

## Chile | Banco Central aún detrás de la curva

Hermann Esteban González

### Diario Financiero (df.cl)

El Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio planteaba que en el horizonte de proyección serían necesarias alzas adicionales de la tasa de política monetaria (TPM), a un ritmo similar al que se deducía del precio de los activos financieros. Es decir el supuesto de trabajo era que la tasa subiría en 25 puntos base una vez a fin de año o inicios de 2017 y otra vez en un plazo algo superior a un año. Consistente con ese supuesto, las decisiones de política monetaria de junio y julio mantuvieron un sesgo contractivo, pese a que desde mayo la única opción relevante de política de acuerdo a la División de Estudios del Banco Central era mantener la tasa en 3,5%.

¿Qué ha pasado desde entonces? El escenario macro ha cambiado sustancialmente en diversas dimensiones respecto del diagnóstico hecho por el Banco Central y que ciertamente no compartimos en su momento. Por el lado de la actividad, el crecimiento del segundo trimestre decepcionó y las proyecciones para este año y el próximo se han seguido ajustando a la baja. Para 2017 el consenso estima un crecimiento de 2% que es el piso del rango proyectado en el IPoM de junio. Es probable que el IPoM de septiembre, siguiendo al mercado, incluya un ajuste a la baja en la proyección de crecimiento para el próximo año. Menos de medio punto de corrección sería insuficiente para satisfacer las expectativas y corre el riesgo de ser calificado de optimista o poco realista.

La inflación ha continuado convergiendo a la meta. En este proceso y en el ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias, ha sido fundamental la caída cercana a 6% del tipo de cambio, gatillada en gran medida por la intensificación de la búsqueda de retornos tras el Brexit que ha resultado muy conveniente para las operaciones de carry trade hacia economías emergentes con tasas de interés consideradas altas.

De acuerdo con las últimas encuestas a operadores financieros y analistas, cerca de la

mitad de los encuestados espera que la inflación se ubique bajo 3% en un horizonte de 13 a 24 meses y el decil nueve (techo) de las proyecciones de inflación a 23 meses se ubica en 3%. Es decir, claramente si miramos hacia delante la economía no enfrentaría un problema de inflación y, por el contrario, los riesgos que se vislumbran en esta materia son de un desanclaje a la baja de las expectativas. Cabe preguntarse si el Instituto Emisor reaccionará de manera simétrica en esta oportunidad a cuando diagnosticó, erradamente desde nuestro punto de vista, riesgo de desanclaje al alza a mediados del 2015.

El Consejo del Banco Central optó por cambiar el sesgo contractivo de la política monetaria a uno neutral en su última reunión, haciendo eco de las expectativas de los agentes y los precios de los activos que deducían con claridad que el escenario no estaba para nuevas alzas. El Banco Central estuvo detrás de la curva en lugar de liderar la formación de expectativas, pero aún tiene tiempo para enmendar el camino. Aquellos que poco valor dan a la formación de precios (seguidores) ya han comenzado a transmitir en la frecuencia de no más alzas (simplemente porque su función de reacción es imitar al Banco Central), en tanto los líderes reflexionan sobre la necesidad de más estímulo monetario.

¿Optará el Banco Central por suscribir la necesidad de dar más estímulo? ¿O será el mercado el que tendrá que moderar sus expectativas de estímulo monetario? Nos inclinamos por la primera opción. Hasta ahora, los datos nos han dado la razón.