

Chile | IPoM de marzo: golpe de credibilidad y necesidad de mayor estímulo monetario

Hermann Esteban González

Diario electrónico El Mostrador (elmostrador.cl)

Los últimos informes de política monetaria habían sido catalogados de optimistas por sus proyecciones de crecimiento y rápidamente quedaban obsoletos a la luz de las expectativas del consenso de los analistas que se ajustaban sostenidamente a la baja dejando atrás las estimaciones del Instituto Emisor. En BBVA advertimos en diversas ocasiones que más allá del optimismo de la proyección propiamente tal, nos preocupaban las implicancias de política monetaria que tenía una proyección de crecimiento optimista.

En el IPoM de marzo, estimamos que el Banco Central dio un necesario golpe de credibilidad con la proyección de crecimiento de este año. Pudiendo haber ajustado la proyección de crecimiento a un rango entre 1,5% y 2,5% manteniendo el sesgo a la baja, optó por ajustar el rango hasta 1,25%-2,25%, pero con sesgo neutral. De esta forma, para la mayor parte del mercado esta será una proyección realista, al menos en el rango, aunque como discutiré más adelante, no necesariamente en el balance de riesgos.

De forma consistente con los cambios del escenario macro desde diciembre del año pasado y tal como habíamos anticipado, el Banco Central reconoció también que este año no serán necesarias las dos alzas de tasas de interés proyectadas a fines de 2015, sino que ahora solo estima necesaria un alza adicional, la que no ocurrirá en el corto plazo, al menos no hasta el próximo IPoM de junio. Esto en gran medida ya estaba incorporado en las expectativas de los agentes, tanto en las encuestas como en el precio de los activos, por lo que el Banco Central no hizo más que validar dichas expectativas. Ahora bien, mientras más lejos se ubica el alza, enmarcada en un crecimiento esperado cercano al 3% para el último trimestre del año (que no compartimos), menos probable es que se concrete.

Cuando analizamos el balance de riesgos para la actividad, el IPoM lista una serie de aspectos a tener en cuenta, algunos fundamentales y otros cíclicos. Entre los primeros, se cita una serie de factores que permitirían que la economía vuelva a crecer a su potencial si las condiciones mejoran. Efectivamente, nadie puede discutir que la economía ha tenido un manejo fiscal prudente; que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas y que contamos con un sistema financiero estable y bien regulado, pero de ahí a señalar que esos factores son los que sesgan positivamente la actividad en el corto e incluso en el mediano plazo, hay un gran paso.

Además, estos factores estaban presentes hace un año y hace dos también y no por ello la economía recuperó su crecimiento. Por el lado de los riesgos negativos, se mencionan elementos cíclicos que tienen una mayor probabilidad de concretarse, como el riesgo de un aumento del desempleo o que no se concrete la tan anhelada recuperación de las confianzas.

Poniendo en la balanza los factores estructurales con los riesgos negativos cíclicos o de corto plazo, consideramos que el balance de riesgos no está equilibrado, sino más bien continúa sesgado a la baja. En consecuencia, incluso si solo tomando las variables citadas por el Banco Central en su informe, vemos más probable un crecimiento 2016-2017 en la parte baja del rango dado a conocer en el IPoM.

En la dinámica trimestral de crecimiento que presenta el informe, no vemos optimismo en las proyecciones para el primer semestre, para el cual se estima un crecimiento no muy distinto al del cuarto trimestre de 2015, es decir, apenas sobre 1%. Los riesgos más claros se visualizan para el segundo semestre, para el cual el ajuste a la baja en el crecimiento respecto de diciembre es bastante menor.

La recuperación prevista para la segunda parte del año nos parece rápida, particularmente en el consumo, considerando que el mercado laboral estaría recién comenzando a deteriorarse y que las confianzas permanecen en terreno negativo y estarán en esos niveles por un tiempo bastante prolongado en un escenario de recuperación normal (hasta fines de 2017 o inicios de 2018, según mostramos en un estudio reciente). Si esta recuperación no se da, entonces aumenta la probabilidad de que el sesgo de política monetaria pase de contractivo a neutral, un escenario que aún no está incorporado en el precio de los activos y que podría ser validado por el Banco Central en sus próximos reportes trimestrales.

El impacto de mercado de este informe es claro. Una lectura asertiva del IPoM, acompañada de una visión más agnóstica de la recuperación del crecimiento debería generar una caída de las tasas swap -estimamos que de unos 20 puntos base consistente con una tasa que se mantiene en 3,5% por los próximos doce meses-, lo que sugeriría continuar posicionándose largo en la parte corta de la curva nominal. Por cierto, luego de este informe se descartan alzas de tasas en el corto plazo (abril-junio) y quedamos a la espera del próximo informe de junio para saber si se valida este escenario, se reconoce nuevamente que el alza de tasas de interés deberá postergarse o será necesario borrar parte o todas las alzas realizadas a contrapelo a fines del 2015.

Por último, el escenario descrito en este informe es consistente con un tipo de cambio más depreciado. Para un escenario internacional dado, el reconocimiento de la necesidad de un mayor estímulo monetario y de lo imperioso que es tener un tipo de cambio más depreciado en términos reales, dada la posición cíclica de la economía, debiese apoyar un incremento de la paridad. De no concretarse esta depreciación del peso, el próximo IPoM tendría nuevos argumentos para continuar postergando el momento del retiro del estímulo monetario o incluso para entregar más estímulo.