



# BCCh Watch

29 de agosto de 2008

## Minuta de la RPM del mes de agosto

- La minuta confirma el mensaje más agresivo de la reunión pasada.
- Nuestras previsiones de inflación y actividad harían que el Banco Central tuviera que aumentar nuevamente en 50 pb la TPM durante la reunión del mes de septiembre (jueves 4).
- La minuta apunta a que aunque nuevamente será considerado un aumento de 75 pb, el Consejo piensa que por el momento, incrementos de 50 pb parecen adecuados.
- Esperamos que aparte de este incremento, el BCCh tenga que aumentar la tasa nuevamente en octubre (50 pb). De ahí en adelante, el escenario se vuelve más incierto. La TPM acabaría el año en 8,75%, aunque la probabilidad de aumentos adicionales se ha elevado.
- Un factor que limitaría el alza de tasas sería la extensión del período de intervención cambiaria manteniendo el mismo objetivo de acumulación de reservas.

De la minuta, se destacan dos elementos. El primero tiene que ver con la opinión generalizada de que serán necesarias alzas en los próximos meses para combatir la inflación. Esta noción se basa en un diagnóstico que hasta hace poco no había sido compartido y que apunta a que una buena parte de la sorpresa inflacionaria de los últimos meses pasa por el crecimiento de la demanda interna. Así, varios de los consejeros quisieron dejar de manifiesto que se han dejado atrás los aumentos preventivos en la tasa de interés y que el actual ciclo de incremento en tasas no va a parar sino hasta que se vea una mejora importante en dos factores clave: las expectativas de inflación y el crecimiento del gasto doméstico.

El peligro aquí es que dado un escenario internacional volátil e incierto, la convergencia de las expectativas hacia niveles congruentes con la meta puede necesitar de ajustes bruscos en la economía doméstica. De hecho, uno de los consejeros afirma que

“..., bajar la inflación sin un ajuste de la demanda interna no era creíble”.

Mientras que otro, de manera más contundente, agrega que era importante aclarar (en los comunicados, minutas, etc.) que

“..., si las expectativas de inflación eran mayores que la meta, sería necesaria una brecha de actividad más negativa para cumplir el objetivo de inflación”.

Por lo tanto, otro consejero afirma que se necesita

“..., un manejo de la demanda agregada que generara una brecha negativa, acotada y prudente.”

Estos mensajes apuntan a que el Banco Central hará todo lo que sea necesario para rescatar la credibilidad perdida. Lo anterior son malas noticias para la actividad, sobre todo hacia 2009.

Además del consenso en la necesidad de futuras alzas, parece que también lo existe respecto a la forma en que se ha de implementar la política monetaria durante los próximos meses. En particular, queda claro de las minutas que los aumentos seguirán siendo de 50 pb. De esta manera, los consejeros agregaron que en lugar de realizar incrementos en la TPM por encima de lo esperado por el mercado

“...,parecía más prudente y más creíble mantener un ritmo de aumentos fuertes hoy y a futuro, hasta producir la convergencia deseada en las expectativas”

Dados estos antecedentes y nuestras previsiones de inflación para el mes de agosto (1,1% m/m) y actividad para julio (5,0% a/a) esperamos un nuevo aumento de 50 pb en la reunión del jueves siguiente. Asimismo, las presiones de inflación continuarán en septiembre (0,8% m/m), mientras que la inercia de la economía apunta a que no habrá una desaceleración importante en los próximos dos meses. Por lo

tanto, creemos que habría otro aumento de 50 pb en la reunión de octubre.

Hacia adelante, el panorama se vuelve más incierto, ya que a partir de octubre es probable que comience a darse un sesgo a la baja sobre la inflación producto de la reducción en el precio internacional del petróleo y la baja en el impuesto a las bencinas. Adicionalmente, se contará con datos sobre el impacto del alza de tasas sobre la provisión de crédito. Aquí, hay que recordar que durante los últimos meses, los agregados monetarios y el financiamiento bancario han tenido caídas importantes. Más aún, un entorno externo un poco más incierto podría hacer que se consolidara una caída mayor a la ya observada en el precio de las materias primas.

Finalmente, otro de los factores que será clave para determinar hasta dónde llegará la TPM será la mantención de la intervención cambiaria. La decisión de política monetaria del mes de septiembre probablemente será la última oportunidad para modificar dicho proceso obteniendo el máximo beneficio en términos inflacionarios. Al comprometerse con la intervención, el Banco Central ha hecho explícita su preferencia por elevar las tasas de interés más de lo necesario, en vez de permitir la apreciación moderada del tipo de cambio. Si bien es cierto que una buena parte de la debilidad del peso tiene que ver con la reciente fortaleza del dólar a nivel internacional, el actual sesgo de la política monetaria justificaría un tipo de cambio más apreciado. En particular, creemos que de modificarse la manera en la que interviene el Banco Central, el dólar podría retornar a niveles alrededor de los 490-500 pesos, dándole un respiro a la autoridad monetaria en su lucha contra la inflación.

Dado que la principal razón argumentada para realizar la intervención cambiaria fue la necesidad de incrementar las reservas internacionales, una salida que complicaría de menor manera la credibilidad del Central sería la ampliación del plazo para acumular los 3 mil millones de dólares restantes. Esto, se podría decir, debido a que las condiciones en las cuales se realizó la intervención en abril no son las mismas hoy en día. En particular, las acciones de la Reserva Federal han hecho que el riesgo de ocurrencia de una crisis de impactos negativos y elevados a nivel mundial haya disminuido considerablemente. Por lo tanto, el Banco Central podría ponerse como objetivo la compra de los dólares faltantes en un horizonte mayor al período septiembre-diciembre.