

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Según el Banco Central, el “componente autónomo de la confianza” nos habría costado entre 0,3 y 0,6% de crecimiento del PIB en 2014

Unidad Chile

El Informe de Política Monetaria del Banco Central asigna un rol relevante a un denominado “componente autónomo de la confianza” en la caída de la inversión registrada el año 2014. Este análisis es relevante si se considera que el año pasado la inversión total cayó 6,1% e incidió -1,5 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB. Algunos han llegado a indicar que el BC estaría indicando que la desaceleración se debe a la caída de las confianzas por el ambiente reformista. Los resultados del BC están lejos de indicar aquello, aunque sí señalan una incidencia no menor de entre 15% y 25% en el menor crecimiento del PIB 2014 por el denominado factor autónomo del retroceso de confianzas.

En esta nota, le ponemos números al impacto de dicho componente autónomo. No hay que esforzarse mucho para deducir que el llamado “componente autónomo de la inversión” hace referencia a los efectos que habrían tenido los anuncios reformistas del gobierno asumido en marzo del año pasado. Por lo mismo, resulta relevante saber, a partir del propio estudio del Instituto Emisor, cuánto impactó en términos concretos —es decir, en términos de puntos del PIB y en dólares— este *shock* sobre la economía chilena.

Tomando el cálculo del Banco Central, el componente autónomo de la confianza habría tenido un rol relevante para explicar la caída de la inversión el segundo semestre del año pasado. Estimamos que de no mediar este efecto, tomando de manera directa los resultados del Banco Central, la economía habría crecido entre 0,3 y 0,6 puntos porcentuales por sobre lo que efectivamente creció. En concreto, en lugar de crecer 1,9%, el PIB podría haber crecido entre 2,2% y 2,5% el año pasado, sin el impacto que el BC asocia al llamado componente autónomo de la confianza. **Poniendo más cifras sobre esta estimación, concluimos que la menor inversión asociada a este componente habría sido entre US\$ 850 y US\$ 1.700 millones, nuevamente tomando los resultados del Banco Central.**

Las cifras anteriores si bien son relevantes, no nos deben hacer perder el foco de la discusión. Lo que implícitamente dice el Banco Central es que entre 75% y 85% de la desaceleración del crecimiento entre 2013 y 2014 se debe a factores distintos al componente autónomo de la confianza. Nada muy distinto a los guarismos que ha utilizado BBVA Research para referirse a este aspecto. El diagnóstico no cambia; si bien el ambiente reformista impactó en el crecimiento, está lejos de ser el principal factor detrás de la profunda desaceleración de la economía el año 2014. Ciertamente las décimas perdidas por este componente autónomo que parece fácil vincularlo al ambiente político/reformista ojalá no hubieran estado, pero su ausencia está lejos de ser responsable de la relevante desaceleración.

Más técnicamente, tenemos ciertas dudas respecto de la metodología del estudio que podrían afectar de manera importante los resultados:

1. El estudio estima el ciclo de inversión minera filtrando la serie de inversión a través del conocido filtro HP, que es sabido tiene problemas en los *end-points*, justamente donde se encuentra un rol más importante para el factor autónomo. Los resultados son sensibles al filtro utilizado y al muy conocido problema del filtro HP para lidiar con los extremos de la muestra. Llamativamente se encuentra un rol importante del componente autónomo tanto al inicio como al final de la muestra.
2. Se controla por el ciclo externo a través de la inversión minera australiana que resulta muy válido, pero la desaceleración cíclica de la minería en Australia comenzó antes que en Chile. Primero se

detuvieron las inversiones mineras en Australia y luego en Chile, Perú, y otros exportadores de *commodities*. No fue un evento temporalmente simultáneo. Consecuentemente, el ciclo externo minero no explica la desaceleración cíclica minera en Chile los últimos 2 trimestres del 2014, encontrándose un rol para el componente autónomo simplemente porque era la única variable que se contraía.

3. Nada dice el estudio sobre el impacto que podría haber tenido el componente autónomo de la confianza sobre otros componentes del gasto, como por ejemplo, el consumo privado o las exportaciones.

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.