

### CCS: Alterando el tipo de cambio y el panorama inflacionario

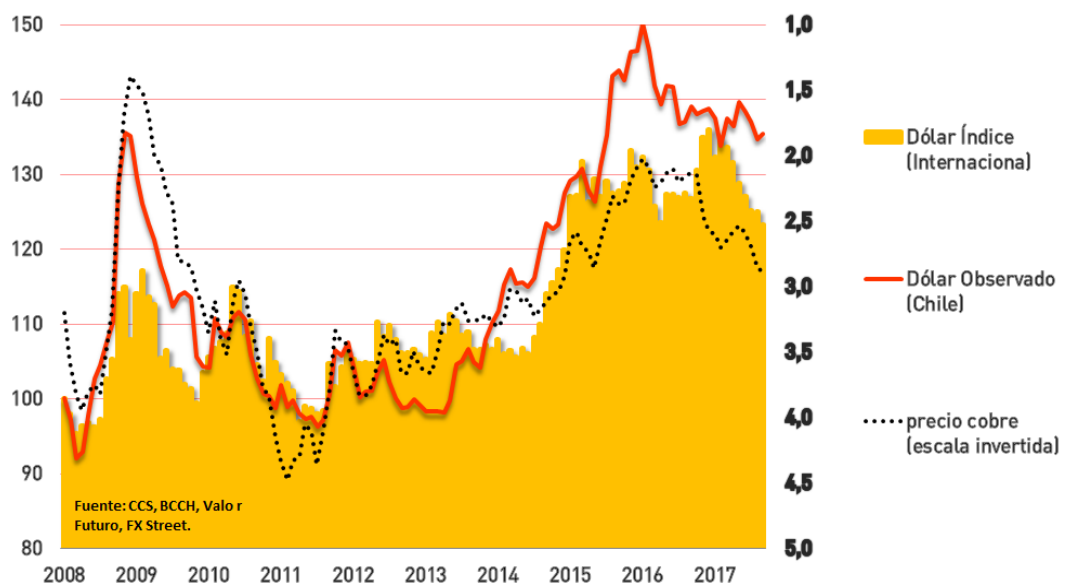
## Debilidad global del dólar y alza del cobre imponen un fuerte sesgo a la baja en la TPM

La paulatina recuperación del tipo de cambio durante toda la primera parte del año, ha sido abruptamente interrumpida al iniciarse el segundo semestre de 2017. Desde que alcanzó su mayor valor en mayo de 2017, el dólar observado ha descendido en alrededor de 25 pesos, desde \$ 674 hasta valores del orden de \$ 648, logrando perforar la barrera de los \$ 650 por dólar. Ello ha significado resituarse al valor del tipo de cambio dentro de valores mínimos observados en los últimos dos años. El descenso fue particularmente acelerado en las últimas dos semanas de julio, que registró más de la mitad de la corrección de precios.

La presión a la baja del tipo de cambio está fundamentalmente explicada por dos fuerzas que están actuando en la misma dirección: el desplome del valor del dólar en los mercados internacionales (resumido en el dólar índice) –si bien se ha pausado en estos últimos días ante los favorables datos de empleo y tasa de desocupación en EEUU- y un súbito y pronunciado aumento en el precio del cobre a lo largo del mes de julio y lo que va corrido de agosto.

La CCS estima que para la economía chilena una caída sostenida del tipo de cambio que avance por debajo de los \$ 645 por dólar tiene la capacidad para acelerar la caída del ritmo inflacionario en los próximos meses, arrastrando en forma más prolongada los índices relevantes debajo del rango meta del Banco Central.

Dólar Observado vs Dólar Índice en los Mercados Internacionales (enero 2010=100)



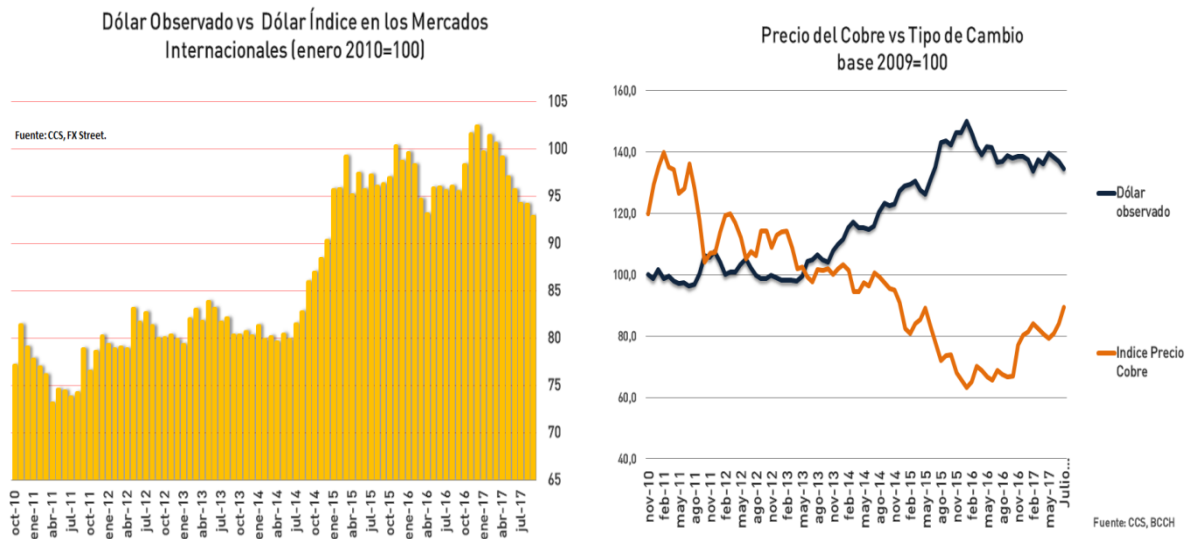
# INFORME de COYUNTURA

## CAMARA DE COMERCIO DE SANTIAGO (CCS)

Por ahora, el dólar índice ha tenido una corrección de -8,4% entre marzo y fines de julio de 2017, sólo comparable en intensidad con eventos como la crisis global de 2009 y la del euro en 2011. En los primeros días de agosto se ha producido un leve rebote técnico, asociado a los favorables datos de empleo y una mejoría en el optimismo económico de los consumidores, pero las tensiones del frente político, la alicaída confianza empresarial, así como las mejorías en la Zona Euro y China, no permiten augurar que la tendencia declinante del dólar está concluida.

Por su parte, el cobre ha tenido un súbito rally, subiendo alrededor de 13 puntos porcentuales desde mayo último, 11 de los cuales se concentraron en el mes de julio. Durante los primeros días de agosto esta tendencia se ha mantenido, acercando el valor spot a los US\$ 2,9 por libra.

El comportamiento sincronizado de ambos precios, cobre y dólar índice, está contribuyendo a afectar el valor del dólar en el mercado local, aunque la incidencia de la cotización del metal rojo es la más poderosa. De acuerdo a nuestros cálculos, alrededor de un tercio de la corrección de precios que ha tenido el dólar observado en los últimos meses proviene del descenso en el precio del dólar índice, y los dos tercios restantes se explican por el alza en el precio del cobre, incluidos otros factores de orden doméstico.



### Los catalizadores del dólar en mercados globales y del precio del cobre

La abrupta caída en el valor del dólar de Estados Unidos, medido en relación a una canasta de principales monedas del mundo, ha sido sorprendente, puesto que ha venido de la mano de una recuperación de la economía norteamericana, que presenta tasas de desocupación cercanas al desempleo natural y que anticipan una pronta recuperación de los salarios.

Sin embargo, diversos fenómenos podrían estar explicando el acentuado debilitamiento de la moneda norteamericana: el crecimiento previsto 2017 y 2018 ha sido corregido a la baja por el FMI y el Banco Mundial, entre otros, hasta un 2% a 2,1%, los precios de los bonos del Tesoro han caído desde que la nueva administración política de EEUU asumió el poder, la inflación se

# INFORME de COYUNTURA

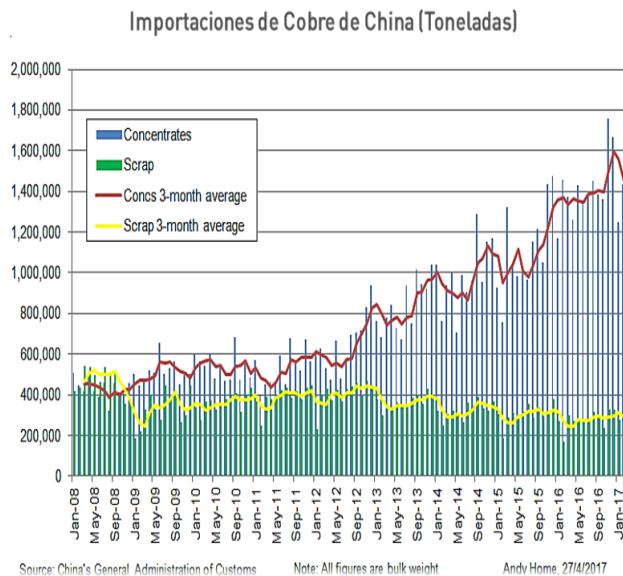
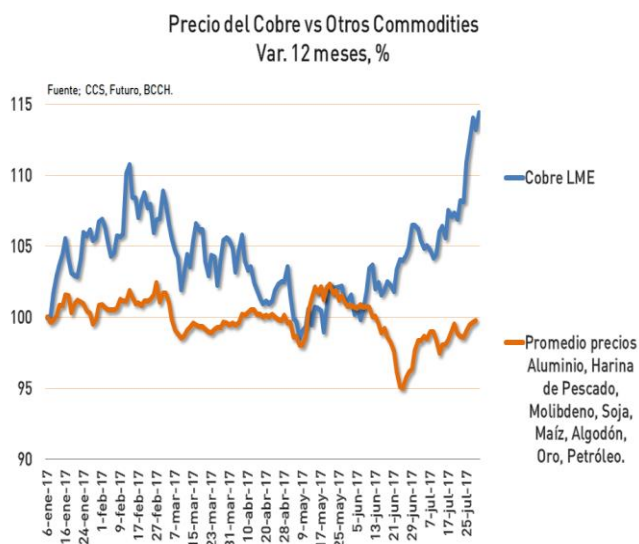
## CAMARA DE COMERCIO DE SANTIAGO (CCS)

mantiene en niveles muy bajos (1,6% en 12 meses en junio) y puede permanecer bajo el 1,8% a lo largo del resto del año.

Todo esto configura un escenario en el cual el mercado ha descontado que la normalización monetaria, caracterizada por tasas de interés más altas, será más lenta que lo esperado. De hecho, la FED modificó en su última reunión de política monetaria el tenor de su lenguaje, y dejó se referirse al 2017 como punto de partida para la reducción de su abultada tenencia de bonos y en su lugar señaló que dicho proceso lo iniciaría relativamente pronto. Ello ha sido entendido como la mantención por un tiempo algo más prolongado de la política monetaria acomodaticia y un status quo de tasas de interés, con los consiguientes efectos sobre el valor del dólar en los mercados internacionales.

Un proceso similar, aunque de mayor intensidad (y en sentido inverso), se observó en el mes de mayo de 2013, cuando la FED anunció precipitadamente el retiro de los estímulos monetarios, lo que causó devaluaciones generalizadas de las monedas de los países emergentes, un desplome de las principales plazas bursátiles y una caída en los precios de los bonos soberanos. El dólar observado en Chile subió súbitamente de \$ 475 en la primera quincena de mayo de ese año a \$ 505 los primeros días de junio.

El cobre, por su parte, ha mostrado un rally fuertemente alcista, empujado en alguna medida por la devaluación del dólar, desligándose de la trayectoria del resto de los commodities. Este acelerado aumento de precios ha coincidido con los recientes anuncios por parte de China de la prohibición de importar a fines de 2018 cobre chatarra, incluido cable eléctrico, chatarra a granel y motores, lo que probablemente impactará el mercado real de refinados del mundo.



Este aumento se enmarca en un control más severo por parte de las autoridades chinas de los desechos extranjeros y reducción de los índices de contaminación. En la actualidad China

# INFORME de COYUNTURA

## CAMARA DE COMERCIO DE SANTIAGO (CCS)

representa alrededor del 45% de la demanda global de cobre, pero se abastece además de vendedores de chatarra, que proveen entre un 10% y un 20% del consumo chino de cobre.

Las importaciones de cobre chatarra estuvieron descendiendo a lo largo de los últimos cuatro años, pero durante 2017 han mostrado un fuerte repunte, con alzas a dos dígitos en los primeros meses del año, en respuesta a la moderada recuperación en el precio del cobre refinado y concentrado y a las expectativas sobre las prohibiciones que se impondrán en el futuro próximo.

### Implicancias para Chile: ¿Nuevos recortes en la TPM?

El debilitamiento del dólar en EEUU y el alza en el precio del cobre han estado actuando simultáneamente sobre el dólar observado en las últimas semanas, llevando su precio a valores mínimos no observados en los dos últimos años. Estas fuerzas que están actuando sobre la paridad cambiaria tienen la capacidad para seguir profundizándose y prolongándose en los próximos meses, con lo que las perspectivas para el tipo de cambio presentan un importante sesgo a la baja.

Para la economía chilena una caída sostenida del tipo de cambio por debajo de los \$ 645 por dólar tiene la capacidad para acelerar la reducción del ritmo inflacionario en los próximos meses, arrastrando los índices relevantes debajo del rango meta del Banco Central de Chile.

Hasta antes de la ocurrencia de este nuevo evento referido al tipo de cambio, la inflación presentaba una fuerte caída, desde 2,7% en 12 meses en marzo a 1,7% en junio y julio. **Estimamos que este nuevo elemento que surge en la coyuntura impone un importante sesgo a la baja en la política monetaria, en un contexto en que la caída del tipo de cambio podría no ser transitoria y coincidir con una extrema debilidad en el crecimiento económico y en la creación de empleos por parte del sector privado.**

