

# GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

## Comunicado Miércoles 12 de Agosto

---



**RAPHAEL BERGOEING, CARLOS BUDNEVICH, TOMÁS IZQUIERDO,**

**GUILLERMO LE FORT Y GONZALO SANHUEZA**

**La inflación IPC de julio volvió a ser elevada (0,4%), dejando la tasa interanual en 4,6% y acumulando 17 meses consecutivos sobre el rango meta del Banco Central. Los indicadores de inflación subyacente en 12 meses (IPCX e IPCSA) también se mantienen sobre el rango meta, empujados por la fuerte depreciación del peso y la inercia inflacionaria. Al mismo tiempo, la actividad, aunque parece superar su estancamiento de los últimos meses, se expandiría en el curso de este año muy por debajo de nuestra capacidad productiva, proyectándose en la actualidad un crecimiento del PIB entre 2,2% y 2,50% para 2015. Con esto, la evolución futura de la inflación se ve afectada a la baja por una demanda débil y una brecha de capacidad que se amplía y, por otro lado, al alza por la depreciación del peso, que durante los últimos días ha llevado al tipo de cambio a superar los \$680, y que podría intensificarse debido al proceso de normalización de la política monetaria de EEUU. En este contexto, el GPM recomienda mantener la tasa de política monetaria en 3%, en espera de nueva información que permita aclarar las dudas respecto a la futura tendencia de la inflación.**

La inflación IPC durante julio alcanzó a 0,4%, acumulando una variación de 4,6% en 12 meses, con lo que se completan 17 meses consecutivos sobre el rango meta, condición que también afecta a distintas medidas de inflación subyacente. Si bien la principal variable tras este repunte inflacionario ocurrido durante los últimos meses sería la depreciación cambiaria, efectos inerciales asociados a la indexación de precios y salarios continuarían presionando de manera generalizada al alza. Por ejemplo, el índice de precios para bienes no transables alcanzó en julio a 4,9% en 12 meses, prácticamente sin cambio desde el 5% del mes previo, y el alza de los salarios en 12 meses, aunque ha decaído, aún supera el 6%. La proyección de inflación a diciembre 2015 se ubica en el rango 4 – 4,5%, aunque las expectativas para 2016 se mantienen en torno al centro del rango meta.

El Imacec de junio se expandió 2,7% en 12 meses, algo por sobre las expectativas del mercado, y se incrementó 1.1% con respecto del mes anterior en la serie des-estacionalizada, superando así tres meses de estancamiento. En este crecimiento mensual más elevado incidieron principalmente el mayor dinamismo de la minería; el de la actividad manufacturera, destacando la producción de vinos, lo que respondería al mayor tipo de cambio real; y algunos impulsos transitorios sobre el comercio y la construcción. Con todo, el PIB del segundo trimestre habría crecido en 12 meses sólo 1,7%, con lo que la expansión de la primera mitad del año apenas superaría el 2% anual.

Sin embargo, no es esperable aún que la recuperación se afiance y mantenga durante el resto del año. Primero, por las paralizaciones recientes en el sector minero; y segundo, porque el efecto Copa América y otros impactos positivos se diluirán en la segunda parte del año. Entre ellos, el impulso transitorio desde el sector inmobiliario, cuya demanda creció impulsada por la aplicación del IVA a la vivienda a partir de 2016; y el de la política fiscal, que vía inversión pública ha crecido fuerte, pero que durante los próximos trimestres deberá ajustarse a la baja, según señaló Hacienda. Con todo, las proyecciones anuales consideran una expansión marginalmente mayor durante la segunda mitad del año, con un crecimiento del PIB en el rango 2,2–2,50% para 2015, pero sesgada a la baja.

En el sector externo, las importaciones de bienes de capital aumentaron 3% anual durante julio, después de 8 trimestres consecutivos a la baja. Incidieron positivamente en ese resultado las importaciones de maquinaria para la construcción, y un muy bajo nivel de comparación, ya que en julio de 2014 las importaciones de bienes de capital habían caído sobre 40% respecto al año previo. Las importaciones de bienes de consumo, por su parte, siguieron contrayéndose durante julio, aunque a tasas menos pronunciadas que durante los meses previos.

La creación de empleo sigue siendo débil y sostenida principalmente por el empleo asalariado del sector público, contribuyendo a que la tasa de desempleo se mantenga en torno a 6,5% en los últimos trimestres móviles. La tasa de desocupación no se ha incrementado porque el ritmo de aumento ha sido de similar magnitud en la fuerza de trabajo (1,6%) y los ocupados (1,5%), aunque con una tasa de participación de las mujeres estancada, pese a que su nivel sigue siendo muy bajo en comparaciones internacionales. Así, y en línea con un mercado laboral frágil, las remuneraciones nominales aumentaron 6.3% en 12 meses, mientras que el salario real se incrementa en algo menos de 2%, mostrando una marcada desaceleración respecto de la expansión registrada en años previos.

En el resto del mundo el escenario se mantiene sin cambios significativos. Los principales riesgos están asociados con una profundización de la desaceleración de China, y con la incertidumbre que genera el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU., el que podría producir cambios abruptos en precios de activos y una fortaleza incluso mayor del dólar. Se teme que esta combinación de efectos pueda exacerbar la caída del precio de los commodities, en particular el cobre, reduciendo los términos del intercambio chilenos. Así, hoy la principal variable a monitorear es la normalización de tasas en EEUU y su trayectoria futura esperada. Se teme que el inicio de este proceso, probablemente durante la próxima reunión de política monetaria en septiembre, pueda intensificar las expectativas de cambios futuros. Si bien la autoridad monetaria de EEUU ha señalado que actuará con gradualidad, existe incertidumbre con respecto a la rapidez con que se alcanzará la llamada normalización y la magnitud de su efecto en el valor internacional del dólar.

En este ambiente tan incierto es difícil proyectar la evolución que seguirán los principales indicadores de actividad y precios en nuestro país, y por ende, el curso de la política monetaria. Con todo, el mercado proyecta que el instituto emisor mantendría la TPM durante el resto de 2015, pero la llevaría hasta 3,5% durante el próximo año. Así, el Banco Central enfrenta una situación compleja, con factores domésticos que presionan la inflación a la baja, pero con riesgos externos que, en esta materia, están sesgados al alza. Por ello, el GPM recomienda, por unanimidad, mantener la TPM en 3% anual, en espera de que las cifras de actividad y precios entreguen elementos adicionales que ayuden a aclarar la futura dirección de la tendencia inflacionaria.