

## Chile | Política monetaria: migrando hacia la neutralidad

Hermann Esteban González

[Diario Financiero \(df.cl\)](#)

Tal como era posible anticipar, el IPoM de marzo nos entregó una serie de cambios relevantes respecto de lo proyectado hace solo tres meses. Un significativo ajuste a la baja en la proyección de crecimiento para este año, una lectura de menor impulso externo y también menores presiones inflacionarias configuraron un escenario que para el Consejo sería consistente con solo un alza más de tasas de interés de 25 puntos base este año, una menos de lo proyectado en diciembre.

Adicionalmente el Banco Central evaluó que el balance de riesgos para la actividad estaba equilibrado, pese a que abundan a lo largo del Informe los factores que podrían llevar a una velocidad de recuperación más frágil que la proyectada. De igual forma, hacia el próximo año estimamos más probable un crecimiento en el piso del rango de 2% a 3%, aunque tomando de la minuta de la reunión de marzo las palabras de un Consejero, esta cifra es “especialmente incierta dada la lejanía del 2017”.

Pese a considerar una depreciación del tipo de cambio en el horizonte de política, la proyección de inflación a fin de año del IPoM se corrigió a la baja y, más importante aún, se anticipó una inflación subyacente (sin alimentos ni energía) de solo 2,6% en el horizonte de política, lo que confirma las muy reducidas presiones inflacionarias con las que se quedaría la economía una vez que salgan de la base el shock cambiario y las alzas de impuestos, ¿qué pasará si el peso no se deprecia como se proyecta? Por cierto que la inflación cedería más rápido de lo previsto.

¿Es coherente este escenario con la mantención de un sesgo contractivo para las futuras decisiones de política monetaria? Estimamos que no. Solo con la información del IPoM anticipamos que el próximo paso sería moderar el sesgo, lo cual ocurriría a más tardar en el informe de junio, siempre y cuando se materializara algunos de los riesgos que visualizamos sobre el escenario base del Banco Central. En concreto, estimamos que la proyección de crecimiento para el primer semestre de este año es bastante conservadora, por lo que no esperamos decepciones por este lado. Sí vemos riesgos de que la inflación sorprenda por abajo y que el tipo de cambio no se deprecie como se previó en las proyecciones del IPoM. Con estos antecedentes señalamos que veíamos atractivo posicionarse en la parte corta de la curva nominal, idea que reforzamos tras la publicación de las minutas de la reunión de marzo.

Las minutas nos entregaron una relevante pieza de información al puzzle de política monetaria, al revelar el intenso debate que hubo al interior del Consejo respecto de modificar o no el sesgo contractivo de la decisión. Con un Consejero convencido de la necesidad de haberlo hecho en esa ocasión, otro que estimó que no era recomendable hacerlo a pocos días de publicar el IPoM, pero que era necesario y dos abogando por mantenerlo, finalmente se optó esta última opción. Sin embargo, estimamos que en la reunión de abril el Banco Central migrará ya sea a una moderación del sesgo contractivo o directamente a la incorporación de un sesgo neutral, opciones que aún no han sido recogidas por el precio de los activos.

Tal como era posible anticipar, el IPoM de marzo nos entregó una serie de cambios relevantes respecto de lo proyectado hace solo tres meses. Un significativo ajuste a la baja en la proyección de crecimiento para este año, una lectura de menor impulso externo y también menores presiones inflacionarias configuraron un escenario que para el Consejo sería consistente con solo un alza más de tasas de interés de 25 puntos base este año, una menos de lo proyectado en diciembre.

Adicionalmente el Banco Central evaluó que el balance de riesgos para la actividad estaba equilibrado, pese a que abundan a lo largo del Informe los factores que podrían llevar a una velocidad de recuperación más frágil que la proyectada. De igual forma, hacia el próximo año estimamos más probable un crecimiento en el piso del rango de 2% a 3%, aunque tomando de la minuta de la reunión de marzo las palabras de un Consejero, esta cifra es “especialmente incierta dada la lejanía del 2017”.

Pese a considerar una depreciación del tipo de cambio en el horizonte de política, la proyección de inflación a fin de año del IPoM se corrigió a la baja y, más importante aún, se anticipó una inflación subyacente (sin alimentos ni energía) de solo 2,6% en el horizonte de política, lo que confirma las muy reducidas presiones inflacionarias con las que se quedaría la economía una vez que salgan de la base el shock cambiario y las alzas de impuestos, ¿qué pasará si el peso no se deprecia como se proyecta? Por cierto que la inflación cedería más rápido de lo previsto.

¿Es coherente este escenario con la mantención de un sesgo contractivo para las futuras decisiones de política monetaria? Estimamos que no. Solo con la información del IPoM anticipamos que el próximo paso sería moderar el sesgo, lo cual ocurriría a más tardar en el informe de junio, siempre y cuando se materializara algunos de los riesgos que visualizamos sobre el escenario base del Banco Central. En concreto, estimamos que la proyección de crecimiento para el primer semestre de este año es bastante conservadora, por lo que no esperamos decepciones por este lado. Si vemos riesgos de que la inflación sorprenda por abajo y que el tipo de cambio no se deprecie como se previó en las proyecciones del IPoM. Con estos antecedentes señalamos que veíamos atractivo posicionarse en la parte corta de la curva nominal, idea que reforzamos tras la publicación de las minutas de la reunión de marzo.

Las minutas nos entregaron una relevante pieza de información al puzle de política monetaria, al revelar el intenso debate que hubo al interior del Consejo respecto de modificar o no el sesgo contractivo de la decisión. Con un Consejero convencido de la necesidad de haberlo hecho en esa ocasión, otro que estimó que no era recomendable hacerlo a pocos días de publicar el IPoM, pero que era necesario y dos abogando por mantenerlo, finalmente se optó esta última opción. Sin embargo, estimamos que en la reunión de abril el Banco Central migrará ya sea a una moderación del sesgo contractivo o directamente a la incorporación de un sesgo neutral, opciones que aún no han sido recogidas por el precio de los activos.