

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Miércoles 17 de Julio de 2019



**CARLOS BUDNEVICH, TOMÁS IZQUIERDO, GUILLERMO LE FORT,
JUAN PABLO MEDINA Y VERONICA MIES**

El crecimiento de la actividad interna se recupera lentamente, lo que posterga el cierre de las brechas de actividad y empleo locales. Por otra parte la desaceleración global exacerbada por medidas proteccionistas y guerra comercial está generando caídas en el precio de materias primas y una intensificación del estímulo monetario internacional lo que puede, eventualmente, presionar a la apreciación del peso y transmitir presiones deflacionarias externas. En este contexto, el GPM recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 2,5%, enfatizando un sesgo a la baja y que el momento y monto de su próximo movimiento dependerá, fundamentalmente, de la evolución del escenario externo de dónde provienen los principales riesgos.

La tasa de desempleo en los Estados Unidos continúa siendo extraordinariamente baja y alcanza apenas a 3.4% en mayo (3,7% desestacionalizado) mientras que el ritmo de crecimiento del empleo, aunque se ha desacelerado, sigue siendo un notable 1,6% anual. La expansión de la actividad ha sido sostenida por un período particularmente largo, aunque se inicia después de la peor recesión desde la depresión de los 30. A pesar de que la tasa de crecimiento económico excede ya por largo tiempo el crecimiento potencial, las presiones inflacionarias no se han hecho sentir. La inflación IPC ha caído bajo el 2% anual y la del deflactor del consumo personal se ubica en torno a 1,5% anual, habiendo revertido completamente la aceleración del año anterior. Por otra parte, los indicadores de expectativas de inflación de largo plazo asociados al diferencial de tasas de interés entre instrumentos nominales y reales, que a mediados de 2018 se incrementaban, empujándose algo sobre 2% anual, han decaído durante los últimos meses a menos de 1,8% anual.

Después de tantos años de sostenida expansión de la economía norteamericana es natural esperar una desaceleración del crecimiento de la actividad y el empleo. Los indicadores sectoriales del segundo trimestre ya la evidencian, en particular en lo referente a la producción industrial, la que venía creciendo al 4% anual hacia fines de 2018, se desaceleró a 3.5% anual en el primer trimestre de 2019 y alcanza a menos de 2% anual en lo que va corrido del segundo trimestre.

La desaceleración de la economía norteamericana es tenue comparado con la que afecta al resto de la economía global. En China el crecimiento del PIB del segundo trimestre de 6,2% es el registro más bajo en casi tres décadas, mientras que en el resto de Asia emergente los datos de producción industrial también muestran una clara desaceleración en el segundo trimestre. En Europa la producción industrial va pasando

desde el estancamiento a una ligera contracción. Algo similar ocurre en Brasil, Argentina y México lo que afecta al conjunto de las economías latinoamericanas cuya actividad industrial también se contrae. Este menor dinamismo de la actividad económica global más que relacionada al ciclo norteamericano parece ser consecuencia de la sostenida escalada en las tensiones comerciales, las que como hemos señalado generan perspectivas de una desaceleración global más marcada a partir de 2020. Las amenazas y la imposición efectiva de restricciones comerciales y las correspondientes réplicas empiezan a afectar las cadenas de suministro global. Esto tiende a frenar el comercio internacional, a revertir las ganancias de eficiencia y bienestar que este genera y a desacelerar la actividad, incrementando el riesgo de una nueva recesión global.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento global ha tenido un impacto negativo en el precio de las materias primas. El precio del cobre de junio de 2019 es 16% menor al registrado en el mismo período del año anterior, mientras que el del petróleo WTI es 14% inferior. En contraste, el precio del oro se ha incrementado en 6% respecto a igual período del año anterior, y durante julio ha alcanzado máximos que no se veían desde la crisis sub-prime. La mayor incertidumbre induce la búsqueda de activos de refugio y el oro es uno de ellos. Sin embargo, los tipos de cambio del dólar respecto de monedas avanzadas como el Euro y el Yen no registran cambios significativos.

Las tasas de interés de largo plazo representadas por los retornos a madurez de los bonos soberanos de las economías avanzadas registran caídas de importancia. Las tasas de interés de los bonos a 10 años del Tesoro de los EE.UU han descendido 90 puntos base en el último año, la mitad de esta caída se ha registrado en los últimos dos meses. Por su parte las tasas de interés reales en dólares (TIPS a 10 años) han caído en 40 puntos base en el último año, lo que implica una caída de casi medio punto porcentual en las expectativas de inflación. Las tasas de interés a 10 años de la deuda Federal Alemana en Euros (Bunds) ha caído en 70 puntos base en el último año y el retorno nominal de estos instrumentos se ha hecho negativo (-0.30% anual). Implícito en estos movimientos de las tasas de interés de largo plazo está una abundante liquidez global, una fuga hacia activos considerados seguros y una trayectoria esperada decreciente y prolongadamente deprimida de las tasas de interés de corto plazo. Se espera que la política monetaria sea utilizada activamente como antídoto contra los efectos que genera el deterioro de las reglas multilaterales sobre el comercio internacional y la actividad económica global. Es dudoso que una política monetaria expansiva pueda ser un instrumento efectivo para este tipo de shock, el que afecta también al crecimiento potencial de mediano y largo plazo, pero las autoridades monetarias parecen decididas a implementar políticas ultra expansivas.

El crecimiento de la economía chilena fue particularmente lento en el primer trimestre de este año, 1,6% de crecimiento del PIB, y para el segundo trimestre sobre la base de los datos de Imacec de abril y mayo se proyecta una tasa algo mayor al 2% anual. El crecimiento del PIB no minero superaría el 2,5% anual mientras su velocidad en el margen se aproxima al 3% anual lo que si bien reafirma las perspectivas de un mejor segundo semestre también implica un lento cierre de brechas de capacidad no utilizada. Las condiciones del mercado laboral, medido con los datos del INE, no muestran cambios sustantivos, aunque en el trimestre móvil terminado en mayo, el empleo total y la fuerza de trabajo crecieron en 12 meses 1,4% y 1,5%, respectivamente, con lo que la tasa de desempleo ha subido algo sobre 7%. Por su parte, las remuneraciones reales a abril siguen mostrando un crecimiento interanual levemente superior a 2%.

La inflación chilena a junio sigue por debajo del centro del rango meta con la inflación IPC en 12 meses en 2,3% y la IPCSAE o subyacente en 2,1%. La inflación anual de bienes no transables ha bajado a 2,8%

anual, mientras que la de transables es de solo 1,6%. El lento crecimiento de la actividad hace prever que las holguras de capacidad prevalecerán por más tiempo, prolongando la expectativa de inflación bajo la meta. Según la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central, los pronósticos de inflación para diciembre del 2019 se mantienen bajo 3% aunque a diciembre del 2020 se convergería a la meta. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido algo bajo 2,8% anual.

La tasa de depreciación del peso en doce meses se ubica en torno a 6% anual, lo que de mantenerse podría ayudar a la convergencia inflacionaria. Sin embargo, la probable reducción de la tasa de Fondos Federales de los Estados Unidos, junto con otras medidas de aumento en la liquidez global podrían tender a apreciar el peso chileno en los próximos meses, lo que podría reducir aún más la inflación en bienes transables. Sin embargo también es posible que el deterioro del escenario externo con caída en el precio de las materias primas tienda a depreciar el peso, sobre todo después de la sorpresiva baja de 50 pb en la TPM. Por esto parece conveniente hacer una pausa en el ajuste de la TPM y así poder medir mejor la necesidad de nuevas acciones de política monetaria. Con todo, es evidente que los riesgos inflacionarios en este momento están sesgados a la baja, principalmente por el efecto cambiario que puede transmitir los recortes de tasas internacionales, los que de ser muy pronunciados pueden ampliar el desvío inflacionario local incluso amenazando el ancla de expectativas.

El crecimiento de la actividad interna se recupera lentamente, lo que posterga el cierre de las brechas de actividad y empleo locales. Por otra parte la desaceleración global exacerbada por medidas proteccionistas y guerra comercial está generando caídas en el precio de materias primas y una intensificación del estímulo monetario internacional lo que puede eventualmente presionar a la apreciación del peso y transmitir presiones deflacionarias externas. En este contexto, el GPM recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 2,5%, enfatizando un sesgo a la baja y que el momento y monto de su próximo movimiento dependerá, fundamentalmente, de la evolución del escenario externo de dónde provienen los principales riesgos.