

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Estimamos IMACEC entre 2%-2,5% a/a en marzo pero sin aceleradores a la vista. Tasa de desempleo en la RM entre 7,5-8,0%, comparable con el 9,1% de la U. de Chile

Unidad Chile

Cifras sectoriales apoyan un crecimiento entre 2 y 2,5% a/a en marzo, con lo que el primer trimestre habría tenido una expansión de 1,8% a/a (1,3% t/t), que consideramos consistente con un crecimiento en torno a 1,7% para el 2016. No suscribimos crecimiento mucho más abajo el año corriente, sino que nuestra diferencia con consenso y BC reside en la expansión del 2017, que vemos marcadamente bajo el consenso de 2,5%, con relevantes riesgos bajistas. La debilidad del mercado laboral continuaría impidiendo recuperaciones en el consumo privado, en un escenario de acotada contribución fiscal, debilitada demanda externa y relevante retroceso en competitividad cambiaria. Consideramos que (todas) las cifras en el margen apoyan nuestra visión.

En empleo, la cifra de la Universidad de Chile, si bien debe ser leída con cautela ante la relevante destrucción de empleo que evidencia (particularmente de servicios de gobierno) y que cuesta reconciliar en intensidad con información de otras fuentes, ciertamente apunta a que la fragilidad del mercado laboral se estaría transformando en franca debilidad.

También contribuyendo al diagnóstico de la situación laboral, la tasa de desempleo INE aumenta de 6,1% a 6,3% el trimestre enero-marzo respecto a igual trimestre del año pasado (5,9% en trimestre precedente). Nula creación de empleo asalariado siendo cuenta propia el principal responsable de no ver aumentos mayores. Estimamos RM con tasa de desempleo en torno a 7,7% para el mes de marzo, comparable con el 9,1% de la U. de Chile.

Seguimos insistiendo que no estarían dadas las condiciones para continuar subiendo la TPM y, por el contrario, el riesgo de ver recortes ha aumentado en el margen. Lo que el BC incremento la TPM a contrapelo a fines del año pasado, la fuerza de las cifras esperamos lo haga borrarlo, faltando una pequeña dosis adicional de sorpresas por el lado de la inflación para que aquello ocurra.

**Crecimiento: Expansión de 1,8% el 1T16 (1,3% t/t), pero sin impulsores para el resto del año**

**Producción manufacturera se expande 2,7% a/a, mostrando aumento desestacionalizado 0,5% m/m (BBVAe 1,5%, consenso 1,9%), donde la sorpresa positivo proviene de químicos y no metálicos explicados por mayor demanda externa y ajustes productivos.** No interpretamos del todo favorable la cifra dada la incidencia específica sectorial explicada por aspectos mayoritariamente puntuales. De hecho, sectores más ligados a aspectos de demanda interna presentan contracciones como es maquinaria y equipos y productos de metal.

**El comercio comenzó a sufrir de la mano de un mercado laboral que se deteriora a paso rápido. En efecto, acotado crecimiento en ventas del comercio que va más allá de lo que el efecto calendario puede explicar.** La variación de 1,4% a/a del IVCM resultó ser menor a lo esperado (BBVAe: 3,8%, consenso: 3,9%). Aunque se sabía con anticipación que la composición del calendario no sería favorable en marzo (como sí lo fue en febrero), el dinamismo desestacionalizado mostrado el mes anterior junto a noticias puntuales sobre buenos resultados del retail nos hicieron augurar mejores resultados. La sorpresa vino en el comercio de bienes no durables, donde el crecimiento fue solo 3,8% a/a. En lo que respecta a la línea de producto de vehículos automotores, esta creció 6,1% a/a, algo menos que el aumento de autos nuevos (7,4% a/a según ANAC), lo que evidencia algo de menor dinamismo en el mercado de automóviles usados.

**Minería crece 4,9% a/a (+3,0% m/m), algo sobre nuestras expectativas (3% a/a)**, impulsadas por la mayoría de productos, destacando cobre que se expandió un 3,0% a/a, en parte explicado por una débil base de comparación en marzo 2015, en donde la producción de metal se vió afectada por temporales en el norte y mantenciones en importantes faenas. En este contexto la minería metálica avanzó un 4,7% a/a donde molibdeno hace un aporte relevante a esta expansión (+44,9%) junto a hierro, dado la entrada de producción en nuevas faenas. Finalmente, la minería no metálica no se desmarca, y muestra un crecimiento de 14,6% a/a impulsado principalmente por carbonato de litio.

**Con todo, estimamos IMACEC de marzo entre 2,0% y 2,5% a/a (0,3% m/m)**, registro que dejaría el crecimiento del 1T16 en 1,8% (1,3% t/t), y que a pesar de ser una cifra que consideramos del todo consistente con un crecimiento de 1,7% de nuestro escenario base 2016. Para el IMACEC de abril, estimamos que las recientes inundaciones habría tenido una incidencia negativa entre 0,5% y 0,75% por su impacto en minería, comercio y algunos servicios, lo que muy probablemente dejaría el IMACEC nuevamente bajo 2% a/a.

### **Mercado Laboral: de la fragilidad a la franca debilidad**

**En empleo, la cifra de la Universidad de Chile (9,4% para marzo), si bien debe ser leída con cautela ante la relevante destrucción de empleo que evidencia (particularmente de servicios de gobierno y financieros), cuesta reconciliarla en intensidad con información de otras fuentes, aunque ciertamente apunta a que la fragilidad del mercado laboral se estaría transformando en franca debilidad.** La caída del empleo en servicios de gobierno y financieros de 20.1% a/a, si bien técnicamente correcta de acuerdo a la muestra de hogares encuestados, cuesta reconciliarla con la más acotada destrucción de empleo público que observa de otras fuentes. Si bien el gasto público ha dejado de expandirse a las tasas observadas la primera parte del 2015, aquello en ningún caso debería implicar por ahora destrucción masiva de empleo público, sino más bien nula contribución al crecimiento del empleo total asalariado. No es descartable, pero tampoco garantizado, que la nueva muestra encuestada en junio próximo muestre un retroceso acotado de la tasa de desempleo de la U. de Chile.

**Cifras del INE mostraron una tasa de desempleo sobre lo esperado, pese a que el sector construcción sigue apoyando de forma relevante la creación de empleos a nivel nacional, apoyo que comenzará a extinguirse en la medida que avance el año.** Las cifras de empleo del INE muestran un incremento relevante de la tasa de desempleo para el trimestre móvil terminado en marzo hasta 6,3% (5,9% en febrero y 6,1% hace un año) y superior a lo previsto por el consenso de los analistas (6,0%). Respecto del año anterior, la creación de empleo fue de 104 mil puestos (1,3% a/a) un ritmo de crecimiento que consideramos algo más consistente con el ritmo de crecimiento de la economía, aunque sigue dando cuenta de un mercado laboral frágil, según se desprende de la composición de este empleo, mayormente cuenta propia (112 mil puestos, 7,3% a/a), mientras que el empleo asalariado prácticamente no varía en doce meses (4 mil puestos, 0,1% a/a). A nivel sectorial, destaca el incremento interanual del empleo en la construcción y en actividades de alojamiento y servicio de comida, mientras que por el lado negativo, las mayores caídas del empleo se producen en minería e industria manufacturera.

**El desempleo en la Región Metropolitana aumentó tal como se esperaba coincidiendo en dirección aunque no necesariamente en magnitud con las cifras de la U. de Chile de inicios de la semana.** La tasa de desocupación medida por el INE en la capital subió desde 6,1% (5,7% en diciembre 2015) a 6,7%, lejos aún del 9,1% reportado por el reporte de la U. de Chile, pero coincidiendo con la clara y marcada tendencia alcista de esta fuente. **Estimamos que el aumento del desempleo en la capital de acuerdo con la forma de publicar los datos del INE (promedio móvil trimestral), es consistente con un aumento en el margen, es decir, en el mes de marzo, de un punto porcentual del desempleo, hasta cerca de 7,7%.** En el resto del país, sigue profundizándose la divergencia regional vista en trimestres previos, con tasas de desocupación que se elevan hasta 9,2% en Atacama y promediando 8% en Tarapacá y Antofagasta, lo que contrasta con las aún sorprendentemente bajas tasas de desocupación en las regiones del sur (entre 2,5% y 3,7% entre Los Ríos y Magallanes).

**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.**