

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Lunes 12 de Noviembre de 2012



GRUPO DE
POLÍTICA MONETARIA

**MANUEL AGOSIN, JUAN EDUARDO COEYMANS, TOMAS IZQUIERDO
GUILLERMO LARRAÍN Y GONZALO SANHUEZA**

Considerando que las presiones inflacionarias de costos y las expectativas de inflación se encuentran en niveles que no constituyen una amenaza inmediata para el logro de la meta de inflación, pero que existe un riesgo a la baja en el ritmo de crecimiento debido a la todavía delicada situación internacional, el GPM recomienda por unanimidad de sus miembros mantener la tasa de política en 5%.

No obstante los elevados registros de inflación mensual en los dos últimos meses, éstos pueden ser considerados como un fenómeno transitorio y no significan una amenaza significativa al cumplimiento de la meta de inflación del Banco Central. En efecto, la inflación mensual del IPC en octubre fue 0,6% tras 0,8% en septiembre, sin embargo, la variación en 12 meses fue de 2,9% en octubre y 2,8% en septiembre. El fuerte aumento de la inflación en los dos meses pasados se explica en buena parte por el alza de los precios de las frutas y verduras que experimentaron una variación mensual del 7,4% en septiembre y 9,3% en octubre. Más aún, el IPCX y el IPCX1 mostraron una baja variación mensual de sólo 0,2% y 0,1%, respectivamente. Por otro lado, la variación en 12 meses fue de 2,1% y 2,0% respectivamente.

Por otro lado, las expectativas de inflación diciembre a diciembre para los próximos 12 meses se encuentran ancladas en torno al 3% y las expectativas de inflación diciembre a diciembre para el 2012 se ubican bajo el centro del rango-meta.

La inflación de los no transables en 12 meses, resultante del fuerte impulso de la demanda interna, fue de 4,4%, similar al 4,5% del mes anterior, cifras que superan el rango de la meta. Este componente del IPC global fue compensado por un alza de los transables de sólo 1,8% en doce meses. Esta composición de la inflación entre transables y no transables obliga a estar alerta si la baja inflación de los transables se empezara a revertir. Sin embargo, esta eventualidad no se vislumbra cercana en el horizonte de los próximos meses considerando la situación internacional y la evolución del tipo de cambio.

Aunque la probabilidad de una recesión con crisis financiera en la zona euro se ha reducido gracias a las medidas del Banco Central Europeo y las autoridades europeas, la incertidumbre con respecto a si España se acogerá a un programa con los fondos de rescate europeos ha vuelto a acrecentar las dudas con respecto a si la UE logrará aunar criterios para superar su crisis. Asimismo, las expectativas de crecimiento para esa zona se han recortado fuertemente, entrando en una recesión moderada. En efecto, para el bloque de los 17 países se espera una disminución del producto agregado de -0,4% en el año corriente y un crecimiento leve de +0,1% en 2013, tras pronósticos del -0,3% y +1,0% respectivamente en mayo. La Comisión

de la UE espera una recuperación sólo recién en el año 2014, con un crecimiento pronosticado del 1,4 % para ese año.

Asimismo, el índice IFO de expectativas económicas de la zona euro (encuesta realizada a 270 economistas de la zona euro) sufrió una caída fuerte en octubre, bajando de 88,9 puntos en el tercer trimestre 2012 a 81,7 puntos en octubre (se considera que el promedio de largo plazo es de 109 puntos).

En las últimas semanas, Francia ha entrado al foco de atención de los analistas. La Comisión Europea pronostica un crecimiento del PIB de sólo 0.4% en 2013, por lo cual se espera que el déficit fiscal de Francia romperá nuevamente la barrera del 3% establecido en el Tratado de Maastricht. La economía alemana, que se había mostrado robusta en los últimos meses, empieza a sufrir las consecuencias del bajo nivel de la demanda en la zona euro. Para el PIB, la Comisión Europea espera un crecimiento del 0.8% para 2012 y 2013 y recién una recuperación con un crecimiento del 2% en 2014. Para España se pronostica una caída del PIB de 1,4% en 2013 y una lenta recuperación en 2014 con un crecimiento del 0,8%. El déficit fiscal esperado para este año de España es del 8,0% del PIB; para los 2013 y 2014 se proyectan déficits del 6,0% y del 6,4% respectivamente. También se espera un aumento de la tasa de desempleo que alcanzaría un promedio 26,6% en el próximo año.

Un escollo adicional no menor para la recuperación de la situación internacional es el “precipicio fiscal” o *fiscal cliff* de E.E.U.U., que se refiere a una combinación de recortes fiscales junto con fuertes aumentos tributarios a partir de 2013, los que fueron acordados para la aprobación de la ley del año 2011 mediante la cual se aumentó el límite para la deuda pública de EE.UU. Si no hay un nuevo acuerdo entre el gobierno y el Congreso de E.E.U.U. para hacer un ajuste más suave que los 560 billones de dólares envueltos, E.E.U.U. podría caer en una recesión, afectando significativamente al resto de la economía mundial. Dado este panorama, es muy probable que las partes envueltas logren un acuerdo a tiempo.

Noticias más alentadoras vienen de China, donde el crecimiento económico mostró una recuperación sorpresiva. Así, en octubre, la producción industrial creció en 9,6% respecto de igual mes del año anterior. Para el crecimiento del PIB, diferentes fuentes esperan una tasa entre 8% y 9% para el último trimestre del año, después de un aumento de sólo 7.4% en el tercer trimestre. No obstante esta recuperación de la actividad, la inflación en China se ha mantenido en niveles bajos - 1,7% fue la variación en 12 meses en octubre, tras 1,9% en septiembre - lo cual da flexibilidad adicional a las autoridades para una mayor relajación monetaria.

Aparte de la baja inflación en China, las otras presiones de costo provenientes del exterior están en niveles bajos. En la Zona Euro, a pesar del impacto del alza del IVA en algunos países miembros, la inflación en 12 meses se mantiene cercana al 2% meta. En forma similar, la inflación de EE.UU. se mantiene también en el orden del 2%. Por otro lado, aunque el tipo de cambio observado respecto al dólar estadounidense ha mostrado un leve aumento durante octubre, situándose actualmente en niveles cercanos a los 480 pesos por dólar, mientras el cobre permanezca en los niveles actuales y persista la presión de entrada de los flujos de capitales, el tipo de cambio debiera mantenerse en torno a los niveles actuales. Por último, el precio promedio del petróleo WTI bajó en 5,29 dólares por barril durante octubre respecto del mes anterior, situándose en niveles cercanos a los 90 dólares por barril durante octubre y ha seguido disminuyendo en los últimos días ubicándose en torno a 85 dólares por barril.

La tasa de desempleo en el trimestre móvil de julio a septiembre fue 6,5%, lo cual constituye un aumento leve del 0,1% respecto de septiembre, pero una disminución del 1,1% en comparación con octubre del año pasado. La fuerza de trabajo experimentó un incremento del 0,6% en 12 meses, mientras el empleo, que ha ido desacelerándose, aumentó en 1,6% durante el mismo período.

El menor desempleo y la reducción del ritmo de inflación en 2012 respecto a 2011, han elevado ligeramente las tasas de crecimiento de los salarios reales y de los costos de la mano de obra, generando presiones salariales marginalmente mayores a los aumentos de productividad media del trabajo. En efecto, la variación en 12 meses del índice de costo de la mano de obra en septiembre fue de 3,8%, similar a la variación promedio interanual de los meses previos de 2012. Considerando una expansión del PIB esperada para este año algunas décimas más que 5% y un aumento del empleo en torno a 1,8%, la variación de la productividad media del trabajo sería ligeramente menor que el aumento de costos salariales. Aunque todavía no constituyen una amenaza importante al cumplimiento de la meta inflacionaria, se deben monitorear atentamente estas presiones en el futuro.

La evolución de la actividad interna ha sido sorprendente dado el contexto internacional. El crecimiento del IMACEC en 12 meses llegó a 4,6% en septiembre, pero con 3 días hábiles menos. En el período enero-septiembre el crecimiento interanual fue 5,4%. Este crecimiento se ha basado en el consumo e inversión, lo que se explica por elevados términos de intercambio y buenas expectativas de crecimiento. El aumento de los ingresos laborales, derivado de un mercado laboral apretado, ha contribuido a sostener el aumento de consumo. Sectores no transables importantes están creciendo a tasas mayores a 7% (electricidad, gas, agua, construcción y comercio) y el resto de servicios a tasas mayores al 6%. Estos sectores están compensando el deterioro del crecimiento de los transables, golpeados por la menor demanda externa y por un relativamente bajo tipo de cambio real (explicado por el alto precio del cobre y los niveles de gasto). Así, en septiembre el índice de producción industrial (IPI) publicado por el INE mostró en variación en 12 meses del -0.6%. En este mismo período la actividad de la industria manufacturera bajó en un 5,6%, mientras que la de la minería aumentó en un 2,3%.

Considerando que las presiones de costos y las expectativas de inflación se encuentran en niveles que no constituyen una amenaza inmediata para el logro de la meta de inflación, pero que existe un riesgo a la baja en el ritmo de crecimiento debido a la todavía delicada situación internacional, el GPM recomienda por unanimidad de sus miembros mantener la tasa de política en 5%.