

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Miércoles 13 de Agosto



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

La desaceleración de la actividad económica se profundiza hasta estancarse en el margen. El crecimiento del PIB del segundo trimestre es inferior al del trimestre anterior, y muy inferior al de la capacidad productiva, generando incipientes holguras de capacidad que se expresan en un incremento menor de la tasa de desempleo, y en el estancamiento del empleo asalariado.

La inflación en 12 meses, tanto efectiva como subyacente, se mantiene por encima del rango meta, asociada a incrementos extraordinarios de los salarios nominales y del tipo de cambio. Sin embargo, en los últimos dos meses la inflación cede, de manera que medida para el último trimestre y a tasa anualizada no solo es muy inferior a los registros de hace un par de meses, sino que entra en línea con la meta.

El mercado proyecta nuevas reducciones de tasas y el GPM concuerda en que un mayor estímulo monetario es necesario, pero recomienda cautela. El estímulo debe aplicarse preservando el ancla nominal asegurando la convergencia de la inflación subyacente al objetivo del instituto emisor. El GPM recomienda por unanimidad reducir la tasa en 25 puntos base a 3.50%, para luego evaluar en función de los datos de inflación la necesidad de nuevas reducciones.

La desaceleración de la actividad se prolonga y se profundiza con la acentuación de la caída de la demanda interna que se estima habría contraído con mayor intensidad en el segundo trimestre por la profunda caída de la inversión a la que se agrega más recientemente una fuerte contracción del consumo durable. Los indicadores de confianza empresarial vienen deteriorándose rápidamente desde hace meses y más recientemente la confianza de los consumidores está también dando muestras de retroceso. El Imacec de Junio presenta un crecimiento inferior al 1% anual en 12 meses, y lo que es más grave, en términos desestacionalizados, la variación del último trimestre anualizado es ligeramente negativa, lo que

indica un estancamiento de la actividad. Con esto, y según estimaciones preliminares, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre sería inferior a 2% anual, por debajo del registro del trimestre anterior y muy por debajo del crecimiento de la capacidad productiva, lo que está generando holguras de capacidad.

Las incipientes holguras de capacidad se ven confirmadas por el comportamiento del mercado laboral, tanto por la tenue alza de la tasa de desempleo como por el estancamiento del empleo asalariado. Así el crecimiento observado en el empleo está explicado por una fuerte alza de la ocupación por cuenta propia, la que probablemente es transitoria y se relaciona con remuneraciones menores y empleos más precarios.

Las condiciones externas se mantienen relativamente favorables, aunque se encienden algunas señales de alarma asociadas a eventuales riesgos. La actividad económica global crecería a tasas “promedio” impulsada por la recuperación de las economías avanzadas, particularmente de los EE.UU, pero con una débil contribución de las economías emergentes. Las exportaciones chilenas están creciendo más que el PIB, contribuyendo a sostener un leve crecimiento de éste, compensando la fuerte caída de la demanda interna. Al mismo tiempo los términos del intercambio siguen siendo muy favorables en términos históricos, lo que ha contribuido a mejorar significativamente las cuentas externas. Se están generando algunos nuevos “choques” a las condiciones externas, como el nuevo default argentino y la insuficiencia de capital de un importante banco portugués, que no han afectado mayormente a los distintos indicadores de volatilidad financiera global. Pero su estabilidad no está garantizada y podrían aparecer nuevas turbulencias financieras en economías emergentes que si los afectan. Más importante aún, el crecimiento global se ve amenazado por el surgimiento de conflictos geo-políticos, particularmente en el Cáucaso, Medio Oriente y África, los que eventualmente pueden ampliarse y actuar de freno al comercio y a la actividad global.

Por otra parte, surgen dudas de cuánto más pueden mantener su ritmo de crecimiento las economías avanzadas, particularmente la de los Estados Unidos, sin que aparezcan limitaciones de capacidad y presiones inflacionarias que fuercen a modificar sus políticas monetarias fuertemente expansivas. La Reserva Federal sigue tomando pasos hacia la normalización de su todavía muy expansiva política monetaria, mientras que Japón parece haber superado la deflación que ha justificado sus propias expansiones monetarias. Solo Europa está recién acentuando la fase de política monetaria expansiva de la que otros van saliendo. Aunque hasta el momento no existen señales de presiones inflacionarias ni en los precios de commodities ni en los IPC de las economías avanzadas, el actual escenario de bajísimas tasas de interés reales en todas las economías avanzadas está sujeto a modificaciones y sorpresas.

La inflación en Chile continúa siendo un elemento de preocupación, aunque en menor intensidad que en meses anteriores. La inflación en 12 meses tanto efectiva como subyacente, se mantienen por encima del rango meta: IPC (4.5%), IPC_SAE (4.1%), IPCX1 (4.2%), y el costo nominal de la mano de obra crece al 7.1% anual, lo que para crecimientos plausibles de la productividad significa incrementos de costos laborales unitarios de 5.5% anual o más, lo que con mucho excede la meta inflacionaria. A ello se agrega que el peso se sigue depreciando respecto del dólar a una tasa en torno al 10% anual, lo que incluso en el marco de nula inflación externa en dólares implica traspasar a la economía nacional importantes presiones de inflación importada. Aún así, la inflación mensual de junio alcanzó a 0,2%, según IPC y a 0, y 0.2% según los indicadores de inflación subyacente (IPC_SAE e IPCX1), respectivamente. De esta forma, por tercer mes consecutivo hay muestras que la inflación ha empezado a ceder. Esto se confirma al observar la inflación anualizada del último trimestre para los distintos indicadores, la que es inferior al 3% anual y está muy por debajo de los máximos alcanzados hace unos meses, que llegaron incluso a tasas de dos dígitos.

El instituto emisor ha reducido en 125 puntos base la TPM desde octubre pasado, y en este contexto el mercado proyecta nuevas reducciones de la TPM incluso a razón de 50pb por vez. El GPM concuerda que con los nuevos antecedentes se justifica un mayor estímulo monetario, pero recomienda cautela. Insistimos en que el estímulo debe aplicarse preservando el ancla de las expectativas, de manera de continuar con la convergencia de la inflación subyacente a la meta, especialmente considerando que las distintas medidas continúan sobre el rango de tolerancia. Además, los salarios y el tipo de cambio se siguen incrementando a tasas que, de sostenerse, no serían compatibles con el logro de la meta de inflación en el mediano plazo. La intensificación del estímulo monetario vigente debe ser pausada y medida y el GPM recomienda por unanimidad reducir la tasa en 25 puntos base a 3.50%, para evaluar luego paso a paso y sobre la base de la evolución de la actividad y de la inflación, la necesidad de nuevas reducciones.