

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Minuta RPM: Banco Central levanta opción de alza de TPM

Unidad de Chile

La opción de alza que introdujo el *staff* del Banco Central en la última Reunión de Política Monetaria ha sido en alguna medida sorpresiva para el mercado. La demanda continúa débil en todos sus componentes. Sin embargo, ya la presentación que acompañó la reunión pasada venía con varias transparencias que hacían referencia al movimiento al alza que han tenido las expectativas inflacionarias de largo plazo. **Una preocupación por desanclaje inflacionario parece haber llevado a introducir una opción de alza que nos parece más bien un primer intento por contener la depreciación cambiaria.**

Algunas reflexiones

1. **El IPoM que se revelaría el próximo martes, no solo traería la nueva estimación de PIB potencial, sino también un sesgo alcista para la TPM.** No vemos un sesgo alcista más intenso que el levantado en el IPoM de marzo, toda vez que si bien la inflación ha sido algo mayor, la actividad ha decepcionado las proyecciones del mismo Banco Central. Sin embargo, debemos reconocer que existe el riesgo de que el Banco Central entregue un camino para la TPM algo más agresivo hacia el segundo semestre que lo contemplado en el IPoM de junio.
2. **Si el problema reside en el tipo de cambio y su impacto inflacionario, la eventual solución debería estar en contener su depreciación, y consideramos que subir la TPM para aquello podría deprimir aún más la demanda interna y, finalmente por ese camino, llevar a castigos idiosincráticos mayores sobre el peso a mediano plazo.** Este argumento que parece razonable se encuentra con el escollo de la falta de credibilidad para realizar una intervención.
3. **En efecto, la estrategia de introducir un alza en la TPM como opción revela con claridad que una intervención cambiaria con venta de USD no sería parte de las alternativas viables por ahora, y debería ser interpretado por el mercado como una reducción de la probabilidad de intervención en el corto plazo.** La principal razón podría estar en el actual bajo nivel de reservas internacionales que llevarían a poner en jaque el éxito de la intervención, y de paso la credibilidad del Banco Central.
4. **El mayor beneficio de introducir una opción de alza de TPM vs intervenir en el mercado cambiario es la virtud de rápida reversión de la acción.** Intervenir en el mercado cambiario tiene no solo costos directos, sino también amarres temporales superiores a los de introducir una opción al alza que luego puede eliminarse fácilmente de darse las condiciones de mercado apropiadas. Amenazar con alza es “más barato” y revertible que entrar de lleno en un proceso de venta de USD o papeles denominados en USD, y de costos muy similares a los de una intervención cambiaria verbal. Si este fuera el “*rationale*” del Banco Central, también habría un implícito reconocimiento a la baja probabilidad que tiene una intervención cambiaria.
5. **No es gratis para los precios de activos la estrategia de introducir una opción de alza, y deberá ser explicada con mayor detención en el IPoM y por el Consejo en lo próximo.** Las consecuencias de introducir la opción de alza, en un contexto internacional donde las alzas de tasas estarían muertas o de parranda en economías emergentes e incluso en EE.UU., exacerba los impactos al alza sobre tasas de interés locales. Es esperable un ajuste relevante en las tasas de interés de corto plazo como también en tasas *swaps*.
6. **El impacto cambiario debería ser transitorio, no muy distinto al de una intervención cambiaria.** No esperamos impactos permanentes sobre el tipo de cambio de la introducción de la opción de alza. Si la presión depreciativa sobre economías emergentes vuelve, será difícil que el peso logre contenerla de manera relevante, y en esas circunstancias existe un riesgo relevante de que el Banco Central concrete un alza en la TPM empeorando el escenario de actividad, con nulos logros apreciativos sobre el peso más allá del muy corto plazo, dejando la economía con mayores

presiones inflacionarias a mediano plazo ante el deterioro que alzas en la TPM tendrían sobre la demanda interna.

7. **Las minutas dejan en evidencia que uno de los Consejeros no compartió la opción de subir la TPM en 25 pb. y cuestionó que esta opción debiese ser considerada por un potencial desanclaje de expectativas, en línea con lo que señalamos en los párrafos anteriores.** Señaló que incorporar esta opción podría dar a entender que el BC estaba preparando el terreno para subir tasas en el corto plazo (como efectivamente se está interpretando hoy) lo que calificó como un diagnóstico prematuro y errado. Su principal argumento fue que debía haber un correlato entre incomodidad respecto del nivel del tipo de cambio, que no había en el Consejo al momento de la reunión, y el riesgo de desanclaje de expectativas **¿Quién habrá sido este Consejero del que sus reflexiones nos parecen interpretar más de cerca?**
8. **El Banco Central podría estar comenzando a hacer aún más difícil la recuperación de la actividad. Existe un riesgo no despreciable de tener un error de política monetaria que haga más tortuosa y dolorosa la recuperación. La política monetaria requiere mayor permisividad inflacionaria en esta coyuntura, y sólo actuar si existe un evidente riesgo de desanclaje que en BBVA Research no compartimos.** Nuestro escenario base contempla mantenciones de la TPM durante los próximos meses.

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.