

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Miércoles 13 de Enero



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

Las cifras de actividad y precios conocidas este mes estuvieron por debajo de las expectativas. El Imacec para noviembre alcanzó a 1,8%, menor al rango 2,2 – 2,7% que proyectaba el mercado. La inflación, por su parte, fue nula durante diciembre, mientras los analistas esperaban un rango 0,1 a 0,2%. La principal preocupación hoy es la apreciación reciente del dólar, que ha alcanzado sus niveles máximos desde comienzos de la década pasada, lo que dado el alto traspaso a inflación observado durante el año pasado, podría retrasar aún más el retorno de la inflación al rango meta. Además, todos los indicadores de inflación subyacente continúan elevados, con el riesgo de que se desanclen las expectativas a 24 meses. Por otro lado, la debilidad de la actividad, el deterioro de las condiciones internacionales y una incipiente reducción en la inflación salarial recomiendan cautela. Consecuentemente, el GPM recomienda (por unanimidad) mantener la TPM en 3,5%, pero conservando el sesgo al alza, en espera de nuevos antecedentes sobre la evolución de la inflación efectiva y esperada por el mercado.

En el plano internacional las noticias recientes no han sido buenas. Las manufacturas en EEUU registraron en diciembre su mayor caída en 6 años, reflejo del temor de los inversionistas por la desaceleración china y la tensión en Medio Oriente. Y los mercados financieros globales siguen volátiles. Durante los primeros días de este año la bolsa china acumula pérdidas cercanas al 10% y muchos otros mercados también han retrocedido con fuerza. El cobre ha sido significativamente afectado, con su valor spot y futuro transándose bajo los 2 USD/lb por primera vez en una década.

A pesar de ello, el Banco Mundial proyecta una leve recuperación de la actividad global durante 2016, esperándose un 2,9%, frente al 2,4% registrado el año pasado, pero con diferencias relevantes entre regiones. Mientras Estados Unidos se expandiría algo bajo 3%, Europa lo haría más cerca de 1,5% y Japón sólo marginalmente sobre 1%. América Latina, por su parte, se estancaría durante este año tras contraerse 0,9% durante 2015, y las economías emergentes asiáticas se desacelerarían.

Para la región, las preocupaciones principales continúan siendo la disminución del precio de los productos básicos y el deterioro de los términos del intercambio, la debilidad de los flujos comerciales y de capital, especialmente en un contexto de normalización monetaria en Estados Unidos, y los episodios de inestabilidad financiera, como los observados recientemente en China. En un contexto

de mediano plazo, sigue preocupando el efecto en la economía mundial de la transición gradual de este país asiático hacia un modelo de crecimiento basado más en el consumo y los servicios.

En Chile, el Imacec de noviembre alcanzó en base anual a 1,8%, y 1,5% en términos desestacionalizados y la velocidad del último trimestre móvil se ubica bajo 1% anual. Estas cifras preocupan aún más dado que noviembre tuvo un día hábil adicional que en 2014, y se originarían en parte en bajas transitorias en el sector minero. Pero la debilidad de la actividad reciente se explica no sólo por el comportamiento de ese sector, pues manufacturas y servicios también se han desacelerado significativamente. Las expectativas de Imacec del mercado para diciembre proyectan una expansión incluso menor, 1,6%, afectada por una base de comparación más exigente. Así, el último trimestre de 2015 se expandiría en torno al 1,5%, y el año en 2%. Para 2016 se espera una expansión similar.

El Índice de Confianza Empresarial (IMCE) terminó el año en 42,3 puntos, es decir, en la zona pesimista. Desde marzo 2014, cuando marcó por última vez más de 50 puntos, su deterioro ha sido constante. En promedio, la confianza se mantuvo incluso por debajo del 2009, en plena crisis subprime. Estos índices sugieren que durante 2016 la inversión no se recuperará significativamente. De hecho, durante diciembre las importaciones de bienes de capital volvieron a contraerse. Estas, que explican la mayor parte de la inversión en maquinaria y equipos, sugieren que la inversión privada habría caído durante el cuarto trimestre, después de un fuerte rebote durante el trimestre previo.

El resto de las cifras de comercio exterior también reflejan una demanda anémica. La balanza comercial acumuló un superávit de sólo US\$ 4.142 millones en 2015, 47% menor al año previo. Esto se explicó por caídas anuales tanto en las exportaciones (-16,3%) como en las importaciones (-12,8%). Incidió el menor precio de las materias primas en las exportaciones mineras (-18,2%) y agropecuarias, silvícolas y pesqueras (-7,9%); y la menor demanda regional en las exportaciones industriales (-15,2%). Finalmente, el desempeño de las importaciones en 2015 se explicó por contracciones en todas las categorías: bienes de consumo (-8,3%), bienes intermedios (-17,1%) y bienes de capital (-5,0%).

A pesar de la desaceleración económica, el desempleo continuó bajando, ubicándose a nivel nacional en 6,1%, gracias a factores estacionales y una baja expansión de la fuerza laboral. Pero las remuneraciones y costo de la mano de obra se han desacelerado en comparación al promedio observado durante los últimos dos años.

La inflación en Chile, a pesar de haber sido nula por segundo mes consecutivo, volvió a superar el techo del rango meta del Banco Central, alcanzando 4,4% en 2015. Si bien este rebote era esperado por base de comparación, la lentitud con la que se desaceleran los indicadores subyacentes y la evolución reciente de algunos índices parciales, como el IPC servicios, obligan a monitorear las presiones inflacionarias globales, los efectos indexatorios y las expectativas de mercado. Preocupan los efectos de segunda vuelta que podría tener una depreciación mayor del peso durante 2016 y, en lo inmediato, las alzas puntuales que ocurrirán durante enero, cuando se materialicen aumentos en las tarifas de electricidad y en gastos financieros, dado el aumento del impuesto de timbres y estampillas. Finalmente, preocupa también la trayectoria del dólar que ha alcanzado su mayor valor nominal en 12 años, superando los \$730. Una parte importante de las presiones inflacionarias recientes se debe a la depreciación del peso y su efecto en los bienes importados. Una vez más, podría retrasarse la normalización inflacionaria que esperan el mercado y las autoridades macroeconómicas.

En este contexto, el GPM recomienda dejar la TPM en su actual 3,5%, junto con la mantención de un sesgo al alza en la tasa, a la espera de nueva información sobre actividad, dólar y expectativas.