

# **GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Comunicado Miércoles 16 de Marzo 2016**

---



**RAPHAEL BERGOEING, CARLOS BUDNEVICH,**

**TOMÁS IZQUIERDO, GUILLERMO LE FORT Y GONZALO SANHUEZA**

**El crecimiento de la actividad se ha reducido marcadamente, aunque el empleo crece a tasas sorprendentes y al parecer no sostenibles. El deterioro de las condiciones internacionales podría contribuir a inclinar la balanza hacia el estancamiento y reforzar una incipiente caída en la inflación de costos laborales. Sin embargo, la inflación observada ha vuelto a incrementarse, esta vez como resultado, principalmente, de alzas puntuales de impuestos y de tarifas. Afortunadamente la depreciación del peso se ha moderado alcanzando tasas anuales de un dígito las que, de mantenerse, deberían también contribuir al retorno de la inflación subyacente al rango meta, a lo que se agrega la caída observada de precios de alimentos y combustibles. Dado que llevamos 24 meses con la inflación sobre el rango meta no hay demasiado margen para la espera y la política monetaria deberá actuar si no se generan avances tangibles en los próximos meses. Consecuentemente, el GPM recomienda (por unanimidad) mantener la TPM en 3,5%, pero conservando un sesgo alcista y una activa vigilancia de los indicadores inflacionarios y sus precursores tales como la depreciación del peso y el alza en los costos laborales unitarios.**

La situación internacional ha mostrado algunas tendencias preocupantes durante el primer trimestre del año, aunque en las últimas semanas se ha observado una ligera mejoría en algunas variables. La desaceleración de la economía China amenaza con profundizarse; Europa sigue estancada, a lo que se suman conflictos por la masiva llegada de refugiados y las amenazas de salida del Reino Unido de la Comunidad; América Latina continúa afectada por la contracción de la actividad en Brasil e importantes conflictos políticos en varios países de la región. Solo la actividad en EEUU continúa recuperándose, aunque con menor intensidad que en trimestres pasados. Los precios de los “commodities” siguieron bajando, y en particular el precio del cobre llegó a transarse puntualmente bajo los 2 USD/lb por primera vez en una década, pero se ha recuperado en las últimas semanas. Los mercados financieros globales han registrado amplia volatilidad y la bolsa china llegó a caer 25% respecto de diciembre, aunque ha subido ligeramente en las últimas dos semanas. Por su parte, el S&P500 y el MSCI global llegaron a acumular pérdidas cercanas al 10% respecto de diciembre; sin embargo, a mediados de marzo la tasa de caída de ambos indicadores se ha reducido a menos de la mitad de la señalada.

Las proyecciones de crecimiento de la actividad global para 2016 tienden a ser revisadas a la baja y en general no se espera que la tasa de crecimiento del PIB global supere el 3,1% a PPC del año pasado, aunque las proyecciones todavía vigentes del WEO del FMI indican una pequeña aceleración. De acuerdo al WEO las economías avanzadas acelerarían marginalmente su crecimiento gracias a la contribución de Estados Unidos. Por su parte, las economías Emergentes también acelerarían su

expansión a pesar de la desaceleración de China debido al fin de la recesión en Rusia y la aceleración de India y de otras economías menores. América Latina eso sí seguiría en situación de estancamiento afectada por el deterioro de sus términos del intercambio, la debilidad de los flujos comerciales y financieros y el riesgo de nuevos episodios de inestabilidad financiera.

En Chile, el crecimiento en 12 meses del Imacec en el trimestre Noviembre-Enero promedia 1,2%, mientras que la velocidad del último trimestre móvil des-estacionalizada llega a 1.7% anual. El crecimiento de enero fue el más bajo en algún tiempo (0.3% en 12 meses), pero esta cifra estuvo muy afectada por una fuerte caída en la actividad minera que tiene elementos transitorios. El sector servicios es el que mantiene un cierto dinamismo, particularmente la Construcción, el Turismo y el Comercio, aunque se considera que estos también deberían decaer en los próximos meses. Las expectativas de crecimiento de la actividad para febrero alcanzan a 1,3% anual, mientras que para el primer trimestre llegan a 1.0% y para el año 2016 como un todo a 1.7%.

Las cifras de comercio exterior de los primeros dos meses de 2016 indican una demanda interna débil, pero no inerte. Las importaciones de bienes de capital se expanden en más de 10% en valor (en USD) respecto de igual período del año anterior, lo que implica una expansión real importante considerando que los precios internacionales en dólares caen. Así la inversión en maquinaria y equipos crece reforzando el efecto positivo que sobre la inversión está teniendo la actividad de la construcción. En contraste las importaciones de bienes de consumo se contraen en 5% en el bimestre, lo que implicaría estancamiento en términos reales dada la probable caída de los precios internacionales. Las importaciones de bienes intermedios caen en 20% en el mismo período, pero considerando la caída del precio del petróleo esto podría ser consistente con estancamiento de los volúmenes importados. Por su parte, las exportaciones han caído 10% en valor durante el primer bimestre del año, pero esto es consistente con un pequeño incremento de los volúmenes considerando las significativas caídas de precios internacionales: el precio del cobre cae en 20% respecto a igual período del año anterior y el aumento de valor del dólar en los mercados internacionales pone presión a la baja en los precios de productos agrícolas e industriales. Las exportaciones mineras caen en valor -15%, las agropecuarias, silvícolas y pesqueras -4% y las exportaciones industriales en -7%.

Sorprende el sostenido incremento del empleo a una tasa de 2% anual en el trimestre noviembre-enero el que no refleja la desaceleración en la actividad y que además implica un muy bajo o nulo incremento en la productividad. Consecuentemente, y ayudado además por factores estacionales el desempleo ha seguido bajando, ubicándose a nivel nacional en 5,8%. Por otra parte, los índices de remuneraciones y costo de la mano de obra han dejado de desacelerarse y su tasa de variación nominal anual vuelve a casi 6% en el caso de las remuneraciones y 6.5% en el caso del costo de mano de obra, pero no es claro que ello se asocie al mayor empleo. Así, las remuneraciones reales a inicios de 2016 se incrementan entre 1% y 1.5% anual dependiendo del indicador, lo que supera con claridad el crecimiento estimado en la productividad.

La inflación ha registrado dos meses consecutivos con tasas elevadas y el exceso de la inflación anual respecto del techo del rango meta del Banco Central se ha ampliado nuevamente. Si bien esta aceleración era esperada como resultado de efectos puntuales de la reforma tributaria y alzas en tarifas eléctricas, la evolución de los indicadores de inflación subyacente y en particular la inflación de servicios, obligan a mantener una vigilancia muy estrecha. Una parte importante de la alta inflación vigente se debe a los efectos rezagados de la depreciación del peso y su efecto en los precios de bienes. Afortunadamente la depreciación del peso se ha estado moderando ya por varias semanas y la continuación de este proceso es importante para que se retome la tendencia a la baja y la inflación gradualmente converja al rango meta. Esperamos que esto ocurra en los próximos meses, pero si las

presiones se reactivan con una nueva depreciación del peso o mayores alzas de salarios nominales, las autoridades monetarias deberán actuar en consecuencia.

**Así, el GPM recomienda (por unanimidad) mantener la TPM en 3,5%, pero conservando un sesgo alcista y una activa vigilancia de los indicadores inflacionarios y sus precursores, tales como la depreciación del peso y el alza en los costos laborales unitarios.**

