

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

No hubo unanimidad en la decisión de mantener la TPM en 4% en la reunión del Banco Central de junio

Unidad Chile

No hubo unanimidad en la decisión pasada del Banco Central, situación que puede ayudar en algo a que el instituto emisor acelere el paso a un nivel menor de la TPM en el corto plazo

Ya en su primera reunión de política monetaria en febrero pasado, apareció un consejero –sin identificación– indicando que recortar 50pb. era una alternativa válida si era acompañada de un sesgo menos expansivo. El *staff* recomendaba opciones de mantención y recorte de 25 pb. Estimamos que el nuevo Consejero Pablo García (representante del ala PS/PPD), ya en su primera reunión, comenzaba a mostrar su diagnóstico algo menos optimista que el *staff* y resto del Consejo. Diferencias sutiles en un principio, pero que la mayor desaceleración han comenzado a acrecentar.

El Consejo del Banco Central tendría cierta disidencia relevante, pero más importante, la incapacidad de lograr acuerdos y consensos internos. Una relevante labor del Presidente del Banco Central es lograr consensos entre los consejeros de manera de entregar una señal de convicción al mercado cuando esto es posible. La unanimidad ha sido un activo cultivado desde que el Banco Central es autónomo. No es costumbre, como sí podría ser el caso para la Fed y otros bancos centrales, mostrar votos disidentes. La menor madurez del mercado chileno y el cuidado por la credibilidad del Instituto Emisor siempre han primado para empujar en lo posible votos de total consenso y evitar impactos estratégico y comunicacionales indeseados.

En la memoria solo podemos recordar la disidencia de Jorge Desormeaux en la RPM de enero 2007. En esa oportunidad, cuatro de los consejeros votaron por recortar la tasa en 25 pb. en tanto Jorge Desormeaux manifestó su decisión de mantenerla en 5,25%. ¿Qué pasó después? La TPM se mantuvo en 5% hasta junio 2007, pero comenzó a subir de manera acelerada desde julio en adelante hasta llegar a su máximo histórico el año siguiente. *Ex post*, ¿Jorge Desormeaux tuvo la razón? Más allá de evaluar la guerra luego de ocurrida, el voto de minoría tiene un componente informacional relevante, y probablemente da cuenta de que se podría estar pecando de excesiva prudencia.

Los argumentos del resto de los consejeros, parecen aludir a la prudencia. En alguna dimensión, algunos de ellos parecen privilegiar de manera más intensa la inflación pasada versus la inflación de mediano plazo. En efecto, cuando un consejero indica que “mientras no apareciera evidencia clara de que la inflación comenzará a desacelerarse”, no se inclinará por recortar la TPM. Cabe la duda de si estaremos siempre “detrás de curva” en tal paradigma para el quehacer de la política monetaria. Más aún, si ese es el nuevo paradigma, cabe cuestionar la más intrínseca de las misiones del Banco Central, preocuparse por la inflación en el horizonte de política monetaria.

Por otro lado, otro consejero indica textualmente que un recorte en esta reunión “*cuando se espera una mantención*” podría interpretarse como una cierta despreocupación por la inflación. Esta afirmación ya la hemos visto en reflexiones de meses previos y la hemos cuestionado, dado que afecta el fondo del quehacer de política monetaria **¿Las expectativas son guiadas por el Banco Central o guían al Banco Central? ¿Alguien cuestiona el enorme activo del BCCh referente a su total compromiso inflacionario?**

Es interesante que la composición dentro del Consejo, con tres consejeros representando el ala centro-izquierda política no hayan actuado de manera consensuada. Por un lado, ratifica el carácter eminentemente técnico del Consejo del Banco Central, y por otro, también evidencia que cada día parece ser menos necesario tener un Consejo de representatividad político partidista.

La última reflexión es la relevante preocupación respecto a que “es clave realizar un juicio certero sobre la capacidad de crecimiento de la economía”. Entendemos que la preocupación es el PIB tendencial que finalmente marca la convergencia y nivel de la TPM. Si efectivamente está la visión de un PIB tendencial más bajo que el 5%, levantado en junio 2012 por el Consejo en el IPoM de ese trimestre, entonces deberíamos actuar ahora de manera consistente, y no esperar un nuevo IPoM de septiembre que probablemente revelará el nuevo guarismo.

En el ámbito netamente económico, la Minuta no trae noticias distintas a las plasmadas en el IPoM. Se coloca algo más de preocupación sobre el empleo y generación de holguras en el mercado laboral, toda vez que la composición en la creación de empleo evidencia fragilidad, que debería seguir en los próximos meses llevando a desaceleraciones adicionales en el consumo privado.

Con todo, en BBVA Research seguimos proyectando, como lo hemos reiterado desde principios de año, que la TPM llegará a “a lo menos” 3,25%. Las sorpresas sobre nuestro escenario base han sido de mayor inflación y menor actividad, pero vemos como transitoria la inflación y como algo más persistente la caída en actividad. **Somos escépticos sobre la perdurabilidad del shock inflacionario reciente y, más aún, seguimos viendo que si tenemos sorpresas, éstas podrían ser desinflacionarias en los próximos meses.** Hoy es incluso posible justificar un nivel marcadamente inferior a nuestro objetivo de corto plazo para la TPM, pero por ahora, este *call* nos parece adecuado toda vez que las expectativas plasmadas en el precio de activos están lejos de convencerse de más de 2 recortes. Una vez alcanzado dicho nivel, y viendo la dinámica de crecimiento e inflación esperados, podríamos reevaluar recortes adicionales. **Por ahora, la dirección estaría clara para BBVA Research, con un recorte “a lo menos” de 25 pb. en la RPM de julio próximo. El no concretarlo solo lleva a que los ajustes en la TPM tengan que ser mayores en el futuro.**

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.