

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Aumenta probabilidad de error de política monetaria

Hermann González / Jorge Selaive

Se acercaría un alza en la TPM, pero no vemos un ciclo de normalización

- El Banco Central estaría *ad portas* de subir la TPM en octubre luego de pavimentar el camino en su último comunicado. A pesar de lo anterior, consideramos que el mercado ha sobrereaccionado a la visión de normalización entregada por el BC. Mientras la intención era subir la TPM en tres oportunidades en el horizonte de política, el mercado ha incorporado en sus expectativas entre 4 y 5 alzas, con bastante intensidad en el corto plazo. Primero, no suscribimos las alzas implícitas en el precio de activos. Todo parecería indicar que el BC sólo podrá dar una señal de preocupación inflacionaria, algo así como “*no se olviden que estoy acá preocupado por la inflación*”, más que iniciar un verídico proceso de normalización como el implícito en los activos.
- Segundo, en BBVA consideramos que el proceso de normalización anunciado podría estar minimizando la relevante debilidad cíclica, la incertidumbre respecto a que hayamos tocado fondo, factores transitorios detrás del aumento de la inflación y un contexto internacional caracterizado por escasas presiones inflacionarias y riesgos negativos en actividad. Subponderamos las preocupaciones por desanclaje inflacionario o perdurabilidad inflacionaria producto de la alta inflación reciente.
- Subir la TPM en este contexto puede ser un paso en falso que podría tener que revertirse al poco andar, lo que implicaría tener que recortar la tasa una vez que la inflación ceda. Esto en tanto la economía no muestre recuperaciones relevantes o crezca a ritmos menores a los contemplados en el escenario base del BC que considera mayor tracción desde fines de este año, cosa que vemos de baja probabilidad. Todo lo anterior tendría implicancias en toma de posiciones respecto a lo observado en el precio de activos.
- ¿Cometen errores los Bancos Centrales en los países con los cuáles habitualmente nos comparamos? Eso es lo que revisamos en la siguiente sección de esta nota.

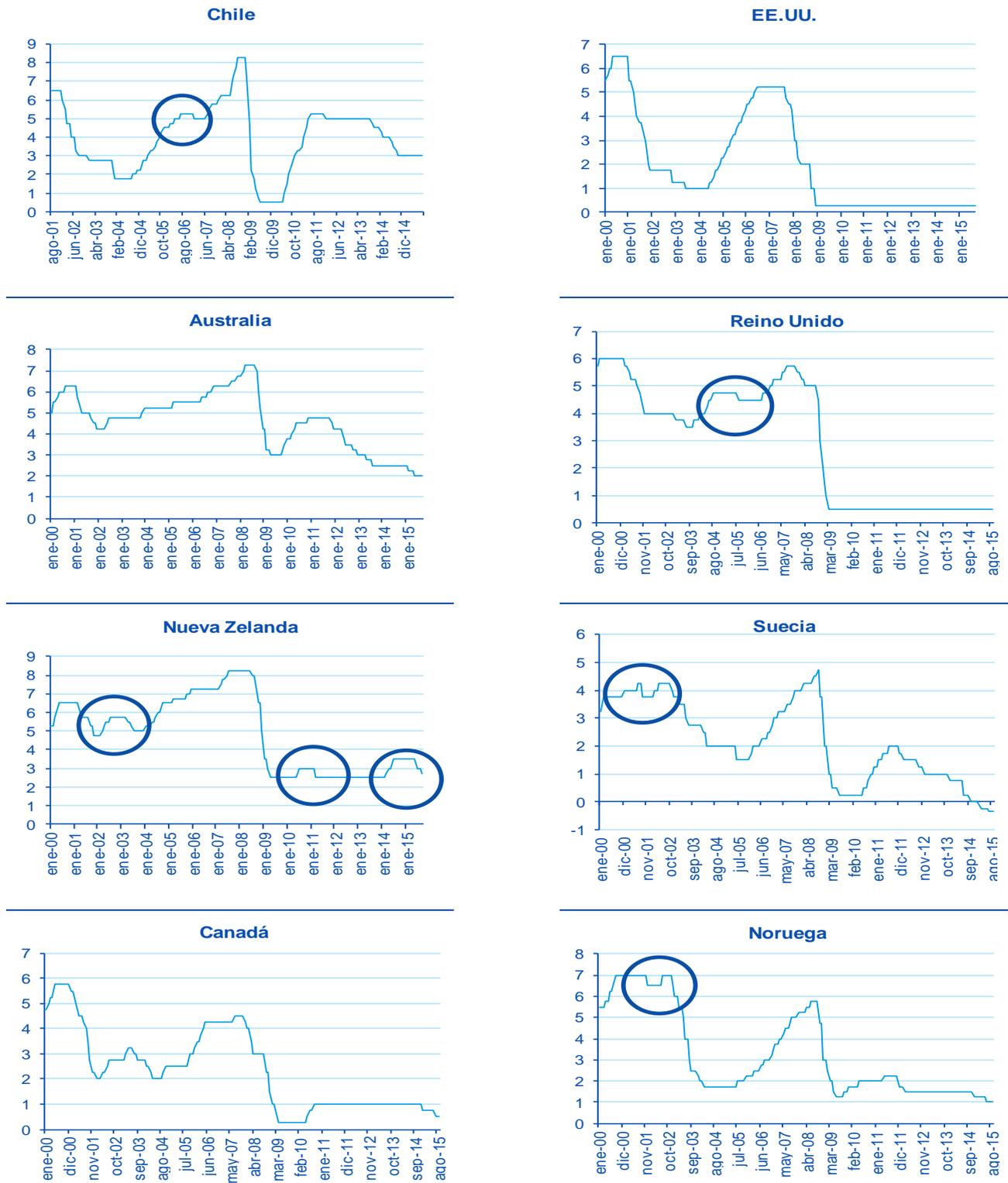
Errores de Política Monetaria: más frecuentes de lo aparente

- Lo primero que tenemos que hacer para identificar si han existido errores de política en una muestra de países es definir un error. Para la comparación escogimos un grupo de países con metas de inflación junto a EE.UU.
- Una primera opción para definir un error de política monetaria, muy compleja por cierto, sería observar si una decisión o una seguidilla de decisiones de política, se tradujo en una respuesta de la actividad económica y de la inflación más allá de lo deseado. Por ejemplo, si un proceso de alzas de tasas de interés llevó a un freno de la actividad y a una disminución de la inflación persistente y por debajo del objetivo de la autoridad monetaria. Esta definición es compleja, toda vez que sería necesario controlar por otras variables que permanentemente están afectando las variables macro, más allá de la política monetaria.

- Un enfoque más sencillo consiste simplemente en permitir que los datos indiquen cuándo se cometió un error y esto es precisamente lo que mostramos en esta nota. De acuerdo con este enfoque, se constata la existencia de un error cuando (i) se decide cambiar el signo de la política monetaria (por ejemplo pasar de una mantención prolongada a alzas) y (ii) la decisión debe revertirse en poco tiempo (bajar la tasa revirtiendo total o parcialmente las alzas anteriores). La clave para identificar que fue un error es que la reversión se hace en poco tiempo (menos de un año) de manera que esta difícilmente sea consecuencia de un cambio relevante del escenario macroeconómico.
- Tomando esta definición de error de política monetaria, revisamos la evidencia internacional y la experiencia reciente de Chile. En nuestro país, identificamos un claro error de política en enero de 2007, cuando después de un largo proceso de alzas de tasas de interés, se baja la TPM desde 5,25% a 5% y luego se debieron retomar las alzas tan pronto como en julio de 2007 (Ver Anexo).
- Entre los países de referencia encontramos un primer grupo de países en los cuales no es posible identificar errores de política en la historia reciente: este es el caso de EE.UU., Australia y Canadá (Ver Anexo).
- Pero también existen países que han cometido errores: Reino Unido (2005-2006), Suecia (2001-2002), Noruega (2002) y Nueva Zelanda (2002-2003; 2010-2011; 2014-2015) (Ver Anexo)
- Con todo, si bien no es común observar errores en la conducción de política monetaria en países con metas de inflación, estos existen y son parte de la historia reciente de países habitualmente considerados como referencia. Chile está dentro de este grupo tras cometer lo que puede calificarse como un error de política a inicios de 2007 y, en nuestra opinión, hoy es inminente el riesgo de cometer un nuevo error de política si se opta por iniciar un proceso de alzas de tasas que deba revertirse en el corto plazo. Por lo mismo, se abren espacios para evaluar posiciones que se beneficien de alzas menores a las contempladas en el precio de activos con el riesgo favorable, incluso de apoyo, ante recortes en la TPM que podría ser necesarios durante la primera parte del 2016.

Anexo 1

Evolución reciente de la TPM en países seleccionados (%)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

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 (highyieldsecurities) 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.