

# **GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Comunicado Miércoles 18 de Enero de 2017**

---



**RAPHAEL BERGOEING, CARLOS BUDNEVICH,**

**TOMÁS IZQUIERDO, GUILLERMO LE FORT Y GONZALO SANHUEZA**

**La actividad económica sigue estancada en el margen y el crecimiento del PIB para 2016 se estima en solo 1,6% anual, con una leve recuperación esperada para 2017. Por los rezagos habituales, existen fundados riesgos que el mercado laboral amplíe sus holguras con menor crecimiento del empleo, mayor tasa de desempleo y menor crecimiento del costo laboral. La inflación en 12 meses se ha reducido bajo el centro del rango meta, tanto para el IPC como para distintos indicadores subyacentes. Además, el tipo de cambio peso/dólar se ha estabilizado en un nivel que implica una tasa de depreciación anual negativa ya desde hace varios meses. Al mismo tiempo los indicadores de salarios siguen mostrando una desaceleración todo lo que sigue contribuyendo a la reducción de las presiones inflacionarias. En este contexto, el GPM recomienda (por unanimidad) bajar la TPM en 25 puntos base a 3,25%, con el fin de evitar que las expectativas y la tasa efectiva de inflación caigan por debajo del centro del rango meta. Nuevas reducciones en la tasa rectora dependerán de cómo evolucionen las expectativas y proyecciones de inflación y, en particular de como el ajuste monetario en los Estados Unidos afecte el valor del dólar.**

Las noticias sobre actividad económica global han sido en general favorables en los últimos meses. En un ambiente en que se han estado reduciendo la volatilidad financiera con el VIX cayendo sostenidamente, los indicadores de crecimiento global apuntan a una aceleración de ½ punto para el año que se inicia. Hasta el momento la mejoría tiende a concentrarse en los países avanzados y en particular en los Estados Unidos, donde se destaca la fortaleza del mercado laboral, la que se manifiesta tanto en un mayor crecimiento del empleo como también en una aceleración de los salarios. Japón y Europa también presentan alguna tenue recuperación en su crecimiento y los fantasmas de la deflación empiezan a ser superados. Hay algunas señales de que el crecimiento en los mercados emergentes también empieza a reactivarse, al menos porque incipientemente se revierten las contracciones de actividad industrial en países como Rusia y Brasil, mientras que otras grandes economías emergentes muestran desaceleración tenue en su producción industrial.

Los indicadores sugieren que en el actual curso de cosas 2017 sería un mejor año que 2016 en materia de crecimiento global, gracias a los esfuerzos desplegados por años para superar los efectos de la crisis sub prime, lo que no sabemos es si estos efectos se intensificarán y cuanto durarán. Los mercados están a la espera de las posibles sorpresas que deparará la nueva administración de los Estados Unidos. Las iniciativas más temidas son las que tengan que ver con restricciones comerciales ya sea contra China, Europa o los socios del NAFTA. Esto podría tener efectos muy nocivos sobre la inversión al ampliar la incertidumbre y reduciría el comercio internacional, con el consecuente impacto de menor crecimiento norteamericano y global en el mediano plazo. Por el contrario, las

iniciativas que impulse el nuevo gobierno que tengan que ver con empuje fiscal a la demanda agregada, ya sea programas de inversión en infraestructura o recortes de impuestos, reforzaría la recuperación ya en marcha, con impactos expansivos que también se verterían a nivel global, incluyendo por cierto sobre el precio del cobre y sobre el valor del dólar.

En los países avanzados la inflación en 12 meses empieza a incrementarse en parte porque se cierra la brecha entre inflación subyacente e inflación efectiva, dado que la fuerte caída del precio del petróleo ya sale de la base de comparación. La inflación en los Estados Unidos es la más importante entre la de los países avanzados ya la subyacente (core) se aproxima a 2,5%, y la inflación efectiva convergería con esta en los próximos meses. Esto ya ha significado alzas en las tasas de interés y podría afectar el ritmo de retiro del impulso monetario durante 2017 y 2018, con las consiguientes consecuencias cambiarias en el resto del mundo.

En Chile, el Imacec de noviembre se expandió en 12 meses apenas en 0,8%, y esto gracias a la recuperación del sector minero ya que el resto de los sectores creció sólo al 0,3% anual. La velocidad de expansión de la actividad des estacionalizada en el último trimestre móvil es ligeramente negativa, pero otros indicadores sugieren que la economía chilena se encuentra estancada desde mediados de año. Con todo, las proyecciones para el Imacec en los próximos meses indican una expansión positiva en torno a 1% anual. Con esto el crecimiento del PIB en 2016 cerraría en torno a 1,6%, pero para 2017 se espera una expansión algo superior del orden de 2% anual.

A pesar de la desaceleración de la actividad de 2,1% en 2015 a 1,6% en 2016, el empleo apenas se ha desacelerado de 1,5% a 1,3% en el mismo lapso, implicando una tasa de crecimiento del empleo demasiado alta para el ritmo de expansión de la actividad. Esto en buena parte responde a una fuerte expansión del empleo informal o por cuenta propia que difícilmente se sostenga, y ha resultado en una tasa de desempleo promedio de 6,5% en 2016, solo 0,3 puntos porcentuales por sobre el promedio del año anterior. Existen fundados riesgos de que en 2017 la desaceleración del empleo se intensifique y con ello se incremente la tasa de desempleo y se reduzcan las presiones de costo laborales.

La inflación de diciembre fue negativa, -0,2%, con lo que la tasa de inflación en 12 meses cayó por debajo del centro del rango meta del Banco Central. Los principales indicadores subyacentes también se ubican bajo el centro del rango meta, y varios de ellos además muestran señales claras de reducción, particularmente los que se asocian con bienes transables. Aunque para los próximos meses se esperan tasas de inflación mensuales algo mayores, las tasas de inflación en 12 meses bajarían o se mantendrían en su actual nivel algo menor al 3% anual. La tendencia estable del valor del dólar en los últimos 6 meses ha reducido la tasa de depreciación en 12 meses a valores negativos del orden de -5% anual. Esto de continuar generaría presiones des-inflacionarias adicionales que podrían llevar la tasa de inflación en 12 meses hacia el límite inferior del rango meta. Esta situación podría revertirse sin acción del Banco Central si el valor internacional del dólar subiera bruscamente, pero nada garantiza que ello ocurra, lo que hace oportuno actuar, pero seguir observando la evolución de las condiciones externas y sus efectos sobre el tipo de cambio. Por último, el mercado espera alguna reacción de la autoridad monetaria ante este cuadro. La encuesta a los analistas indica una expectativa de dos reducciones de 25 puntos base en la TPM, lo que se justifica dado el actual entorno de bajas presiones inflacionarias y de sostenida debilidad en el empleo y en la actividad.

**En este contexto, el GPM recomienda (por unanimidad) bajar la TPM en 25 puntos base a 3,25%, con el fin de evitar que las expectativas y la tasa efectiva de inflación caigan por debajo del centro del rango meta. Nuevas reducciones en la tasa rectora dependerán de cómo evolucionen las expectativas y proyecciones de inflación y, en particular de como el ajuste monetario en los Estados Unidos afecte el valor del dólar.**