

### Las tasas de inter3s al alza

Patricio Arrau  
Gerente General  
Gerens Capital S.A.  
(Columna diario La Tercera, 20 de julio de 2007)

El Banco Central finalmente se inclin3 por aumentar la tasa de pol3tica monetaria la semana reci3n pasada en 25 puntos base. Era lo esperado por la mayor3a de los analistas aunque una minor3a abog3 por medio punto de alza. Era lo correcto. Las mejores perspectivas de expansi3n para este a3o vienen acompa3adas de un ajuste de nivel de precios de muchos productos alimenticios y de la energ3a, que llevar3 sin duda a que la inflaci3n medida exceda el techo de la banda de 4% anual. En efecto, varios productos alimenticios, como los productos l3cteos y los que tienen una base de granos, as3 como otros productos agr3colas perecibles, han tenido significativos incrementos de precios en las g3ndolas y lugares de venta. En el primer caso se trata de un cambio estructural en el nivel de precios relativos de esos productos que viene desde el exterior. Es necesario acostumbrarse a ese mayor costo de vida puesto que no se prev3 una reversi3n de precios en el mediano plazo. Por primera vez en Chile el precio de los l3cteos lo decide la demanda internacional y no el consumo dom3stico. En el caso de los perecibles, se trata de un salto nominal estacional que se espera se revierta en el corto a mediano plazo como es usual en estos mercados. El petr3leo seguir3 golpeando los bolsillos doblemente, tanto en la bomba de bencina como en la cuenta el3ctrica. Se trata entonces de una inconveniente coincidencia de ajustes en precios relativos de varios productos simult3neamente. No se trata de inflaci3n en el sentido de un incremento sostenido y permanente del nivel de precios, sino que de un incremento de una vez en el precio de estos productos que se confunde transitoriamente con la inflaci3n medida. Ello amerita ser moderados en el alza de tasas.

El trabajo del Banco Central en materia de tasas de inter3s y el anclaje de las expectativas de inflaci3n ha sido formidable. Nadie osa proyectar la inflaci3n a 24 meses en un valor distinto que el 3% anual. Este es un activo intangible de la econom3a chilena de incalculable valor que debe mantenerse a toda prueba. Para mantener este activo el instituto emisor deber3 incrementar las tasas al menos un par de veces m3s en este a3o. Ello no debe ser se3al de alarma. Al rev3s, debe ser visto como se3al de normalizaci3n de la anomal3a que hemos visto estos a3os en materia de tasas. Es definitivamente una anomal3a que tengamos una tasa de inter3s nominal por debajo que la tasa que mantiene el FED de los EE.UU., dado que nuestra meta de inflaci3n es un punto m3s alta que la de ese pa3s y nuestro crecimiento potencial es mayor. Esta anomal3a se explica por la muy baja productividad de nuestra econom3a. En 2006 la productividad total de factores de la econom3a chilena decreci3 en 1,1%. Los fondos disponibles para inversiones residieron l3nguidos al lado derecho de los balances bancarios, fiel reflejo del poco inter3s empresarial por invertir en la expansi3n de la capacidad productiva. Los instrumentos financieros no dieron a vasto con el exceso de liquidez de nuestro mercado y el poco inter3s por la inversi3n productiva. Parece que eso est3 cambiando. La inversi3n real se observa m3s

fuerte y los consumidores hacen oídos sordos a los alarmistas del sobreendeudamiento de las familias, que todavía es muy inferior a los niveles sustentables.

Quizá la única inc3gnita en este momento tiene que ver con la pasividad que se observa de parte de las autoridades en materia del tipo de cambio. Notable contraste entre lo que se hace para anclar las expectativas de inflaci3n y lo que no se hace respecto del tipo de cambio. A diferencia de lo que se hace en materia inflacionaria, la inacci3n es la t3nica cuando se trata del anclaje de expectativas sobre el tipo de cambio. En este mercado las expectativas tambi3n son claves. El tipo de cambio es fijado por el sistema financiero de acuerdo a sus posiciones financieras y expectativas de evoluci3n futura del tipo de cambio y en esto las autoridades brillan por su ausencia. Somos definitivamente m3s papistas que el Papa y los agentes del mercado ya se han formado la expectativa de que el tipo de cambio va para abajo por el alza de tasas. Los 3nicos actores que pueden modificar el portafolio neto de monedas en manos privadas, esencial para la formaci3n de expectativas sobre el tipo de cambio, no est3n disponibles. Tanto el Banco Central como el ministerio de Hacienda, ambos en condiciones de modificar la oferta relativa de papeles en unidades de fomento y de d3lares, ayudando as3 a una mejor formaci3n de las expectativas cambiarias, est3n en otra.