

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Decepcionantes cifras de actividad de diciembre y deterioro del escenario externo, apoyan mantención del impulso monetario por un tiempo prolongado

Unidad Chile

- Cifras de actividad sectorial de diciembre decepcionan, confirmando una marcada pérdida de dinamismo de la economía en 4T15. Para el IMACEC de diciembre, proyectamos preliminarmente un rango de 0,75%-1,25%, ajustando a la baja nuestra estimación.
- La tasa de desempleo parece “de otra economía”. Nuevamente sorprende a la baja la tasa de desocupación, desacoplándose de la evolución de la actividad y de la percepción negativa que tienen las personas sobre el futuro del mercado laboral.
- Minuta de la reunión de política de monetaria de enero confirma el tono *dovish* introducido recientemente por el Banco Central y que podría traducirse en la postergación de las alzas de tasas de interés anunciadas en el IPoM de diciembre. No descartamos haber entrado en un período prolongado de mantención de la TPM.

Cifras de actividad sectorial decepcionan y apuntan a un IMACEC de diciembre que podría ubicarse bajo 1%. De esta forma, 4T15 habría finalizado con un crecimiento interanual entre 1,3%-1,5%, dando cuenta de una marcada desaceleración del crecimiento en la última parte del año pasado y un cierre 2015 (antes de revisiones) con una expansión del PIB de 2%.

Producción minera se contrajo 4,6% a/a en diciembre, anotando un retroceso de 0,6% durante el año 2015. Según divisiones, la principal incidencia negativa provino de la extracción de minerales metálicos (-4,6 pp), destacando la baja en la producción de cobre, la cual disminuyó 5,5% en doce meses, debido a una menor ley de mineral que afectó a importantes faenas. En tanto, la producción minera sin cobre se expandió un 0,5% a/a, principalmente por una mayor actividad en explotación de otras minas y canteras y la extracción de minerales metalíferos. **El retroceso interanual da cuenta de la debilidad por la que atraviesa principalmente la minería metálica, la que se ha manifestado a través de sucesivos recortes de producción durante el año pasado. Estos ajustes podrían continuar este año, de la mano de un precio del cobre que se ha ajustado de forma acelerada y que se mantendría en niveles bajos.**

Manufactura retrocede 2,8% a/a en diciembre, una caída mayor a nuestra estimación y a la esperada por el consenso (BBVAe: -1.9%, consenso: -2.0% a/a) y cerrando el año 2015 con un retroceso promedio de 0,6%. En el mes de diciembre, las principales incidencias interanuales negativas provinieron de fabricación de metales (ferromolibdeno), productos alimenticios y bebidas (destacando la baja en salmón y truchas) y maquinarias y equipos (perforadoras y brazos mecánicos, por remodelaciones de plantas), elementos que no fueron contrarrestados por las contribuciones positivas observadas en productos de papel (debido a bajas bases de comparación), químicos (nitratos) y minerales no metálicos. El débil desempeño de la producción manufacturera, tanto en el mes diciembre como en el año que pasó, obedece principalmente a la debilidad de la demanda externa.

Ventas del comercio minorista se expanden 1,9% a/a en diciembre, decepcionando las expectativas del mercado y las nuestras que se ubicaban sobre 3%. El año 2015 cierra con un crecimiento de 2,5% real. Contrariamente a lo sucedido el mes previo, las ventas minoristas sorprendieron negativamente al mercado en diciembre, donde la principal incidencia negativa provino de vehículos automotores (-1,3 pp) que se contrajeron un 11,3% explicando gran parte de la sorpresa negativa, aunque en línea con la caída observada en las ventas de automóviles nuevos según cifras de la ANAC. Por su parte, el crecimiento en el

resto del *retail* fue liderado por las ventas de vestuario y calzado las que se expandieron un 11% real con una incidencia de +2,6 pp, en línea con las cifras reportadas por la CNC para la RM en estos productos. **De esta forma, el crecimiento de las ventas de bienes durables frena la expansión observada en noviembre y meses previos, explicando el menor crecimiento del comercio minorista.**

Desempleo vuelve a disminuir en el trimestre móvil terminado en diciembre, ubicándose en 5,8%. Es muy difícil compatibilizar estas cifras con la evolución de la actividad económica que en la última parte del año mostró claros signos de acentuar su desaceleración. Se combina un empleo asalariado resiliente pero con síntomas de desaceleración por debilidad en demanda privada a lo que se suma mayores tasas de crecimiento de la inactividad -destacando razones de jubilación. La creación interanual de empleos estuvo liderada por el sector Hoteles y restaurantes, cuya actividad se ha contraído durante 2015. Le siguió construcción, sector que sabemos está con un ritmo de actividad mayor al promedio de la economía, como consecuencia de los cambios tributarios que se avecinan y que están empujando un anticipo de compras de viviendas. Comercio también fue relevante en la creación interanual de empleos y se confirmó la menor contribución interanual de los empleos vinculados directa e indirectamente al sector público. **Por el lado negativo, minería es el sector que más destruye empleos en doce meses, seguido por intermediación financiera y agricultura.**

En la comparación trimestral, se crearon 61 mil empleos, mayormente asalariados y concentrados en sectores que estacionalmente crean empleos en esta época del año, entre ellos destacan Comercio y Agricultura. **Con todo, seguimos esperando un aumento de la tasa de desocupación este año, la que podría superar 7% en algunos meses, en un escenario en que persiste el bajo crecimiento de la economía y en que las contribuciones del sector público y de la construcción al empleo comienzan a perder fuerza.**

Minuta de la reunión de política monetaria de enero reconoce intensificación de riesgos a la baja para el crecimiento de la actividad este año, aunque el escenario base del IPoM seguiría vigente. El documento, en todo caso, da cuenta de que el Consejo del Banco Central consideraba en ese momento que el escenario macroeconómico estaba en línea con el análisis presentado en el IPoM. **Esta evaluación parece haber cambiado en las últimas dos semanas según se desprende de las múltiples entrevistas de ayer del Consejero Mario Marcel** que apuntan a un escenario en que los riesgos bajistas en la actividad se han materializado, con lo que la economía crecerá más cerca de 2% este año (lo que deja obsoleto el rango de 2%-3%) y en donde las presiones inflacionarias se han reducido como efecto del menor precio del petróleo.

El Consejo consideró prematuro ajustar su escenario base ante las turbulencias externas de inicio de año, pero no lo descartó si los cambios que se habían producido perduraban en el tiempo. El análisis de la reunión se centró en los hechos ocurridos en China durante los primeros días del año, en donde se observó un ataque sobre la moneda de ese país y fuertes caídas en la bolsa de valores, identificándose como el principal riesgo para la economía chilena, el impacto cambiario que se estaba produciendo, con potenciales efectos alcistas sobre la inflación de corto plazo. Sin embargo, considerando que estos eventos pueden obedecer más bien a volatilidad, más que a un cambio duradero, se optó por esperar antes de ajustar el escenario base del IPoM de diciembre.

Internamente, se reconoce que la economía estaba con “escasos factores de dinamismo económico al inicio de 2016”. Se destaca que el repunte de la inversión de 3T15 habría sido transitorio, al tiempo que algunos sectores estaban experimentando una reversión de su crecimiento. En el frente inflacionario, se enfatiza la desaceleración que han tenido los salarios, lo que sumado a las perspectivas de deterioro del mercado laboral y crecimiento de la actividad bajo el potencial, debería incidir en menores presiones sobre la inflación no transable. Esperamos que el próximo IPoM de marzo revise a la baja el rango de crecimiento para este año. **Un ajuste de 0,25 puntos porcentuales sería insuficiente y podría dañar la credibilidad del Instituto Emisor, por lo que consideramos más apropiado ajustar el rango hasta 1,5%-2,5%.**

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.