finalmente, se constata en el sector una mayor ley del mineral extraído en importantes faenas. La contribución de Minería al Imacec será importante, pero no tanto como parece indicar esta expansión. Recordemos que el Banco Central realiza ajustes a esta cifra en su medición de la actividad mensual.

Minuta de la RPM pasada prepara el camino para recortes hacia el 4T12

Minuta de la reunión de política monetaria pasada da cuenta de que el escenario externo continúa siendo de desaceleración para emergentes, con cierta recuperación para economías desarrolladas. La preocupación por China de la minuta pasada se modera, y se diagnostica un escenario algo más estable en términos de crecimiento. En el ámbito local, la actividad había seguido desacelerándose, pero la demanda final (consumo particularmente) lo estaba haciendo más lentamente de lo anticipado. En línea con entrevista reciente al Presidente del Banco Central, el Consejo no se sorprendería con Imacec alto en julio en comparación a los registros recientes, dado que está influido por más días hábiles y una baja base de comparación. Cierto, pero no tanto a la luz los comentarios anteriores.

Consignan que el consumo ha crecido impulsado por la masa salarial, y no por un endeudamiento excesivo de los hogares, situación que ya había sido mencionada en la minuta pasada, y que da pie a pensar que el Consejo no espera una desaceleración significativa del consumo privado antes de comenzar el ciclo expansivo. Por otro lado, al menos un Consejero retoma la preocupación por el Déficit de Cuenta Corriente que no fue mencionada ni discutida en la minuta pasada. Se indica que la depreciación del peso y la desaceleración de la demanda llevarían a una mitigación en el abultamiento del déficit de cuenta corriente. La desaceleración del PIB, la baja inflación subyacente, los retrocesos en indicadores líderes de confianza y el escenario externo apoyaban un recorte de la TPM, pero por otro lado, el persistente dinamismo del mercado laboral y la acotada desaceleración del consumo recomendaban no innovar. De ahí también nuestra visión de mantención para la RPM pasada.

La discusión anterior no cambia nuestra visión de que el Banco Central está buscando el mes para iniciar el ciclo expansivo. Por ahora, al interior del Banco Central parece estar el convencimiento de que los recortes serán acotados (50 pb a 75 pb), anticipando un IPoM de septiembre que debería trabajar bajo un supuesto muy similar. Sin embargo, en BBVA Research consideramos que el escenario comenzará a migrar hacia uno de los escenarios de riesgo, lo que abrirá la puerta para recortes superiores. Llevar la TPM hacia niveles bajo 4% el 2014, en la medida que el mercado laboral comience a mostrar destrucción relevante de empleo, por sobre la contemplada en el escenario base del Instituto Emisor, ha tomado fuerza en lo reciente. Los indicadores de vacantes y nuestras encuestas a empresas anticipan un aumento relevante, y contra-estacional en la tasa de desempleo, que esperamos comience a ser evidente hacia la última parte de este año. **¿Cuándo el primer recorte? No en septiembre dado que la volatilidad externa y buenas cifras locales aconsejan mantener la TPM en 5%. Sin embargo, el primer recorte no debería pasar más allá de noviembre mes en el que, de darse nuestra negativa visión sobre el mercado laboral, no descartamos se inicie con 50 pb.**

Activity index above 6.0% YoY in July will put in jeopardy policy rate cuts in the short term

Manufacturing production increased by 4.7% YoY in July (BBVAe: +1.7% YoY, consensus +0.8% YoY), while mining production surprisingly increased 14.2% YoY. Meanwhile, retail sales remained strong and increased by 10.3% YoY (BBVAe: +10.1% YoY), still driven by durable goods. All in all, we expect the monthly activity index to grow at 6.1% YoY in July (+0.7% MoM), above the preliminary range that we forecast for the variable at the beginning of August.

Also, the minutes of August's monetary policy meeting still revealed the discussions regarding the timing of monetary easing, even though the Board decided to keep the policy rate

unchanged at 5%, awaiting more information about the deepening of the economy slowdown. Recent figures pointed to a reacceleration in activity and strong consumption, mainly durables. There is widespread agreement within the Council of the need of an adjustment in the policy rate but the materialization of easing is being postponed. In this context, further moderation in consumption is desirable for the materialization of rate cuts. All in all, we make a step-backwards over our expectation of 25bp cut in September and we replace it for maintenance. As we have announced previously, materialization of rate cuts will be more data-dependant.

Más acerca de Chile, [Click aquí](#).

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com
+56 02 2939 10 92

Fernando Soto
fsotol@bbva.com
+56 02 2939 14 95

Aníbal Alarcón
aalarcona@bbva.com
+56 02 2939 10 52



RESEARCH



| Pedro de Valdivia 100, Santiago de Chile | Tel.: +56 02 939 00 00 | www.bbva.com

Antes de imprimir este mensaje, por favor, compruebe que es necesario hacerlo.

La presente comunicación y sus anexos quedan sujetos a confidencialidad en los términos establecidos en la normativa aplicable, dirigiéndose exclusivamente al destinatario mencionado en el encabezamiento. Son de exclusivo uso interno y queda prohibida su divulgación, copia, cesión, entrega, remisión o envío a terceros ajenos al Grupo BBVA sin consentimiento previo y escrito del remitente. Si ha recibido este mensaje por error, debe saber que su lectura, uso o copia están prohibidos y le rogamos que lo comunique inmediatamente mediante reenvío a la dirección electrónica del remitente, eliminándolo a continuación.