

## Chile | Paso en falso en política monetaria

Jorge Selaive Carrasco

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

EL BANCO Central ha indicado que comenzará a retirar el elevado estímulo monetario. La labor estimulativa ha sido activa, aunque creo que tuvimos espacio para colocar la TPM en niveles inferiores a los actuales a fines de 2014, lo que habría dado grados adicionales de flexibilidad y convicción a los pasos de la política monetaria hoy día.

Efectivamente la inflación esta alta, mirada desde el punto de vista de bienes y servicios, pero debe colocarse el juicio respecto a si efectivamente refleja presiones de demanda y propagación relevantes perdurables de no mediar alzas en la TPM. Parte no menor de la inflación estaría explicada por la depreciación del peso y otros factores de oferta, algo que puede calificarse como normal y esperable. Alzas en perecibles superiores a las usuales, traspasos impositivos y aumentos rezagados de tarifas eléctricas explican en su conjunto una porción no menor de la inflación sobre 3%. Retirar estímulo para impedir la propagación podría tener justificación, pero a costa de empleo y consumo privados, cuya re-dinamización ansiamos.

Pero inflación alta por mucho tiempo puede generar desanclaje. Otra verdad cuestionable. Las metas de inflación se introdujeron tempranamente en Chile y, por lo mismo, tenemos ahorros en credibilidad superiores al promedio como para iniciar procesos de alzas en conjunto con países con una historia más reciente de metas. El consumidor y los agentes financieros están en una parte no menor bien domesticados respecto de la credibilidad del Banco Central. Ahora bien, si comenzamos a cuestionar esa credibilidad, entonces tiramos por la borda una herencia construida por hacedores de política en muchos años. El Banco Central debería ser el último en alimentar profecías que se hacen autocumplidas, cuestionando su propia credibilidad. El desanclaje no se anuncia, anticipa o profetiza. Contra el desanclaje se actúa de manera inmediata, pues al profetizarlo se termina siempre con política monetaria "detrás de la curva" y el desanclaje nunca termina. Las minutas, presentaciones, IPoM y discursos son todos medios de comunicación con los agentes, y que el tema desanclaje haya sido levantado en la minuta y no el IPoM no justifica un error que considero estratégico para la política monetaria. La propagación inflacionaria es un animal alimentado de percepciones y señales que entrega la autoridad.

Afortunadamente, la evidencia no respalda preocupación inflacionaria relevante en las encuestas a consumidores, pero sí algo en la EEE y la EOF, más influidas por los mensajes inflacionarios del mismo Banco Central. Los hogares tienen una visión consistente que internaliza la influencia desinflacionaria de la débil demanda presente y esperada.

SI EL BANCO Central comienza un proceso de normalización, no es descartable que tenga que devolver parte del estímulo. La convicción para subir la TPM solo podría darse con grados mayores de certidumbre respecto a que se ha tocado fondo en actividad. Aquello en el margen se alimenta de señales provenientes de las confianzas, mercado laboral y gasto público que no apuntan en esa dirección. Crecer bajo 2,5% en 2016 se estaría transformando paulatinamente en el escenario base, al igual que ver decaimientos suaves pero persistentes de la inflación ante el agotamiento de la apreciación global del dólar. Si se sube la tasa (no importa cuánto), debemos consignar desde ahora que se levanta la probabilidad de un paso en falso, que termine dañando credibilidad e inyectando volatilidad innecesaria a los hogares.

¿Es tan elevado el estímulo monetario? Aquel diagnóstico taxativo (“reducir el elevado estímulo monetario actual”) que realiza el Banco Central es enteramente cuestionable. Al menos conjugarlo de manera condicional habría sido esperable de un organismo técnico toda vez que ese supuesto presenta bastante (superior a la usual) incertidumbre. En efecto, si lo miramos desde el punto de vista de la TPM neutral, no existe claridad que la TPM neutral se ubique tan solo marginalmente bajo 5% como parece ser el supuesto de trabajo. Distintos modelos y aproximaciones, junto a supuestos de trabajo de tasas externas, pueden llevar incluso a que la TPM neutral podría estar bajo 4%. En ese caso, hablar de “elevado” estímulo monetario es un adjetivo cuestionable. Más aún, subir la TPM a niveles cercanos a 4% como ha señalado el último IPoM podría dejar la TPM en niveles neutrales que pueden ser leídos como consistentes en el largo plazo con el PIB en su nivel potencial. ¿Estaremos con PIB en potencial (incluso si este es 3%) en los próximos trimestres? No tenemos claridad y, por lo tanto, no deberíamos encaminarnos con convicción a niveles neutrales para la TPM.

Aquí parece haber un caso para “wait and see”, que no sería compartido por la autoridad. Cabe esperar entonces un no descartable paso en falso o un inicio de alzas interruptus que podría comenzar tan pronto como en octubre. Habría que colocar una ficha en el tobogán de tasa de política, y debemos desde hoy reconocer que estaban dadas las condiciones para esperar y construir un camino menos volátil.