

# **GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Comunicado lunes 17 de noviembre de 2014**

---



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

**El 1% de IPC durante octubre estuvo muy por sobre las expectativas, alcanzando a 5,7% en 12 meses, su valor más alto desde enero de 2009. Además, todos los indicadores de inflación oficiales en 12 meses están sobre el rango meta y subiendo con respecto a los registros del mes anterior. Por otra parte, la desaceleración de la actividad continuó profundizándose, lo que lleva a proyectar un crecimiento bajo 2% este año. En el escenario más probable, sin embargo, durante 2015 la proyección de consenso indica una recuperación, que lleve el crecimiento hacia 3% anual con una brecha del PIB negativa y ampliándose. Con esto, se espera que la inflación regrese al rango meta y gradualmente converja al centro del mismo. El principal riesgo doméstico es que factores de oferta – reflejados en costos mayores - retrasen la normalización de la inflación.**

**En este contexto nos parece conveniente continuar con el estímulo monetario vigente, por lo que, por unanimidad, el GPM recomienda mantener la TPM en 3% anual con un sesgo neutral, en espera de la confirmación del escenario de convergencia de la inflación hacia la meta.**

Desde el comunicado anterior, se han profundizado la desaceleración de la actividad y la aceleración de la inflación, observadas durante el último año. En su última reunión de política monetaria, el Banco Central, junto con reducir la TPM 25 puntos base hasta 3%, anunció una pausa en su proceso de ajustes. El mercado, por su parte, si bien mantiene ancladas sus expectativas inflacionarias a 24 meses en 3%, ha mostrado preocupación por la sorpresa inflacionaria de octubre y por el grado de profundización que podría alcanzar el ciclo a la baja en la actividad. Consecuentemente, la encuesta de expectativas del instituto emisor mostró un ajuste en el crecimiento esperado para 2015 a menos de 2%; y para el próximo a 3,1%, desde el 3,3% esperado hace un mes.

Las cifras conocidas a comienzos de noviembre apoyan este diagnóstico. Por un lado, pese a que septiembre contó con dos días hábiles más que en 2014, el Imacec creció solamente 1,4% en 12 meses. En términos desestacionalizados, el crecimiento con respecto al mes previo cayó 0,2% y la velocidad de crecimiento del trimestre móvil alcanza a 1,2%. A esto se suma

que, según estimaciones preliminares, el PIB sin recursos naturales, clave para medir las holguras de capacidad, también estaría creciendo a un ritmo interanual cercano a 1%.

En materia de gasto interno, se profundizaron las correcciones observadas durante meses previos lo que se manifiesta en una mayor caída en las importaciones de bienes de capital, -24,8% en octubre, y en las de consumo durable, que bajaron 19%. En cuanto a las importaciones de bienes de capital, lideraron la contracción la importación de maquinaria para la minería y construcción, con una variación negativa de 54%. Respecto a la contracción de las importaciones de bienes de consumo durable esta representa una reversión parcial de la extraordinaria expansión que mostró en años previos.

Los indicadores coyunturales asociados al mercado laboral no muestran un deterioro significativo durante el trimestre móvil julio – septiembre, período en que se alcanzó una tasa de desempleo de 6,6%, la que si bien es un punto porcentual sobre la observada durante 2014, es inferior a la del trimestre precedente. Por otra parte, el empleo continúa creciendo a una tasa cercana al 1% anual a pesar de la desaceleración de la actividad, aunque con una composición que muestra un estancamiento del empleo asalariado. Los efectos de la desaceleración en el mercado laboral hasta ahora han sido menores a los esperados, si bien es importante notar que estos típicamente se manifiestan con rezago.

Por otro lado, el índice Ipec de confianza de los consumidores anotó una leve alza en octubre y frenó nueve meses de caída consecutiva. Adicionalmente y en este contexto, los índices nominales de remuneraciones y de costo de la mano de obra aumentaron mensualmente durante septiembre 0,6% y 0,8%, respectivamente. Con esto sus crecimientos en 12 meses alcanzan a 6,5% y 6,9%, los que si bien son algo inferiores a los de los meses precedentes todavía representan una tasa de incremento anual en el costo laboral unitario elevado y similar a la tasa de inflación recientemente registrada

Con respecto a los precios, la inflación durante octubre alcanzó a 1%, acumulando una variación de 5,7% en 12 meses. Además, los 14 índices inflacionarios que publica el INE mostraron crecimientos en 12 meses superiores a 4%, techo del rango meta del Banco Central. Por ejemplo, el IPC subyacente (IPCX) anotó una variación mensual de 0,7% y 4,9% referencial a doce meses; y el IPCX1, que excluye, entre otros, productos perecibles y de energía y servicios públicos e indexados, tuvo alzas de 0,6% mensual y 4,5% en doce meses.

En el escenario internacional, los antecedentes disponibles sugieren que, en los próximos trimestres, el crecimiento y la inflación mundial podrían ser algo menores que lo esperado. Los precios de las materias primas, incluyendo el cobre, han caído, destacando una baja significativa del precio del petróleo, aunque los precios de algunos alimentos como la carne, el azúcar y el café han experimentado alzas. Las tasas de interés internacionales, por su parte, han disminuido por la intensificación de las políticas monetarias expansivas en Japón y Europa, lo que no ha sido compensado por el aún tímido retiro de estímulo en los Estados

Unidos, aunque el valor del dólar sí se ha incrementado. Todo esto ha aumentado la volatilidad en los mercados financieros y los premios por riesgo de los países emergentes, depreciando sus monedas y deteniendo o incluso revirtiendo el grado de estímulo implícito en sus políticas monetarias. Los riesgos principales para la economía global son un ajuste mayor en el crecimiento chino, la profundización de la desaceleración Europea y una normalización brusca en las tasas de interés de los Estados Unidos.

En este contexto, el GPM recomienda por unanimidad, y con un sesgo neutral, mantener la TPM en 3% anual, en espera de la confirmación de un escenario de convergencia de la inflación al rango meta, especialmente dado que las distintas medidas de inflación superan la tasa objetivo del instituto emisor.