

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Miércoles 10 de Diciembre



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

Durante noviembre el IPC tuvo una variación nula en línea con lo esperado. Esta reducción de la inflación mensual se debe fundamentalmente a la fuerte baja en el precio local de los combustibles y, en menor medida, a la reversión parcial de alzas transitorias en alimentos perecibles. Así y todo, la inflación IPC en 12 meses alcanza a 5.5% (empalmado 5.3%) y todos los indicadores de inflación subyacente oficiales continúan por encima del rango meta y su retroceso respecto de los registros del mes anterior es mínimo o inexistente. El crecimiento de la actividad se mantiene débil, pero consistente con las proyecciones de una lenta recuperación. Así, con una brecha del PIB negativa y todavía en ampliación, se espera que la inflación regrese al rango meta durante la primera mitad de 2015, para converger al centro del mismo en el segundo semestre.

En este contexto el estímulo monetario sigue siendo necesario y el actualmente vigente parece ser suficiente en espera de la confirmación del escenario de convergencia de la inflación hacia su meta, y de recuperación del crecimiento que eventualmente ponga fin a la ampliación de la brecha negativa de la actividad. Consecuentemente el GPM recomienda, por unanimidad, mantener la TPM en 3% anual.

Durante el último mes se perciben signos de que la aceleración de la inflación observada durante el último año estaría llegando a su fin y empezaría eventualmente a revertirse, mientras que la desaceleración de la actividad ha dejado de profundizarse. En este marco en su última reunión de política monetaria, el Banco Central ha dejado estable la TPM en 3%. Las expectativas de inflación de mediano plazo continúan ancladas en el centro del rango meta, pero se reconoce que la aceleración inflacionaria mantendrá la tasa en 12 meses fuera de este rango por una buena parte del próximo año. La encuesta de expectativas del instituto emisor mantiene un crecimiento esperado para 2015 del orden de 3% anual, un punto superior al crecimiento que se registraría en 2014, pero todavía insuficiente para detener la ampliación de la brecha negativa del PIB o el incremento de las holguras de capacidad, lo que además se manifestaría en mayores tasas de desocupación o de sub-empleo de trabajo.

Las cifras conocidas a comienzos de noviembre apoyan este diagnóstico de fin del período de aceleración inflacionaria y de desaceleración de la actividad. La inflación durante noviembre fue nula gracias al efecto de la fuerte reducción del precio doméstico de los combustibles, la que excedió la caída ya importante en los precios internacionales por la modificación del MEPCO, mecanismo interno de fijación de precios que busca graduar alzas y bajas, pero que en este mes resultó en una caída de -5%. Esta caída sumada a la reversión parcial del alza en alimentos perecibles habría contribuido con 0.3 puntos porcentuales a la caída del IPC, por lo que la inflación mensual habría sido negativa por ese valor si el resto de los precios estuviera estable. Pero no es ese el caso, la inflación subyacente, medida tanto por el IPCX como por el IPCSAE, registró tasas positivas de 0.3% mensual, mientras que el IPCX1 dio un registro algo menor de 0.1% mensual.

La inflación medida por la variación del IPC empalmado acumula una tasa de 5.3% en 12 meses, en tanto que los principales indicadores de inflación subyacente que publica el INE siguen mostrando tasas en 12 meses que, sin excepción, son superiores al techo del rango meta del Banco Central. El IPC_SAE que excluye a los alimentos y a la energía registra una inflación de 4.8% en doce meses, mientras el IPCX1 que es similar al anterior, pero incluye alimentos no perecibles, registró la misma tasa y, por último, el IPCX, que además incluye precios administrados, registró un 5.3% de tasa referencial a doce meses. Los indicadores de inflación en 12 meses han dejado de subir y se mantuvieron relativamente estables con respecto al registro del mes anterior.

A pesar de la inflación nula de noviembre, la inflación en 12 meses sigue sobre el límite superior del rango meta y algunos elementos del proceso inflacionario continúan muy activos. Los índices nominales de remuneraciones y de costo de la mano de obra aumentaron 0.3% durante octubre, con lo que sus incrementos en 12 meses se ubican en torno a 7%. Estas tasas de incremento salarial en un ambiente de muy reducido incremento de la productividad implican que sigue vigente un fuerte aumento de los costos laborales unitarios, muy por encima del techo del rango meta para la inflación. Por otra parte, la tasa de depreciación anual del peso respecto del dólar sigue a tasa de dos dígitos, alcanzando a 14% en noviembre, lo que si bien representa una moderación respecto del 18% registrado en septiembre y octubre, continúa siendo elevado. Esto no se ha traducido en mayores presiones inflacionarias, como resultado de la caída de los precios internacionales en dólares, lo que ha permitido amortiguar una parte significativa de los efectos inflacionarios de la depreciación del peso.

Respecto de la actividad, el crecimiento del Imacec fue bajo, pero positivo, alcanzando a 1.5% en 12 meses. En términos des-estacionalizados, su crecimiento con respecto al mes previo fue de 0.4% y la velocidad de crecimiento del trimestre móvil anualizado ha subido a casi 2% anual.

En materia de gasto interno, aunque el índice de confianza de los consumidores se sigue deteriorando, los indicadores de comercio exterior apuntan a una moderación de las correcciones observadas durante meses previos. Esto es el gasto agregado sigue cayendo, pero en el cuarto trimestre lo hace a una tasa más moderada que en el tercero. El total de las importaciones de consumo, que caía a casi el 20% anual en octubre recién pasado cae solo al 5.5% en noviembre. Además, la caída anual en las importaciones de bienes de capital también se reduce marcadamente alcanzando a -9% en noviembre comparado con -25% en octubre. Por último, la variación anual de las importaciones de consumo durable llega a -17% en noviembre, prácticamente la mitad de la caída de -31% registrada en octubre.

Los indicadores coyunturales asociados al mercado laboral muestran una mejoría marginal durante el trimestre móvil agosto-octubre, con la tasa de desempleo reduciéndose a 6.4%, desde 6,6% en el trimestre precedente, pero la que todas formas es 0.6 puntos porcentuales superior a la observada en igual período de 2014. El empleo continúa creciendo sobre el 1% anual a pesar del reducido crecimiento de la actividad, gracias a un fuerte incremento del empleo informal. Pero es conveniente insistir que los efectos de la desaceleración de la actividad se sienten con rezago en el mercado laboral y que las holguras de capacidad no solo se manifiestan en desocupación sino que también en informalidad y sub-empleo

El escenario internacional parece complicarse con indicaciones de mayor debilidad en el crecimiento de las economías avanzadas, muy particularmente en Japón y Europa donde persisten los riesgos de recesión. A ello se suma alguna desaceleración en las economías emergentes de mayor tamaño, particularmente China e India, todo lo que pone en duda la recuperación del crecimiento global anticipado por el FMI para el próximo año. Las menores expectativas de crecimiento futuro, las presiones deflacionarias y el fortalecimiento del dólar están contribuyendo a la reducción de los precios internacionales de las materias primas, especialmente del petróleo, lo que se ha extendido al cobre que había sido uno de los menos afectados en este proceso.

Las tasas de interés internacionales se mantienen reducidas por la intensificación de las políticas monetarias expansivas en Japón y Europa, y por la hasta ahora nula generación de presiones inflacionarias asociadas a la recuperación de la economía de los Estados Unidos. Los riesgos principales para la economía global son un ajuste mayor en el crecimiento chino y la profundización de la desaceleración, incluyendo una eventual recesión en Europa y Japón, que culminen en una marcada desaceleración global. Por otra parte, y en condiciones más expansivas de actividad global aparece el riesgo de una normalización brusca en las tasas de interés de los Estados Unidos la que podría tener consecuencias importantes en las economías más endeudadas o forzar a rápidos ajustes en las políticas monetarias.

En este contexto el GPM recomienda, por unanimidad, mantener la TPM en 3% anual en espera de la confirmación de un escenario de convergencia de la inflación al rango meta y de recuperación del crecimiento hacia el ritmo tendencial de forma de detener la ampliación de las holguras de capacidad.