

# GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

## Comunicado Miércoles 12 de Julio de 2017

---



**RAPHAEL BERGOEING, CARLOS BUDNEVICH,  
TOMÁS IZQUIERDO Y GUILLERMO LE FORT**

**La recuperación de la economía norteamericana es puesta en duda y el valor del dólar se deteriora sin que existan señales de un alza significativa en los precios de los “commodities”. En Chile, el desempleo sube y las remuneraciones se desaceleran en respuesta a una amplia brecha de capacidad. La inflación en doce meses cae bajo el límite inferior del rango meta principalmente como resultado de la apreciación del peso y secundariamente por la menor inflación de servicios. En un contexto de inflación decreciente y bajo la meta, y con brechas de capacidad significativas y ampliándose, el GPM recomienda una baja de 25 puntos base en la TPM, manteniendo una posición flexible respecto de las acciones futuras.**

En medio de la recuperación del crecimiento global, la actividad económica en Latinoamérica continúa estancada, marcada por crisis políticas en Brasil y Venezuela y una lenta salida de la recesión en Argentina. Al mismo tiempo, la recuperación de la economía norteamericana ha sido puesta en entredicho por señales mixtas y al intensificarse el conflicto político y postergarse la definición de cursos de acción futuros en política económica. En el último reporte del FMI se indica que la economía norteamericana se encuentra en pleno empleo y con una tasa de crecimiento tendencial más bien lenta. Elevar la tasa de crecimiento de la capacidad productiva parece muy difícil por la magnitud de las reformas requeridas y las demoras de implementación y efectividad, por lo que el énfasis de política debería estar en el retiro del estímulo monetario y fiscal. Aún con el ajuste en materia fiscal prácticamente paralizado, los mercados esperan que cualquier retiro significativo del estímulo monetario siga siendo postergado según lo indica la estructura de tasas de interés de corto y mediano plazo. Implícito en esta estructura hay expectativas de que las alzas importantes en la tasa de fondos federales no vendrán antes de dos años plazo, e incluso que hacia fines de 2019 la tasa recién llegaría a 2%, lo que implica tasas de interés reales negativas por los siguientes 18 meses.

El valor del dólar se deteriora en relación a monedas avanzadas, particularmente el Euro, revirtiendo la tendencia seguida a partir del Brexit. Los cambios políticos en los Estados Unidos luego de la elección de Trump y la derrota en Europa de candidatos anti-integración parecen estar en el origen de la depreciación del USD. Esto ha repercutido en el tipo de cambio peso-dólar que durante todo lo que va corrido de 2017 se mantiene reducido y menor que en el mismo mes del año anterior. A pesar del menor valor de la moneda norteamericana no existen señales de un alza significativa y generalizada en los precios de los “commodities” ni en los precios en dólares de los socios comerciales chilenos. Los precios de granos, del petróleo, el cobre y otras materias primas, parecen fluctuar en torno a tendencias estables luego de las alzas de 2016. Solo el oro y

algunos alimentos elaborados han vuelto a subir más o menos sostenidamente en las últimas semanas. Por su parte, el índice de precios externos en dólares de los socios comerciales chilenos muestra una inflación en 12 meses que promedia 1% anual durante todo el último año. En consecuencia, la inflación en dólares sigue baja, aunque existen riesgos de aceleración.

El Imacec de mayo alcanzó a una expansión de 1,3% que marca una recuperación después de 4 meses de virtual estancamiento, la que responde a sectores distintos del minero. En el segundo trimestre el PIB crecería a una tasa cercana al 1% anual y la inversión podría dejar de caer gracias al incremento de las importaciones de bienes de capital, y pese a que el sector construcción continúa contrayéndose. Como el primer semestre está cerrando con un crecimiento del orden de 0,5% anual, se requiere de una fuerte recuperación en el segundo semestre para alcanzar un crecimiento anual entre 1.0% y 1,5% para todo 2017. Aunque así fuera la brecha de capacidad continuará ampliándose entre 1,5 y 2 puntos del PIB durante 2017.

El mercado laboral sigue dando señales de debilidad, primero porque el empleo por cuenta propia representa el grueso del incremento en la utilización de mano de obra y segundo porque este ya no es suficiente para evitar alzas en la tasa de desempleo que ya llega a 7% a nivel nacional. Por otra parte, la variación en el índice de remuneraciones se ha reducido de 5.5% en junio de 2016 a poco más de 4% en mayo recién pasado en respuesta al deterioro del mercado laboral.

El Índice de Precios al Consumidor registró una variación mensual negativa de -0.4% en junio con lo que la tasa de inflación anual del IPC bajó a 1,7%, con las medidas subyacentes, IPCX1 e IPCSAE, mostrando tasas similares. La inflación en 12 meses para los servicios se sigue reduciendo y llega a 3,1% anual en junio, comparado con el 4.7% registrado en junio de 2016. Esta caída refleja el menor ritmo de incremento de costos laborales y la compresión de márgenes asociados a la brecha de capacidad. La inflación anual de bienes transables consistente con este cuadro no solo es baja, sino que es negativa.

Los riesgos principales de origen doméstico son deflacionarios y se relacionan con un mercado laboral que se deteriora lo que puede intensificar la caída de la inflación de servicios, alejando a la inflación IPC del límite inferior del rango meta y eventualmente desanclando las expectativas. Los riesgos de origen externo son inflacionarios y se asocian a la evolución de las tasas de interés de largo plazo en dólares, las que si bien siguen siendo extraordinariamente bajas lo son en reflejo de una política monetaria que podría ser abruptamente corregida frente a la emergencia de presiones inflacionarias. Esto podría tener un fuerte impacto sobre el valor del peso y aumentar la inflación de transables.

Hay riesgos en ambos sentidos, pero la inflación doméstica ya está bajo la meta y la brecha de capacidad se sigue ampliando, lo que haría más urgente evitar los riesgos deflacionarios. Esto se lograría mediante menores tasas locales que favorecerían tanto a una depreciación del peso como a un aumento en el ritmo de expansión de la actividad doméstica. Eventualmente la depreciación podría llegar a ser excesiva, pero en las condiciones actuales parece haber márgenes y tiempo suficiente para que, actuando con flexibilidad, la inflación regrese y se mantenga al interior del rango meta.

**En este contexto, el GPM recomienda bajar la TPM a 2,25% anual, aclarando que las acciones futuras deben depender de la evolución de los escenarios doméstico e internacional, para permitir una normalización de la tasa de inflación en línea con su meta.**