

Chile | ¿Cuánto tiempo más es sostenible un sesgo contractivo en la política monetaria?

Hermann Esteban González

Diario electrónico El Mostrador (elmostrador.cl)

Una de las diferencias que contendrá el IPoM de junio respecto de informes previos será que el rango de crecimiento para este año no se revisará a la baja, a diferencia de lo que ha pasado en 14 de los últimos 15 informes.

Finalmente el titular de prensa del día siguiente no será la corrección a la baja del PIB, aunque no porque la economía esté particularmente dinámica, sino por la sorpresa positiva del primer trimestre y porque la proyección hecha en marzo fue lo suficientemente pesimista como para soportar los cambios negativos que han experimentado desde entonces los principales determinantes de la demanda agregada.

El diagnóstico del informe debiese considerar que la proyección de crecimiento para el año no difiere mayormente de la que se tenía hace tres meses, sin embargo, esto no quiere decir que nada haya pasado. Por un lado, el crecimiento del primer cuarto del año sorprendió significativamente al alza al Banco Central, en casi un punto porcentual, e impulsado por el buen desempeño del sector agrícola -según consta en la minuta de la reunión de política monetaria de mayo-. Por otro lado, en el margen estamos observando un debilitamiento adicional de la demanda agregada y sus determinantes.

La proyección de inversión es posible que se revise a la baja de la mano de los cambios en el catastro de proyectos que se han vuelto a ajustar en esa dirección, especialmente en lo que respecta a minería, y en un contexto en que las expectativas de los empresarios se mantienen notoriamente deprimidas. Por el lado del consumo privado, la principal noticia es el debilitamiento más rápido de lo previsto que está evidenciando el mercado laboral. Si en algún momento el bajo desempleo y el crecimiento de las remuneraciones eran considerados un riesgo para la inflación, estos elementos han perdido fuerza de forma significativa en los meses recientes y ciertamente esto ha tomado por sorpresa al Instituto Emisor. Bajísimos niveles de confianza y condiciones de crédito más ajustadas, se suman a este preocupante panorama.

En el ámbito externo, nuevamente las noticias no han sido positivas y los riesgos siguen sesgados a la baja. Es posible que la Fed sorprenda a los mercados con un retiro del estímulo monetario más rápido de lo anticipado, generando nuevos episodios de volatilidad y de aumento de la aversión al riesgo; los términos de intercambio se han deteriorado dada la trayectoria divergente de los precios del cobre y el petróleo; la sostenibilidad del crecimiento de China continúa generando gran incertidumbre; la recesión de Brasil está siendo más severa de lo previsto y en Europa la votación del Brexit no hace más que agregar ruido a este incierto escenario internacional.

En este contexto y dado el largo período que aun nos separa de 2017, es posible que el IPoM mantenga el rango de crecimiento entre 2% y 3%, aunque claramente los riesgos están sesgados a la baja. En BBVA estimamos que difícilmente la economía podrá alcanzar el piso de dicho rango y, en consecuencia,

proyectamos que la inflación se mantendrá gran parte de 2017 bajo 3%, lo que se traduce en riesgos relevantes de que la política monetaria deba incluso aumentar su expansividad el próximo año. Para ser claros: en escenarios de riesgo, no descartamos que sea necesario recortar la tasa de política monetaria el próximo año.

En lo que respecta a la visión inflacionaria y a su principal determinante en los últimos años, el tipo de cambio, si bien es posible que veamos el dólar visitando niveles de \$700 en episodios de mayor volatilidad externa, estimamos que gran parte del ajuste cambiario habría finalizado. Por su parte, la proyección de inflación a diciembre que tenía el IPoM de marzo era consistente con una depreciación del peso, por lo que el alza del dólar durante mayo no debiese generar cambios en la inflación prevista para el año. En lo que respecta a otros determinantes de la inflación, el mayor precio del petróleo está siendo contrarrestado por una demanda interna más débil con evidentes implicancias desinflacionarias.

Dado que la inflación ha comenzado a converger paulatinamente hacia el rango de tolerancia de la meta, las expectativas de inflación se mantienen ancladas y los riesgos de mayor persistencia inflacionaria han decrecido, parece sensato eliminar en este IPoM toda referencia a subir la TPM en el corto plazo. La minuta de la reunión de mayo dio un gran paso en esta dirección al considerarse como única opción de política monetaria mantener la tasa en 3,5% y discutirse ampliamente la opción de abandonar el sesgo contractivo en esa reunión.

Tal como venimos señalando casi majaderamente en los últimos meses, nos parece que el momento más apropiado para moverse hacia un sesgo neutral es el IPoM de junio, dado que este informe considera una revisión integral del escenario macroeconómico y marcará de alguna forma el accionar del Banco Central al menos durante los siguientes tres meses. La opción de mantener el sesgo contractivo y continuar manteniendo la TPM en 3,5% nos parecería incoherente. Hacerlo pondría en entredicho la palabra del Instituto Emisor, dados los claros antecedentes que apuntan a un crecimiento que se mantendrá débil en los próximos trimestres y una inflación que seguirá convergiendo a la meta de 3% o bajo ese valor en el transcurso del próximo año.