

## LA COLUMNA DE...



**JORGE SELAIVE**  
 ECONOMISTA  
 JEFE SCOTIABANK,  
 ACADEMICO FEN U.  
 DE CHILE

## Política monetaria en la última milla

La política monetaria enfrenta desafíos. Difícil compararlos con aquellos posteriores a los retiros de fondos de pensiones que llevaron la inflación anual sobre 14%. En ese momento, el camino hacia la contractividad parecía claro y la política monetaria fue suficientemente contractiva hasta que las condiciones ameritaron comenzar el proceso de normalización; algo tarde y con traspés comunicacionales, desde mi punto de vista, pero haciendo el trabajo.

Los desafíos son algo distintos hoy. La última milla siempre es más desafiante para el hacedor de política. La tranquilidad que entrega estar más cerca del objetivo permite discutir menos acaloradamente la estrategia sobre la que se sostiene llegar a la meta final. Esta situación no es única para el Banco Central de Chile; muchos otros banqueros también están evaluando detenidamente la comunicación y el siguiente paso. La OCDE recomienda seguir

una política basada en los datos, esperando el momento para recortar camino a la tasa neutral. Por mi parte propongo una estrategia algo distinta.

La inflación rondará el 5% durante el primer semestre de este año. El gasto público se expandirá el doble del crecimiento del PIB. Asimismo, se perciben síntomas de desanclaje inflacionario en precios y encuestas, y una sorpresa inflacionaria en el corto plazo puede ser la gota que rebalse el vaso. El tipo de cambio, haciendo la labor encomendada en el régimen actual, se agrega a los ya abundantes factores de costos que emergen desde el frente externo y local.

Por otro lado, en el escenario base, la TPM real se ubicará en torno a cero y entre las menos contractivas del mundo bajo esa y otras medidas. Se adiciona a lo anterior

**“Descartar en el escenario actual, a priori, la posibilidad de aumentar la TPM requiere más convicción de la que parecen dibujar los riesgos, especialmente cuando llevaremos a diciembre casi 5 años sin lograr llegar al anhelado 3%”.**

que el rango estimado para la TPM neutral ciertamente puede tener aún mayor incertidumbre de la que uno pudo evaluar hace pocos trimestres. En términos simples, puede que estemos en zona de neutralidad.

En este escenario, la estrategia de política monetaria alternativa es introducir un sesgo absolutamente neutral, donde no

cabe señalar que se esperará más información para evaluar la oportunidad de reducir la TPM en los próximos trimestres, sino que cambios futuros en la tasa dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias. Las condiciones actuales ameritarían levantar comunicacionalmente una probabilidad similar de mantener, bajar o subir la tasa. Dicha comunicación, compatible con pausar los recortes por algunas reuniones, contiene la estrategia actual del Banco Central y también sugerida por la OCDE, pero entrega grados de libertad adicional a la política monetaria.

Descartar en el escenario actual, a priori, la posibilidad de aumentar la TPM requiere más convicción de la que parecen dibujar los riesgos, especialmente cuando lleva-

remos a diciembre casi 5 años sin lograr llegar al anhelado 3%. Este es el periodo más prolongado desde la implementación de metas de inflación en que la inflación se mantiene fuera del objetivo. La implicancia de esto último es llevarnos a un terreno particularmente arenoso para la política monetaria en un país emergente.