

Chile | Expansión monetaria: un proceso todavía inconcluso

Diario electrónico El Mostrador (elmostrador.cl)

Hermann Esteban González

03 Ago 2017

En BBVA hemos señalado desde hace algún tiempo que consideramos que la fase de expansión monetaria no ha terminado y que serían necesarios recortes adicionales de la tasa de referencia (TPM) durante lo que resta de este año.

Efectivamente, este diagnóstico se basa en los cambios que ha experimentado el escenario macro desde la publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio y que hacen estrictamente necesario que la política monetaria difiera de la trayectoria considerada en dicha publicación. Recordemos que en ese entonces se usó como supuesto de trabajo para la TPM una trayectoria coherente con la que mostraban las distintas medidas de expectativas. El mismo informe interpretó dichas medidas de expectativas, señalando que estas contemplaban una mantención de la tasa (en 2,5%) durante un período prolongado.

No me refiero precisamente al crecimiento económico, que todavía es completamente factible que este año termine dentro del rango de 1,0% a 1,75% estimado en junio. Por ahí no tenemos noticias relevantes que hagan cambiar el diagnóstico y que requieran por sí mismas una respuesta de política monetaria distinta. Lo más probable es que el IPoM de septiembre reduzca el rango recortando la parte superior, es decir, dejándolo entre 1,0% y 1,5%, pero eso sería algo totalmente dentro de lo esperado. Por otro lado, tendremos que ver si es factible alcanzar la optimista proyección de crecimiento para el próximo año, pero para eso necesitamos que corra un poco más de agua bajo el puente.

Las mayores diferencias con el escenario planteado en el IPoM están en la inflación y sus determinantes, algo no menor si se considera que uno de los principales objetivos del ente emisor es la estabilidad de precios. La inflación de mayo ya mostró muy poca fuerza, según se desprende de la baja difusión inflacionaria exhibida, es decir, un bajo porcentaje de productos que aumentaron de precio respecto del mes anterior. Además, si no fuese por la alta e inusual incidencia positiva del producto “paquete turístico”, hubiésemos tenido una cifra negativa.

Esta tendencia se agravó en junio con la variación mensual del IPC de -0,4%, tanto total como en el IPC que excluye los componentes más volátiles, alimentos y energía. Esta inflación negativa se trasladará vía efectos indexatorios o de segunda vuelta a los precios de los próximos meses y significará que nuevamente veremos registros muy acotados de inflación en julio y agosto, sin descartar la posibilidad de nuevos registros negativos. La inflación mensual promedio implícita en el precio de los activos para esos dos meses es 0,05%.

Por más que traten de convencernos de que la inflación ha estado en línea con lo previsto, no solo nosotros, sino que el mercado no comparte ese diagnóstico; si no, ¿cómo se explica que la inflación implícita en el precio de los activos para fin de año sea 2,2%, mientras que el IPoM de junio proyectaba que la inflación convergería este año hacia la meta, cerrando en diciembre en 2,9%? ¿Acaso el Banco Central mantiene esta proyección? No lo creemos. Claramente el escenario inflacionario cambió en los últimos

meses.

Uno de los cambios más relevantes en los determinantes de la inflación ha sido el dólar, el cual al momento del cierre estadístico del IPoM se cotizaba entre \$670 y \$675, esto es, entre un 3% y un 4% por sobre los niveles actuales. Si el tipo de cambio se mantiene más cerca de \$650 que de los niveles que tenía a fines de mayo, dados los coeficientes habituales de traspaso, debiese implicar, en un año, una inflación entre tres y seis décimas menor.

Por otro lado, si miramos lo que dicen las distintas medidas de expectativas, que fue el benchmark usado por el Banco Central en el IPoM de junio para orientar las expectativas para la TPM, entonces se confirma que debiese venir al menos un recorte. En efecto, las tasas swap ya incorporan una tasa que baja a 2,25% en los próximos meses, lo mismo que la Encuesta de Operadores Financieros, cuya mediana incorpora un recorte dentro de tres meses y el primer decil contempla la posibilidad de otro recorte hasta 2%.

El Banco Central no debiese estar tranquilo en un escenario en que las expectativas de inflación están desancladas o, en el mejor de los casos, están débilmente ancladas en el horizonte de política. Concordamos con que el grueso del ajuste monetario ya se hizo, pero consideramos que como respuesta al relevante cambio de escenario inflacionario, el Instituto Emisor debe dar una señal clara de compromiso con la meta de inflación y esto implica volver a recortar la tasa en una o dos ocasiones más durante lo que resta del año. Mientras antes se tomen estas decisiones, más pronto veremos sus efectos.

Finalmente, un dato anecdótico. En la última reunión, el consejero Pablo García votó por recortar la TPM en 25 puntos base a 2,25% y la experiencia reciente es clara respecto de las consecuencias de los votos disidentes. En los últimos tres años, incluyendo la reunión de julio, solo se han producido cuatro decisiones de este tipo, con los votos disidentes de solo dos de los consejeros, García y Vial. El primero, apuntando a recortes que no se materializaron en esa reunión y, el segundo, privilegiando una opción de menor expansividad de la política monetaria.

Consideramos que en estos votos disidentes los consejeros se exponen en alguna medida, señalizan sus preferencias, pero no arriesgan demasiado. En efecto, en los tres casos anteriores de disenso, en el mes inmediatamente siguiente, el Consejo votó de forma unánime por la opción del consejero que el mes anterior fue minoría. De repetirse esta regularidad, debiésemos tener un nuevo recorte de la TPM en la reunión de este mes.

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.