

Chile | Gracias, pero no tanto ni tan rápido...

Jorge Selaive Carrasco

[Diario Pulso \(pulso.cl\)](#)

SI ESTADOS UNIDOS continúa mostrando crecimiento, el dólar permanecería apreciado e incluso podría ganar aún más valor, superando particularmente a monedas de exportadores de commodities afectados por la denominación en dólares de sus exportaciones. Nunca parece irles bien a los exportadores de commodities cuando el dólar se aprecia a pesar del favorable efecto expansivo que genera la depreciación de sus monedas.

La flexibilidad cambiaria es un activo valioso para aprovechar el crecimiento de la economía americana, pero insuficiente. El menor ingreso real en dólares pasa su cuota de castigo a la demanda interna a pesar de un mayor crecimiento americano.

La discusión internacional que ha permeado localmente se ha centrado en la fecha de la primera alza por parte de la Fed, pero aquello no captura adecuadamente la pregunta de fondo que parece estar en la pendiente de crecimiento de EEUU. Es ahí donde las miradas deberían focalizarse. La Fed se encamina, luego de una década, a dar el primer paso de normalización de la política monetaria.

¿Significa aquello que EEUU seguirá con un crecimiento fuerte como en otros ciclos apreciativos del dólar? Surgen dudas para cuestionar al consenso. El crecimiento del mercado laboral es heterogéneo, los cuestionamientos sobre la calidad del empleo abundan, y varios sectores cíclicos esencialmente no crean trabajo.

Distinto a otros ciclos de normalización, esta vez el resto del mundo se encuentra enfrentado a dilemas de crecimiento cíclico e incluso a cuestionamientos de crecimiento estructural. Para EEUU la apreciación del dólar que se inició a mediados del 2011 ha causado daño, que parece evidente en la industria manufacturera.

Aunque el consumo privado ha recuperado dinamismo, quizá en parte gracias a la misma apreciación del dólar y la deflación global, tanto inversión privada como gasto de gobierno estarán ausentes en este ciclo de normalización, mientras ganancias de productividad siguen esquivas. La economía americana puede dar señales de desgaste durante los próximos meses, y con ello emerger decepciones a expectativas demasiado optimistas que se han incubado en lo reciente. Aquello consolidaría una pendiente muy menor para la tasa de interés por parte de la Fed.

Condiciona la evolución de la inflación en economías emergentes, podrían abrirse espacios para acciones ortogonales de las políticas monetarias de economías exportadoras de commodities, fenómeno que no hemos visto en ciclos anteriores de apreciación del dólar. Mientras el consenso aún mire con buenos ojos a la economía americana, no cabe más que esperar que la fortaleza del dólar continúe. Sin embargo, es en este momento donde la institucionalidad macroeconómica chilena entrega sus frutos.

LA PREOCUPACIÓN sobre desanclaje inflacionario es evidentemente un importante tecnicismo. Sin embargo, un efectivo desanclaje inflacionario solo tiene cabida en nuestro marco institucional en presencia de un crecimiento robusto. Los agentes siempre pensarán en reversión al centro del rango meta, aun con sorpresas inflacionarias mayúsculas, cuando la economía crece bajo potencial, el gasto fiscal se encuentra enmarcado en la regla de balance estructural (creciendo alrededor de 4,6% real en 2016), y se considera de

consenso que el principal responsable inflacionario es el ajuste cambiario, necesario para hacer frente al desafío de recuperar crecimiento a mediano plazo.

Atacar un aumento marginal de las expectativas inflacionarias subiendo la tasa de instancia solo empeoraría el escenario económico e inflacionario a los pocos meses. Acabamos de ver esa política de caipiriña como para beber de ese elixir. Realizar una intervención cambiaria es un camino intermedio que no puede descartarse y que está contemplado dentro de las herramientas de política económica.

Coyunturalmente, amarraría temporalmente la política monetaria, pero por fortuna nos encontramos con un creíble sesgo neutral que es consistente con una estrategia para alinear, de ser necesario, el tipo de cambio hacia fundamentales. Aún estamos a cierta distancia para justificar una intervención cambiaria cuantitativa, y probable como justificadamente veremos primero intervenciones verbales.

Mal que mal, se requiere la mayor flexibilidad cambiaria durante el mes de septiembre que se avecina. Si tenemos suerte, puede que pronto la economía americana comience a dar señales de agotamiento, pero en cualquier caso una intervención esterilizada parece no ser una acción recomendable al igual que su homóloga no esterilizada.

No contamos con suficientes reservas como realizar una acción cuantitativa creíble en términos cambiarios sin castigar ex post mayúsculamente la probabilidad de crisis, altamente correlacionada con la razón reservas internacionales a deuda de corto plazo; ya hoy, marginalmente, las reservas internacionales no cubren la totalidad de la creciente deuda externa de corto plazo residual. La vieja emisión de deuda pagadera en dólares e incluso sofisticaciones a través de derivados serían, de ser necesario, estrategias de mejor combinación costo-beneficio.