

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Miércoles 10 de agosto de 2016



RAPHAEL BERGOEING, CARLOS BUDNEVICH,

TOMÁS IZQUIERDO, GUILLERMO LE FORT Y GONZALO SANHUEZA

El escenario macroeconómico sigue complicado con una actividad prácticamente estancada en el margen y una tasa de desempleo al alza que alcanza al 6,9% a nivel nacional. La tasa de inflación continúa su tendencia a la baja y algunos indicadores ya la ubican por debajo del techo del rango meta. Debería converger gradualmente a la meta de 3% gracias a la apreciación del peso y la eventual moderación del incremento en salarios. Las condiciones externas se han hecho políticamente más inciertas generando mayor volatilidad de las tasas de interés y paridades cambiarias. En este contexto, el GPM recomienda por unanimidad mantener la TPM en 3,5%, con un sesgo neutral, pero en constante revisión, a la espera de nuevos antecedentes sobre la evolución de las condiciones internacionales y su impacto sobre la inflación y la actividad local.

En junio el crecimiento de la actividad económica medida por el IMACEC fue magro alcanzando solo a 0,8% en 12 meses, menor a lo esperado, entre otros factores, por una nueva caída en la actividad de la minería. En dicho mes la actividad del sector minero se contrajo -9% a/a, mientras que el resto de la economía se expandió 2% a/a, con contribuciones de comercio y servicios que compensaron una baja en la industria. En términos marginales, los indicadores de velocidad desestacionalizada del IMACEC para el trimestre móvil terminado en junio muestran una leve contracción, que es principalmente atribuible al sector minero, donde la velocidad de la actividad cayó a -19% a tasa anual. La contracción del sector minero está asociada a efectos transitorios, como las lluvias en el norte chico, y otros no tanto como las declinaciones en la ley del mineral. En el resto de los sectores la velocidad es ligeramente negativa, -0,8% anual en el último trimestre móvil, por lo que la situación de estancamiento en el margen que está sufriendo la actividad económica no puede ser sólo atribuida al sector minero.

Las expectativas empresariales y de consumidores se mantienen pesimistas lo que se ha extendido al sector construcción que tiene especial incidencia en el empleo. De hecho, la desaceleración del empleo se ha intensificado, el empleo formal se ha estancado, y la tasa de desocupación a nivel nacional subió a 6,9% en junio. El lento crecimiento de la actividad económica contribuirá a que en los próximos meses se continúen ampliando las holguras de capacidad, y a que el desempleo corregido por estacionalidad siga una tendencia creciente.

La inflación en julio fue moderada y sin las alzas en alimentos perecibles de meses anteriores, lo que ha permitido que varios de los indicadores en 12 meses se ubiquen o algo por debajo del techo del rango meta (IPC 4,0%, IPCX1 3,9%, IPCTAN 3,7%). En contraste, otros indicadores siguen ligeramente por encima del rango meta (IPCX 4,2%, IPC_SAE 4,2%, IPC_NOTAN 4,5%). La menor tasa de depreciación anual del peso, que pasó de 16% en enero a ser casi nula en julio y probablemente a tasa negativa en agosto, es el principal factor que facilita la convergencia gradual de la inflación a la meta; aunque a ello debería sumársele el eventual efecto reductor que el mayor desempleo debería ejercer sobre el crecimiento de salarios.

Muchos de los efectos de la aprobación del Brexit, por ejemplo, sobre los precios de activos y precios de los commodities, han sido menores a los esperados y en general se han disipado. Solo la depreciación de monedas europeas, apreciación de monedas emergentes y caídas de tasas de interés de largo plazo parecen sostenerse. Pero más que al Brexit estos efectos pueden asociarse a la falta de señales políticas claras de cuándo la Reserva Federal retomará el proceso de normalización monetaria. A esto se suman la decisión japonesa de acentuar su propia expansión monetaria y fiscal, la baja de la tasa de política monetaria del Banco de Inglaterra, y las preocupaciones por la salud del sistema bancario en Europa, particularmente de Italia, que deberían prolongar sino intensificar la expansión monetaria del BCE.

El decepcionante crecimiento del PIB norteamericano del segundo trimestre, 1,2% de crecimiento trimestre a trimestre anualizado, muy inferior al 2,5% esperado, puede haber generado expectativas de que la próxima alza en la tasa de fondos federales está muy lejana en el tiempo. Sin embargo, el consumo sigue creciendo a tasas saludables 3% y fueron las correcciones puntuales de inventarios y desvíos de trayectoria de inversiones, que tienden a moverse a saltos, las que explican el bajo crecimiento del PIB del trimestre. Los favorables datos de creación de empleos recientemente difundidos refuerzan la posibilidad de sorpresas favorables en los registros de actividad económica norteamericana en los próximos trimestres.

En Chile el mercado todavía espera que la paridad del peso convergerá a niveles cercanos a \$680 por dólar hacia mediados del próximo año, con una TPM que prolongará su estabilidad en el actual nivel. Esto lleva implícito expectativas de algún alza en las tasas de interés externas siguiendo a movimientos efectivos o anticipados en la tasa de fondos federales.

En síntesis, la economía chilena continúa mostrando señales de desaceleración de la actividad, incluso con estancamiento en el margen, a lo que se suma un incipiente regreso de la inflación al rango meta después de más de dos años de excesos. La alta volatilidad financiera y las eventuales correcciones de políticas externas, podrían presionar al alza el valor del dólar demorando la gradual reducción de la inflación hacia el centro del rango meta. En este contexto el GPM recomienda mantener la TPM en su 3,5% actual, y seguir monitoreando las condiciones, y sobre esa base definir los movimientos futuros de la tasa rectora. Reiteramos nuestra impresión de que en un ambiente volátil con gran debilidad de la actividad y con remanentes de presiones inflacionarias, se hace muy difícil anticipar movimientos en la TPM para los próximos meses, por lo que la autoridad monetaria podría anunciar un sesgo neutral, pero en constante revisión.