

Opciones de política monetaria en 2016, ¿solo subir y mantener?

Hermann Esteban González Bravo

[Elmostrador.cl](#)

Desde que el peso flota libremente, hace dieciséis años, solo hemos tenido dos episodios de depreciación persistente similar al que se inició en mayo de 2013 tras el anuncio del tapering de la Fed y que continúa hasta ahora.

El primero de ellos se extendió desde abril de 2000 a febrero 2003, tres años en que la depreciación bilateral del peso frente al dólar fue 48%. El segundo, se extendió desde mayo a noviembre de 2008, lapso en que el peso perdió el 47% de su valor frente al dólar, mientras se desarrollaba la crisis financiera internacional.

En el episodio actual, el peso acumula una depreciación bilateral frente al dólar de 44%. Si bien la magnitud de la depreciación es similar a la de los otros dos, existen algunas diferencias que implican un desafío no menor para la conducción de la política monetaria.

Por un lado, el traspaso a precios ha sido mayor esta vez y, por otro, la pérdida multilateral de valor del peso -es decir, considerando una canasta de monedas y no solo el dólar- equivale solo a 43% de la depreciación bilateral, comparada con 70% en 2000-2003 y 56% en 2008.

Es decir, el actual episodio no solo ha sido más inflacionario, sino que también su potencial efecto positivo en actividad por la vía de aumentar la competitividad de las exportaciones ha sido menor esta vez, dada la más acotada depreciación multilateral.

Si sumamos a esto un contexto de debilidad de la demanda externa, vinculada a la creciente fragilidad del mundo emergente, la depreciación del peso no ha podido hasta ahora ser un catalizador del crecimiento y, por el contrario, su impacto inflacionario está erosionando el poder adquisitivo de las familias y constituye un factor adicional que frena el gasto privado.

Las presiones depreciativas sobre el peso continuarán en el corto plazo, sobre todo hasta que la Fed inicie el proceso de alzas de tasas en la parte final de este año. Pero los espacios para una depreciación adicional están relativamente acotados (estimamos entre 5% y 10%). Si el peso se deprecia un 5% adicional, no debiese extrañarnos que el mercado comience a considerar la posibilidad de una intervención cambiaria verbal o efectiva que pondría algún freno a la depreciación.

De cualquier forma, no se trata de minimizar el impacto inflacionario de una depreciación de esta magnitud. En efecto, si la pérdida de valor del peso continúa y es del tamaño que aquí se indica, el impacto inflacionario podría no ser menor -entre 0,75 y 1,5 puntos porcentuales adicionales-, aunque estaría concentrado en el corto plazo, no más allá del primer trimestre del próximo año.

Mientras hoy la principal preocupación del Banco Central es la inflación, el próximo año, que será el tercero en que la economía crecería bajo su potencial, el riesgo que se puede incubar es uno en que la inflación cede más rápido de lo previsto y se estaciona en niveles bajos e incompatibles con la meta.

Sin depreciaciones adicionales del peso, la brecha de producto volverá a ganar relevancia como determinante de la inflación y el gasto público dará espacios que este año no está dando para una política monetaria más expansiva.

Los recortes de tasas están descartados ahora, eso es indiscutible, sin embargo, aún existe espacio para la discusión respecto de la conducción de la política monetaria el próximo año y, con la información disponible, no es posible descartar escenarios en que la tasa de interés debe recortarse para garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria.