

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Contracción económica en octubre: por primera vez desde la crisis *subprime*

Unidad Chile

“Hay que tener cuidado con sacar conclusiones definitivas. No tenemos una recesión técnica en nuestro escenario” Rodrigo Vergara, 8 septiembre

“Tal como va la economía en estos momentos, no se prevé una recesión, sólo un crecimiento lento”. Mario Marcel, 10 septiembre

“No debería haber cambios significativos en materia de crecimiento”, Sebastián Claro, 28 noviembre

“El escenario de hoy es de crecimiento lento en torno al 2%”, Joaquín Vial, 28 noviembre.

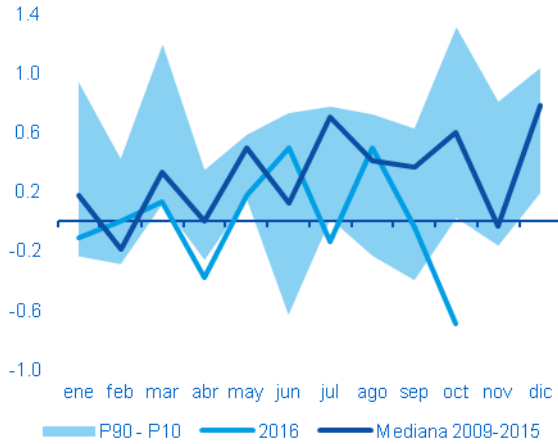
Las anteriores son frases recientes de miembros del Consejo del Banco Central referentes a crecimiento económico. Hablan por sí mismas dando cuenta del equivocado diagnóstico que han tenido las autoridades monetarias respecto a la economía, y que los llevó a subir la tasa de política monetaria el 2S15 restando aún más crecimiento del que el ambiente reformista y escenario externo han socavado.

La proyección de crecimiento para este año del Banco Central centrada en 1,75% (entre 1,5% y 2%) parece nuevamente pecar de optimista, toda vez que las cifras conocidas hoy acercan el crecimiento del año a una cifra más cercana a 1,5%/1,6%. El problema de este exceso de optimismo es de primer orden, toda vez que pensar persistentemente que la economía crecerá más de lo que finalmente crece, ha llevado a subponderar de forma permanente las presiones desinflacionarias que se generan como consecuencia de las holguras de capacidad y a subestimar la necesidad de un mayor estímulo monetario.

No es posible hacer compatibles estas frases con la contracción económica interanual y desestacionalizada que ha experimentado la economía el décimo mes del año (Imacec -0,4% a/a; -1,1% m/m; BBVAe -0,5% a/a; consenso +0,4 a/a). Si bien no se observó una recesión técnica como anticipó BBVA Research, la temporalidad de la contracción se desfasó un mes lo que da cuenta que nuestros modelos asertivamente anticiparon la dinámica en minería y resto de la actividad. La economía se contrae en minería (-7,1% a/a), pero ciertamente se desacelera fuertemente en el resto de la actividad también (0,3% a/a; -0,7% m/m). No solo el BC se equivocó en su diagnóstico inflacionario sino también lo está haciendo en su visión de recuperación en la actividad. Aferrarse a un escenario que no se estaría dando en todas sus dimensiones solo profundizará el error de política monetaria al haber aumentado la TPM a fines del 2015, y continuará levantado causalidad entre desaceleración/contracción de la actividad y política monetaria en conjunto con el claro vínculo entre reformas e incertidumbre. **La principal razón en el freno del crecimiento sigue siendo externo para BBVA, pero un ambiente de incertidumbre levantado por las reformas y la política monetaria en el margen estarían impidiendo un despegue algo más rápido de la actividad.**

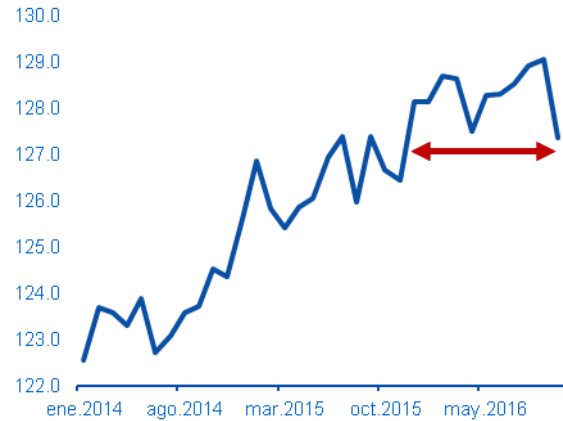
La contracción que experimenta la actividad no minera, sobre la cual ha basado gran parte de su discurso a no innovar el Banco Central, experimenta una contracción desestacionalizada no vista en la historia reciente (Gráfico 1). Como mencionamos, en términos de actividad, se devuelve todo el crecimiento del año a niveles vistos el último trimestre del 2015 (Gráfico 2).

Gráfico 1
Imacec no minero: crecimiento m/m desestacionalizado (%)



Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Gráfico 2
Imacec desestacionalizado (índice promedio 2008=100)



Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Gasto público creció fuerte durante el 2T y 3T, siendo parte de la mantención del crecimiento en torno a 2% que vimos esos trimestres. Sin embargo, un claro compromiso con la regla de balance estructural hace prever un acotado crecimiento del gasto el último trimestre. En efecto, el último trimestre de este año la economía crecería menos de 1% a/a, pero aquello no justifica sobre-ejecutar gasto o violentar la regla fiscal. El gasto debe continuar retirándose pues **es la política monetaria la llamada a actuar en el corto plazo**, particularmente cuando los cuestionamientos fiscales han logrado contenerse asertivamente por el Ministerio de Hacienda.

Esperamos que los políticos que demandan más gasto comiencen también a mirar a la otra vereda de la Plaza Constitución sugiriendo un rol más activo asegurando inflación en el rango meta y de paso apoyo a la actividad para ese logro. **En ese contexto, de confirmarse nuestra proyección inflacionaria para noviembre (BBVAe -0,1/0% m/m), y tal como lo hemos anticipado en nuestro escenario base, esperamos la introducción de un sesgo estimulativo en la RPM de este mes, aunque no es del todo descartable un recorte bajo la nueva presidencia de Mario Marcel toda vez que el anterior presidente Rodrigo Vergara no votaría luego de dejar la economía en su último mes de presidencia con una contracción económica no vista desde la crisis *subprime*. Continuar tan “detrás de la curva” por parte del BC está causando daño innecesario a la demanda interna.**

Si bien la economía no experimentó una contracción desestacionalizada el 3T, el registro de octubre deja el nivel desestacionalizado de la actividad en niveles similares a los observados a fines del 2015; se ha perdido todo el poco crecimiento del año en el margen, y anticipamos expansiones muy acotadas los últimos dos meses del año (BBVAe 4T entre 0,7 y 1% a/a). Con esto, crecer entre 1,5/1,6% se transforma en el escenario más probable para este año.

Reacción de mercado: Esperamos que este registro convenza a los más reacios respecto a la necesidad de recortar la TPM (a lo menos 50 pb), lo que debería ser nuevamente internalizado en la curva de tasas. Esperamos que aquello entregue algo de depreciación al peso donde nuestro escenario base continúa contemplando depreciaciones hacia \$680-690 durante los próximos meses.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.