

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Lunes 14 de Septiembre de 2015



**RAFAEL BERGOEING, CARLOS BUDNEVICH, TOMAS IZQUIERDO,
GUILLERMO LE FORT, Y GONZALO SANHUEZA.**

La recuperación de los Estados Unidos y de otras economías avanzadas no ha sido suficiente para evitar una desaceleración global, la que surge de la debilidad más o menos generalizada de las economías emergentes. Con los riesgos en Europa más acotados después de que la crisis griega fuera evitada o postergada por otro acuerdo de asistencia internacional, la preocupación por la desaceleración de la economía China y de las emergentes ha sido el foco de análisis respecto al riesgo global. Pero la percepción de riesgos respecto de China parece estar amplificadas por los espectaculares “swings” en su mercado accionario.

Por otra parte, la recuperación de la actividad y del empleo en la economía norteamericana justifica que se empiece a retirar el estímulo monetario todavía vigente; así y todo, este proceso de normalización genera inquietud por su posible efecto en los precios de los commodities y en las monedas de economías emergentes. Aún sin presiones inflacionarias en dólares el ajuste puede ser iniciado para que la normalización sea pausada y tome años para que la tasa de interés vuelva a su nivel neutral. Si se activaran presiones inflacionarias que terminen acelerando el alza en las tasas de interés en dólares, se podría generar un fortalecimiento marcado del dólar norteamericano y una reducción severa de los precios reales de los commodities. Ante esto las economías emergentes deben estar preparadas para manejar mayores presiones de depreciación real, manteniendo grados de flexibilidad en sus políticas fiscal y monetaria.

A pesar del deterioro del escenario global y sus riesgos, se espera una razonable expansión de la actividad en los socios comerciales de Chile, en torno a 3% este año y algo más el próximo. Al mismo tiempo, el efecto de la caída del precio del cobre sobre los términos del intercambio chilenos ha sido amortiguado por la fuerte reducción en el precio del petróleo durante el último año. Si bien los términos del intercambio han bajado entre 20% y 25% desde el increíble máximo logrado a inicios de esta década, siguen siendo favorables en términos históricos. Lo que más preocupa del ajuste en el precio de los commodities es el efecto del menor precio del cobre sobre el balance fiscal, después de que políticas expansivas generaran un déficit estructural de más de 1% del PIB, incluso con un precio del cobre de largo plazo que parece algo optimista.

La economía chilena ha visto frustradas las expectativas de recuperación por una fuerte caída en la confianza que acentuó la baja en la inversión privada, tomando posteriormente un ritmo “cancino” de expansión algo sobre 2% anual. Este se proyecta continúe el próximo año apoyado en parte por un tipo de cambio real que se mantiene 10% por encima de su promedio de largo plazo. Dado que las tasas de interés reales de largo plazo continúan cerca de su mínimo histórico, es claro que la debilidad de la inversión y de la demanda no se asocia al nivel de los costos de financiamiento.

A pesar de que la brecha del PIB es negativa, la inflación se mantiene por encima del rango meta ya casi por 1 año y medio y no se espera que ello cambie en los próximos trimestres. El persistente desvío de inflación respecto de su meta se asocia al sostenido ritmo de depreciación del peso, a tasa anual de dos dígitos, a lo que se suma un incremento del costo laboral unitario que no baja del 6% anual. Así las distintas medidas de inflación efectiva y subyacente se ubican entre 4.5% y 5.0% anual, las relacionadas a los bienes transables muestran tendencia a subir y las de los no transables se estabilizan, ambas claramente fuera del rango meta. De esta manera no existen evidencia de un retorno próximo y espontáneo de la inflación hacia su meta ya que hay remanentes de incrementos de costos aun no traspasados a precios a lo que se suma una marcada indexación salarial. Además la depreciación del peso puede ser retomada en cualquier momento por alzas en las tasas de interés en USD. El persistente desvío de la inflación sobre la meta arriesga la pérdida del ancla de las expectativas, las que si bien ya exceden el 3% anual aún no se han alejado mayormente de ese valor, pero después de tantos meses fuera del rango meta las amarras se debilitan y algunos parecen creer que la meta sería aumentada.

No solamente no existen espacios para nuevas bajas en la TPM, sino que para lograr cumplir la meta de inflación se hace necesario que la tasa suba en respuesta a los datos de inflación. El 0.7% mensual de agosto es solo un antecedente más, que reitera la seriedad del problema y la necesidad de actuar revirtiendo algunas de las últimas bajas de tasas que la experiencia muestra estuvieron demás. La duda es si la primera alza de 25 puntos base debería realizarse en esta o en alguna de las próximas reuniones, pero en todo caso, un alza de 25 puntos base antes de fin de año, llevando la TPM a 3.25%, parece un mínimo necesario para asegurar que en el horizonte de política la inflación regrese al centro del rango meta. Como existen diferencias respecto al momento de actuar, pero acuerdo en cuanto al sesgo alcista la recomendación del GPM es anunciar dicho sesgo pero postergar por uno o dos meses el alza de tasa.

En suma, a pesar de alguna desaceleración y ciertos riesgos, el escenario global sigue apuntando hacia un razonable crecimiento en los socios comerciales de Chile y una caída acotada de los términos del intercambio. La actividad interna crece lentamente con una inversión privada que continúa débil y con los índices de confianza privada deteriorados. A pesar de ello la inflación muestra una marcada persistencia y tanto el IPC como los indicadores subyacentes siguen sobre el techo del rango meta ya por casi un año y medio, y esa situación no se corregirá, ni próximamente ni en forma espontánea. Las presiones provienen de la sostenida depreciación del peso y también del elevado incremento en los costos laborales unitarios. En este contexto, el GPM recomienda, por unanimidad mantener la TPM en 3,00 por ciento anual anunciando un sesgo alcista para los próximos meses.