

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Actividad 1T16 se expande 1,8% a/a, con destacable crecimiento de 4,7% t/t anualizado - Ajuste en remuneraciones aún no se consolida

Unidad Chile

Relevante sorpresa positiva en la actividad del primer trimestre gracias al buen dato de febrero. Es necesario sostener cifras de crecimiento como las vistas en 1T16, para lograr un crecimiento como el esperado por el consenso para el año. El crecimiento del 1T16 superó ampliamente el de EE.UU., y permite explicar la relevante apreciación del peso. Finalmente, el crecimiento termina siendo el principal responsable de los movimientos de las monedas a plazos medios más que las tasas de interés.

Las remuneraciones continúan presionando márgenes, luego de un incremento de 0,8% m/m (5,4% anual). De particular cuidado es el incremento que se observa en los salarios en manufactura que en conjunto con la apreciación del peso termina restando relevante competitividad. Si el ajuste de salarios no se acentúa (devaluación interna), el ajuste tendría que venir desde el empleo y/o desde el tipo de cambio (devaluación externa).

Las expectativas de consenso ubicaban el IMACEC de marzo en torno a 2% a/a, por lo que no tuvimos sorpresas por ese lado, ni tampoco debiese ser relevante para la Encuesta de Expectativas Económicas que anticipaba una expansión de 1,8% a/a (1,7% a/a para el 1T16). En consecuencia, es esperable que el consenso mantenga su proyección de crecimiento para 2016 en 1,7%, cifra sobre la cual no tenemos cuestionamientos, y que tendría implícita una acotada desaceleración en su medición interanual durante los próximos trimestres. **Nuestra diferencia respecto a consenso y autoridades se localiza marcadamente en el crecimiento del 2017, donde vemos que crecer 2% constituye un desafío por ahora difícil de alcanzar.**

Los registros de actividad han superado las proyecciones del Banco Central para el 1T16 reveladas en el IPoM, principalmente por cierta resiliencia de servicios y positivas incidencias transitorias en febrero. De hecho, el comunicado acota la explicación del crecimiento de marzo principalmente al desempeño de los sectores de servicios. Sin embargo, no vemos elementos que favorezcan repuntes en el crecimiento durante los próximos trimestres, toda vez que el mercado laboral ha revelado su debilidad tal como anticipamos, aspecto que aumentaría la incertidumbre en el empleo y acentuaría el ahorro precautorio, limitando con eso recuperaciones del consumo privado. **Esperar recuperaciones del consumo privado durante los próximos trimestres tal como dibuja el Banco Central -estima consumo total creciendo 1,8% el 2016 y 2,7% el 2017- requeriría o un positivo shock de confianza (que no vemos su origen) o una abrupta desaceleración de la inflación. Esto último, siendo más probable ante el escenario cambiario, tendrá que lidiar contra el deterioro del mercado laboral.**

Proyectamos una expansión de la actividad de abril con un rango preliminar entre 1% y 2% a/a, aunque con riesgos de ubicarse en la parte baja de dicho rango, como consecuencia de los efectos negativos que habrían tenido las fuertes lluvias de ese mes principalmente sobre las actividades como la minera, el comercio, servicios y EGA.

Finalmente, la lectura del registro de actividad del 1T16 entrega algún soporte relativo a la explicación de la reciente apreciación del peso por factores idiosincráticos, que si bien tiene como principal responsable el movimiento del dólar a nivel internacional, la abundante liquidez global y la pérdida de momentum en la economía americana, también se acompañó por un cierre de brecha de crecimiento de Chile vs EE.UU. como evidencia el Gráfico 1. En efecto, para el 1T16, en tanto Chile se expande 4,7% t/t anualizado, EE.UU. lo hace 0,5% t/t anualizado. La última vez que vimos un diferencial positivo a favor de Chile el tipo de cambio se ubicó en \$600 (mayo 2015). Por ahora, más allá del leve incremento de volatilidad reciente que ha generado algo de castigo a monedas emergentes/exportadoras de

commodities, seguimos viendo que la paridad podría continuar ubicada bajo los niveles aconsejables para apoyar un redireccionamiento de recursos hacia sectores transables no mineros. El tipo de cambio real se ubica bajo promedios históricos, y la situación sectorial es compleja para toda la manufactura y, en menor medida, para agricultura/fruticultura.

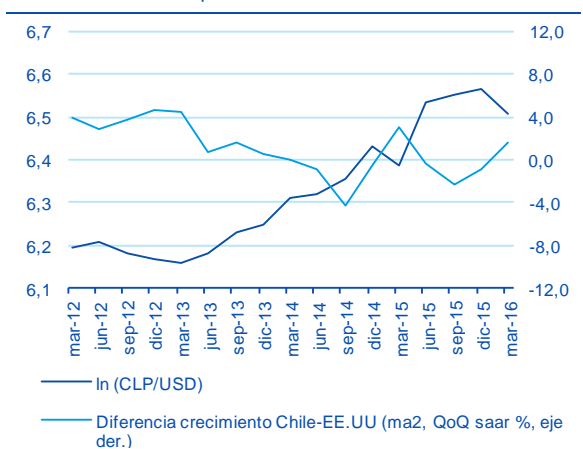
Remuneraciones: el ajuste nominal aún no se consolida

Las remuneraciones a marzo alcanzan crecimiento de 5,4% a/a (0,8 m/m), con estacionalidad positiva asociada a bonos escolares. Marzo suele tener una estacionalidad favorable principalmente por el pago producto de bonos escolares, lo que en parte explica el aumento de 0,8% m/m (5,4% a/a), y determinó el crecimiento mensual de las remuneraciones en diversos sectores, como Manufactura y Construcción. Con todo, la variación m/m se ubica en la parte alta del rango histórico (gráfico 2).

Cifras del 1T16 alcanzan crecimiento de 5,5 a/a (2,4% t/t), muy apoyado por el ajuste extraordinario del salario mínimo en enero. Esto también afectó el crecimiento real del trimestre, alcanzando 1,6% t/t. Con todo, esperamos que los salarios reales se sigan desacelerando. Ya en marzo el crecimiento anual se ubicó en 0,9% a/a, y no descartamos observar variaciones menores en lo que resta del año.

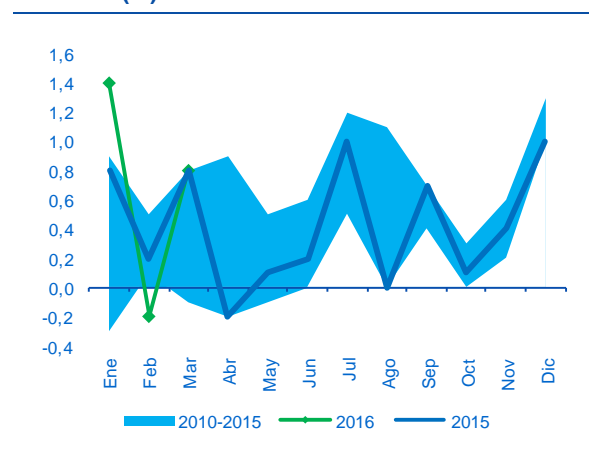
Consideramos insostenible el ritmo de aumento que están teniendo las remuneraciones del sector manufacturero, toda vez que dicho sector ha experimentado una fuerte pérdida de competitividad en los últimos trimestres precisamente por las fuertes presiones salariales que ha debido enfrentar. De igual forma, proyectamos que las remuneraciones del sector minero y de la construcción comenzarán paulatinamente a perder fuerza, de la mano de las perspectivas para la actividad de estos sectores.

Gráfico 1
Diferencial de crecimiento Chile-EE.UU vs Tipo de cambio nominal \$/USD



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento mensual del IREM nominales: rango histórico (%)



Fuente: INE, BBVA Research

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.