

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Crecimiento del IMACEC de noviembre vuelve a decepcionar

Unidad Chile

El IMACEC de noviembre se expande 1,8% a/a (-0,5% m/m), por debajo de nuestra expectativa y consenso (BBVAe 2,7%; consenso 2,5%). El 4T15 se encamina a una expansión de 1,4% a/a (+0,5% t/t anualizado), lo que llevaría a un crecimiento de 2,0% para el 2015 por debajo del 2,1% publicado hace pocos días por el BCCh.

A pesar de ser beneficiado por aspectos estadísticos (un día hábil más que igual mes del año anterior y una buena base), la actividad decepciona. El escenario base del Banco Central consideraba un 4T15 en torno a 1,8% (2,1% para el 2015). La mediana de Encuesta de Expectativas Económicas ubicaba el crecimiento de noviembre en 2% a/a, por lo que también fue decepcionada marginalmente, por lo que podríamos ver nuevos castigos a las proyecciones de crecimiento de consenso en 2015-2016

No descartamos el riesgo de que, ante un Imacec por debajo de 1% a/a en diciembre, se concrete una nueva contracción desestacionalizada de la actividad en el 4T15. Ya el 2T15 observamos una contracción desestacionaliza que vino seguida de un “veranito” el 3T15 con expansión de 1,4% t/t anualizado. El riesgo de retroalimentaciones negativas hacia las expectativas y confianzas emerge nuevamente toda vez que no solo diciembre 2015 sino que enero y febrero del 2016 podrían ser meses de crecimiento en torno o incluso bajo 1% a/a.

**El sector minero nuevamente se contrae a pesar de un crecimiento en la producción de cobre cercana a 1% a/a según el INE.** Aquello correspondería a ajustes de valor agregado realizadas por Cuentas Nacionales que también estuvieron presentes el mes pasado, y que son difíciles de anticipar por los agentes privados. **Sin embargo, incluso incorporando esa contribución negativa, para que sea compatible con el crecimiento observado, el PIB resto habría tenido una nueva marginal desaceleración.** La principal sorpresa positiva provino de comercio minorista de acuerdo a las cifras del INE que, aunque no es mencionada por el Banco Central, probablemente ayudó a no observar un registro de actividad aún menor.

**Considerando la ralentización del gasto público observada en octubre y noviembre, el IMACEC deja en evidencia la debilidad que persiste en el componente privado de la demanda y, pensando en 2016, que hablar de un crecimiento en torno a 2%-2,5% puede ser optimista sin un impulso fiscal como el observado el año pasado.** En efecto, cifras de crecimiento en el rango 1,0%-2,0% parecen formar parte de la nueva realidad, según se ha visto en tres de los últimos cuatro meses.

**A pesar de las insistentes voces del sector privado respecto al optimismo del escenario base del Banco Central sobre el cual sustenta las alzas pasadas y futuras en la TPM, el crecimiento lo vuelve a sorprender negativamente a pesar de haber entregado su escenario hace muy pocos días. El crecimiento del 4T15 del escenario base del BCCh contempla una expansión de 1,8% a/a, por lo que, luego del registro de noviembre, diciembre tendría que mostrar un crecimiento peculiarmente alto, lo cual las cifras de corto plazo, al menos de comercio exterior, no parecen apoyar.** Esperamos cierto reconocimiento del Instituto Emisor en esa dimensión que entregue algo de tiempo antes de observar la próxima subida en la tasa de instancia. Subir la TPM mirando de manera unívoca la inflación en un escenario donde la desaceleración continúa con consecuencias desinflacionarias de mediano plazo podría llevar a acentuar la ralentización del crecimiento.

**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.**