



BCCh Watch

7 de agosto de 2008

Minutas de la RPM: Preocupación por la credibilidad

- Las minutas incluyen un cambio en el diagnóstico del Banco Central respecto al desanclaje de las expectativas (se reconoce que están fuertemente desviadas), y al papel que tendrá que jugar la política monetaria (se admite que el crecimiento de la demanda interna ha ayudado a que el traspaso del shock inflacionario sea mayor).
- El tono de las minutas y los datos de crecimiento e inflación de esta semana confirman que lo más probable es que se de un incremento de 50 pb durante la reunión del jueves siguiente. Un incremento superior podrá ser considerado, pero será desechado.
- Continuamos pensando que la TPM llegaría al 8%-8,25% en septiembre y se mantendría ahí el resto del año.

De la minuta, se destacan dos elementos. El primero tiene que ver con la opinión generalizada por parte de los Consejeros acerca del peligro que supone el desanclaje en las expectativas de inflación. El que haya unanimidad a este respecto es importante, ya que incluso en el Informe de Política Monetaria del mes de mayo, el Banco Central mantenía que la mayor inflación esperada era en general producto del aumento en las primas de riesgo y de un incremento en la incertidumbre. Así, se concluía que existían factores que llevaban a pensar que las expectativas seguían alineadas a la meta. Sin embargo, las minutas de la reunión del mes de julio confirman que esta ya no es la visión del Consejo. En particular, se afirma que

“Algunos Consejeros agregaron que el aumento en estas expectativas constituía una seria amenaza para la convergencia inflacionaria, más allá de las legítimas dudas o incertidumbre acerca de la forma cómo se generan...”

Un consejero incluso afirma que el “evidente debilitamiento” del ancla que representan las expectativas para la política monetaria “...constituía el riesgo más serio que se enfrentaba.”

Ligado a lo anterior, el segundo punto a destacar es la preocupación de algunos de los consejeros respecto al poco efecto que los aumentos en las tasas han tenido sobre la inflación esperada. Así, uno de ellos afirma que

“... era posible que el aumento en las expectativas de inflación reflejara en parte una idea que se había

ido generalizando, respecto de que los eventos externos impedían el control de la inflación por parte del Banco.”

Por lo tanto, concluye otro (¿o el mismo?) Consejero que

“... le parecía que lo más creíble y más prudente era mantener un ritmo de aumentos fuertes en esta reunión, y de ser necesario también a futuro, hasta producir la convergencia deseada de las expectativas de inflación a la meta.”

Esto es especialmente significativo en el actual contexto, ya que las expectativas continúan fuertemente desancladas después de los elevados datos de inflación y actividad dados a conocer esta semana. Más aún, será difícil que en el mediano plazo estas expectativas se reduzcan sensiblemente en ausencia de un evento extraordinario, ya que efectivamente, el mercado parece convencido que el aumento en la inflación obedece a factores externos, fuera del alcance del Central. Por lo tanto, la pregunta aquí es si el BCCh seguirá la ruta arriba delineada por este Consejero (aumentar con fuerza la TPM hasta que las expectativas caigan).

Asimismo y relacionado a lo anterior, cabe preguntarse qué hará el Consejo en el futuro inmediato y si existe la posibilidad de que se decida por sorprender al mercado y elevar la TPM por un monto superior a los 50 pb. A este respecto, resulta importante destacar que los argumentos utilizados para justificar no aumentar la TPM en 75 pb se mantienen vigentes e incluso se han reforzado. Así, el Consejo valoró en la anterior reunión que un incremento por encima de la

expectativa del mercado podría llevar a una sobrereacción con efectos contraproducentes en el proceso de fijación de precios (por ejemplo, si empresas y familias valoraran dicha alza como prueba de que el Central espera un escenario de mayor inflación a la que ya descuenta el mercado). Asimismo, la incertidumbre respecto al futuro de la actividad en el entorno externo ha aumentado. Por lo mismo, se ha realizado una reducción en el precio del petróleo que de consolidarse podría hacer innecesarios mayores aumentos en la tasa. Finalmente, está el argumento del gradualismo y de que con un aumento de 50 pb, la TPM alcanzaría un incremento de 150 pb en apenas dos meses (tres reuniones). Así, uno de los Consejeros afirma que

“..., cierta dosificación del ajuste brindaba espacio para que las decisiones de crédito y gasto pudieran ser revisadas y ajustadas a la luz de las nuevas circunstancias, sin sobresaltos ni alteraciones indeseadas.”

Por lo tanto, creemos que lo más probable es que el Consejo considere nuevamente las mismas dos opciones presentadas en la reunión anterior: incrementos de 50 o 75 pb. Dado el tono de la minuta y los datos dados a conocer esta semana, nos inclinamos a pensar que el aumento será sólo de 50.

Hacia delante, nuestra previsión de inflación para agosto (0,8% m/m) coincide con el consenso dado a conocer hoy en la encuesta de expectativas económicas. Sin embargo, estimaciones preliminares sobre el nivel de actividad durante el mes de julio harían que nuestra previsión estuviera significativamente por encima de la que maneja el consenso (4,3%). De consolidarse este escenario es probable que el Banco Central tenga que aumentar tasas nuevamente en septiembre y en la misma proporción que en meses pasados (50 pb). De todas maneras, es probable que al llegar a niveles alrededor del 8%, el Consejo decida hacer una pausa, esperando tener más información respecto al efecto de anteriores alzas y permaneciendo atento a un entorno internacional cuyo deterioro podría agudizarse en los próximos meses. Respecto al primer punto, hay que recordar que la tasa de crecimiento del crédito al consumo continúa su descenso en términos reales, lo que ciertamente habla de condiciones más restrictivas para las familias. A esto hay que añadir el deterioro en los índices de confianza, el aumento en la tasa de inflación y la caída en los salarios reales. Las perspectivas de que las actuales condiciones lleven a una moderación en la demanda interna sin un ajuste adicional al ya esperado en la política monetaria sustentan nuestra visión de que la TPM se mantendría en el 8%-8,25% hasta final de año y después sólo bajaría en la medida en que las expectativas de inflación corrigieran a la baja.