



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 223 celebrada el día jueves 11 de junio de 2015

En Santiago de Chile, a 11 de junio de 2015, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente don Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards, don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asisten el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido, y en su representación, durante la segunda parte de la Reunión, concurre el Subsecretario de Hacienda, don Alejandro Micco Aguayo.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Juan Pablo Araya Marco;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
doña Gloria Peña Tapia;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Jefe del Departamento Análisis Internacional,
don Diego Gianelli Gómez;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 223, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2015 se celebre el día jueves 17 de ese mes.



A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Jefe del Departamento Análisis Internacional señor Diego Gianelli para efectos de que presente el escenario internacional.

El señor Diego Gianelli inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer lugar, señala que en materia financiera, las curvas de rendimiento se empinaron, observándose que las tasas largas han recuperado los niveles de mediados del año 2014,; y que las monedas se depreciaron de forma generalizada frente el dólar, en un contexto de elevada volatilidad, mayor percepción de riesgo y un ajuste a la baja en los precios de renta variable. Hace notar que estos hechos son consistentes con la reversión de los flujos de capitales a economías emergentes que se había registrado en las últimas semanas.

En segundo término, plantea que los datos de actividad del primer trimestre decepcionaron, ratifican una desaceleración del crecimiento mundial respecto del cierre de 2014, y están en línea con las expectativas internas consignadas en el Informe de Política Monetaria, IPoM, de junio. Agrega que hacia adelante, las perspectivas, especialmente las medidas por los PMI industriales, muestran una señal de recuperación gradual y cierto grado de optimismo.

A título de última noticia destacada en el ámbito internacional, menciona que Grecia postergó para fines del presente mes el pago de €300 millones al Fondo Monetario Internacional, FMI, previsto originalmente para el 5 de junio último; y que las autoridades griegas se encuentran gestionando la prórroga del plan de rescate, logrando hasta el momento que el Banco Central Europeo extienda en €2.300 millones, hasta €83.000 millones, el tope del programa de Asistencia de Liquidez de Emergencia, ELA. A este respecto, recuerda que la extensión de dicho programa finaliza a fines de junio, lo que pone algún grado de urgencia a la búsqueda de una solución por parte de sus autoridades.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace presente que la clasificación de riesgo de Grecia fue rebajada nuevamente, precisando el señor Diego Gianelli que la agencia Standard & Poor's bajó recientemente desde CCC+ a CCC la calificación de su deuda soberana.

El señor Gianelli prosigue con su presentación indicando que en el plano financiero, las tasas de interés de largo plazo exhibieron un retroceso luego de la última Reunión, seguido de un fuerte aumento. Sobre el particular, señala que este movimiento se explicaría por el *sell-off* observado a partir del sorpresivo dato de inflación en la Zona Euro, tres décimas mayor que lo anticipado, y la reacción del mercado al discurso del Presidente del Banco Central Europeo señor Mario Draghi, quien desestimó la importancia de la volatilidad financiera actual como preocupación prioritaria de ese organismo. Agrega que según la descomposición basada en Adrian para identificar los premios por plazo, estos movimientos de tasas habrían estado muy influidos por una descompresión de premios por plazo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que en la Zona Euro los premios por plazo y la tasa efectiva de los bonos a 10 años serían iguales. Luego, de acuerdo con las expectativas, la tasa para los próximos 10 años sería igual a cero.

El señor Diego Gianelli explica que el método que se utiliza para dicho cálculo no surge de la hipótesis de expectativas para determinar la tasa de política monetaria futura, sino que considera los componentes principales sobre la estructura de tasas de interés.



Expresa que como medida alternativa a la descomposición de Adrian, y con el objetivo de identificar en qué medida puede vincularse el comportamiento de las tasas de interés a expectativas de cambios en la política monetaria, se analizaron los *spreads* para tasas cortas —de dos años a tres meses—, los *spreads* para las tasas de duración media —entre 2 y 5 años—, y los *spreads* para el tramo largo de la curva —entre 5 y 10 años—. De acuerdo con ello, los primeros estarían más vinculados a la política monetaria de corto plazo; el *spread* de tasas de mediano plazo tendría incorporado efectos de premios por plazo y de la política monetaria de mediano plazo; y el *spread* de tasas largas tendría un efecto menor de política monetaria, ya que en ese aspecto, las expectativas entre el quinto año y el décimo año son más estables en el tiempo.

Menciona que al efectuar esta descomposición para Europa y Estados Unidos de América, se advierte que en la primera el aumento del *spread* cercano a los 100 puntos base en los dos episodios de *sell-off* que hubo en el mercado se explica principalmente por movimientos en las tasas de mediano y largo plazo. En Estados Unidos de América, en tanto, el aumento del *spread*, de 70 puntos base aproximadamente en ambos episodios, se distribuye de forma equilibrada entre el corto y largo plazo, aunque el principal movimiento se observa en el *spread* de mediano plazo, lo que daría cuenta de efectos algo mayores de política monetaria en el caso de Estados Unidos de América que en la Zona Euro.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación, haciendo notar que en el mes de mayo, los datos del mercado laboral en Estados Unidos de América añadieron presiones sobre los salarios y precios. En efecto, tratándose del empleo total y del sector servicios, los datos de creación de empleo mensual superaron el promedio del primer trimestre del año y el promedio del período 2011-2014. En los sectores manufacturero y de bienes, en cambio, la creación de empleo mensual se vio afectada por efectos transitorios, como el crudo invierno, los paros portuarios de la costa oeste y la incidencia del tipo de cambio real, observándose cifras significativamente menores que las registradas entre los años 2011 y 2014. Agrega que la tasa de desempleo aumentó de 5,4 a 5,5% en dicho mes por un aumento en la participación, elemento positivo desde el punto de vista de la recuperación de la economía norteamericana; y que el índice de costos salariales comenzó a elevarse, superando levemente su promedio histórico.

En lo concerniente a la evolución esperada de las tasas de política monetaria en Estados Unidos de América y la Zona Euro, informa que el mercado ha anticipado el comienzo del proceso de normalización respecto de lo esperado un mes atrás, situando en septiembre la primera alza por parte de la Reserva Federal.

Por otra parte, manifiesta que varios bancos de inversión y contrapartes han advertido sobre una menor liquidez en el mercado de renta fija, en especial en Estados Unidos de América. Precisa que entre los argumentos que explicarían la baja liquidez en el mercado de T Bills se contempla que a partir del año 2011 los volúmenes operados se han ajustado a la baja; el *turnover* se ha reducido desde el año 2007; la participación de los operadores primarios habría caído en el tiempo y mantendrían un monto de liquidez menor como porcentaje del mercado; ha aumentado la frecuencia en el uso de *trading* por algoritmos, lo que genera mecánicamente ciertas posiciones masivas en una determinada dirección; y la mayor profundidad en el mercado de renta fija se ubica en los tramos más cortos de la curva.

Añade que la menor liquidez en el mercado de renta fija sería consistente con un aumento de la volatilidad que sería de carácter transitorio, razón por la que podría revertirse en los próximos días.

El Presidente señor Rodrigo Vergara recuerda que el reciente Informe de Estabilidad Financiera, IEF, también da cuenta de esta menor liquidez, particularmente en bonos corporativos y en instrumentos soberanos de mayor riesgo.



El Consejero señor Sebastián Claro solicita se precise si este fuerte aumento de las tasas largas forma parte de la volatilidad normal de las últimas semanas o si responde a razones de carácter más estructural.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon señala que hay una combinación de factores. Por un lado, una visión macro de mediano plazo más benigna, asociada a tasas de interés algo más elevadas o a una normalización de tasas más rápida en Estados Unidos de América y Europa, que es consistente con los datos de mayor inflación registrados en la Zona Euro y perspectivas más positivas para la actividad en general, a lo que se suma una corrección en los premios por riesgo asociada a alguna reasignación de portafolios.

Expresa que de acuerdo con el análisis presentado, al descomponer el cambio en el *spread* en distintos tramos de la curva de tasas, suponiendo que los tramos más cortos están asociados mayormente a la política monetaria y los tramos más largos a cambios en premios, se advierte que en la Zona Euro los movimientos se concentraron fundamentalmente en el *spread* entre 5 y 10 años, mientras que en Estados Unidos de América estuvieron presentes tanto en la parte más corta como en la más larga de la curva, lo que podría sugerir la presencia de efectos macro. Añade que en el caso de la Zona Euro, el efecto del QE podría haber generado una sobrereacción del mercado, que llevó a que la parte más larga del *spread* se devuelva.

Por último, aclara que con este ejercicio se ha querido poner una nota de cautela respecto del aumento que exhibe la volatilidad de las tasas de interés en lo más reciente y sobre una posible reversión de la misma en el corto plazo.

El Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz plantea que en el IEF del primer semestre de 2015 se recoge la discusión referida a los cambios en la estructura del mercado renta fija y sus posibles consecuencias en la liquidez. Comenta que la Reserva Federal no obstante reconocer las preocupaciones por estos cambios estructurales en dicho mercado, ha consignado que todas las medidas de liquidez de su mercado de renta fija no dan cuenta de aumentos de la volatilidad, como tampoco de problemas de liquidez.

El Consejero señor Pablo García considera que este tema debe ser abordado en perspectiva, ya que niveles bajo 65 o 70 puntos base no solo se han observado desde principios del año pasado, sino que también en el período previo a la crisis financiera del año 2008 y en el bienio 2012-2013 con ocasión de la implantación del programa QE en Estados Unidos de América. Incluso más, plantea que el nivel promedio de volatilidad del período 1990 – 2004 es de 110 puntos base, razón por la que valores en torno a 85 puntos base serían consistentes con niveles históricos. En su opinión, podríamos estar presenciando un retorno a niveles de volatilidad más normales, una vez superadas las rigideces de las tasas cortas y el QE como el principal *driver* de lo que acontece en los mercados de renta fija.

El señor Diego Gianelli retoma su presentación y hace notar que el empinamiento de las curvas de rendimiento en el último mes se observa también en un conjunto más amplio de economías. En efecto, las pendientes se han empinado en todos los países de la muestra, a excepción de Rusia, India y Brasil, que son economías que habitualmente tienen un importante componente idiosincrásico en los movimientos del mercado de renta fija. Agrega que ello se ha dado en un contexto de una depreciación generalizada de las monedas frente al dólar, entre las cuales destacan las de Chile, Colombia y Turquía, que después del rublo resultan ser las más depreciadas entre las monedas analizadas.



Asimismo, menciona que el riesgo y la volatilidad, medidos por los CDS y el VIX, respectivamente, han aumentado respecto de la RPM previa; y que tasas más elevadas y mayores premios por riesgo han presionado los precios de activos bursátiles a la baja en la mayor parte de las economías, a excepción de China, cuya bolsa de valores subió ante la expectativa de su incorporación al MCCI, que finalmente no se concretó.

En lo concerniente a política monetaria, destaca los movimientos a la baja en Nueva Zelanda, Corea, India y Hungría. Comenta que el recorte acordado por el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda fue sorpresivo, generando una fuerte depreciación de su moneda, que se encontraba muy apreciada respecto de sus pares; y que, en contraposición, Brasil continúa contrayendo su política monetaria e incluso algunos sectores anticipan alzas adicionales de aquí a fin de año. Añade que en lo que va corrido del presente ejercicio, todas las economías, excepto Brasil, han recortado sus tasas y que algunas han implantado políticas no convencionales, como es el caso de la Zona Euro y China.

Con respecto a los flujos de capitales, señala que las entradas de recursos a economías emergentes exhibieron bastante estabilidad durante el último mes. Sin embargo, al excluir a China, se observa una caída cercana a US\$5.000 millones, de los cuales US\$3.000 millones corresponderían a salidas de no residentes de América Latina. Precisa que dichos flujos se han canalizado hacia economías desarrolladas, en especial hacia renta variable japonesa y renta fija de Estados Unidos de América. Agrega que en Latinoamérica, los flujos dan cuenta de salidas generalizadas, pero especialmente significativas en Brasil y Colombia.

En materia de actividad y precios, indica que las recientes entregas de Cuentas Nacionales de varias economías ratifican un crecimiento del primer trimestre algo menor que el registrado al cierre del año 2014, en línea con lo consignado en el último IPoM.

Expresa que en lo más reciente, las sorpresas positivas en materia de indicadores de corto plazo se han trasladado desde la Zona Euro a Japón; que Estados Unidos de América se mantiene en niveles negativos en términos de sorpresas, a pesar que el mercado laboral, inmobiliario y las ventas minoristas han sorprendido positivamente; y que en China, el indicador registra una caída importante en los últimos dos meses.

Por su parte, los indicadores de expectativas, medidos por los PMI, muestran señales más optimistas de la economía hacia adelante; y los niveles de inflación externa se estabilizan, pero a niveles históricamente bajos.

Hace presente que los datos de crecimiento del primer trimestre del año confirman una desaceleración global de la actividad algo mayor que lo esperado. En efecto, Estados Unidos de América mostró una caída importante en la segunda entrega, que ya estaba incorporada en las expectativas; y Canadá, donde se esperaba una tasa de crecimiento de 0,3%, registró un retroceso de 0,6%, debido, en parte, a la caída del precio de los combustibles y la menor inversión en plataformas petroleras. Japón, en cambio, sorprendió nuevamente al mercado al exhibir un crecimiento anualizado cercano a 4%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que la tasa de crecimiento de España sería superior a 3% en el primer trimestre de 2015, algo mayor que la que se consigna en la tabla que se contiene en la lámina N° 15 de la presentación.

El señor Diego Gianelli reitera que las sorpresas positivas exhiben una rotación desde la Zona Euro hacia Japón, y que en Estados Unidos de América continúan decepcionando. Agrega que en China, este indicador ha disminuido significativamente, y si bien los datos más recientes de ventas minoristas y de producción industrial revertirían en parte dicho retroceso, se han observado registros negativos desde hace varios meses, en línea con el indicador de expectativas PMI que se encuentra bajo el pivote 50.



Resalta que las expectativas industriales, medidas por el PMI manufacturero, sorprendieron positivamente en todas las economías, con excepción de China, Brasil y México. En efecto, los PMI del mes de mayo mejoraron respecto del mes previo y se sitúan por sobre el pivote de expansión de 50 puntos, dando cuenta de una visión más optimista en este ámbito.

En materia de inflación, plantea que los indicadores muestran señales mixtas, aunque destaca la sorpresa positiva en la Zona Euro, donde el registro de mayo fue de 0,9%, mayor que el 0,6% del mes previo. Agrega que los datos de inflación muestran una estabilización en el margen; y que la inflación en moneda local ha moderado su caída por el repunte de los precios de los combustibles, pero se mantiene en niveles históricamente bajos.

Por otra parte, indica que los precios de *commodities* muestran movimientos leves a la baja, y destaca la reversión de las alzas registradas por los precios del cobre y del petróleo Brent.

Hace presente que la caída del precio del cobre se atribuye al bajo nivel de importaciones chinas, otros datos negativos de dicha economía y también a cambios en las posiciones financieras muy relacionados con movimientos de rebalanceo de portafolios hacia el corto plazo.

Tratándose del precio del petróleo, informa de un aumento de la producción en Estados Unidos de América por mayores precios y cambios en las posiciones financieras. En efecto, los últimos datos semanales de producción muestran un nuevo repunte desde 9,2 a 9,6 millones de barriles diarios, que se explica por mayor productividad.

En relación con el precio del cobre, señala que las proyecciones del IPoM, así como las de Consensus Forecast y del CRU, son algo más independientes del dato *spot*, no así las del precio del petróleo, que están muy incididas por el dato marginal que se observa en la punta.

Al concluir su presentación, el señor Diego Gianelli menciona que en el mes de mayo, el índice FAO alimentos registró una caída de 1,4% frente al cierre del mes anterior, que se explica por caídas importantes en cereales y lácteos y, en menor medida, carnes. Añade que en el caso de lácteos, aún persisten los efectos por el levantamiento de las cuotas de producción en Nueva Zelanda; y que el aumento en las proyecciones recoge la posible recuperación de los precios de cereales.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del señor Diego Gianelli y, a continuación, concede la palabra para consultas y comentarios.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que la descompresión de premios no justifica por sí sola la reciente de alza de tasas, razón por la que solicita se profundice el análisis sobre la materia.

Asimismo, llama la atención sobre la debilidad de los datos de la economía china, en particular sobre el último registro de crecimiento industrial, de solo 6,1% y que, contrariamente a lo observado históricamente, es inferior al PIB. En su opinión, es extraño ver cifras de crecimiento industrial menores que el crecimiento del producto por un período más bien prolongado, ya que es poco probable que la estructura de la economía china haya cambiado en un tiempo tan acotado, planteando, por tanto, la conveniencia de efectuar un análisis más a fondo.



El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés considera que la evolución reciente de las tasas largas no puede analizarse en forma independiente del comportamiento de otros precios de activos, como los de la bolsa de valores o el tipo de cambio. En su opinión, al revisar la evolución de dichos precios en su conjunto resulta difícil concluir que se trata de una normalización macro de importancia, cobrando más sentido la hipótesis que dicho comportamiento estaría vinculado a *shocks* derivados de pronunciamientos del *policy maker*.

En segundo término, consulta acerca de la visión de la Gerencia de División Estudios respecto de una inflación en dólares tan baja para la tasa de interés real externa relevante para Chile.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace referencia al nuevo plazo otorgado a Grecia para pagar la cuota al FMI, que vence a fines de mes, y consulta si se dispone de información adicional sobre los principales puntos de desencuentro en las negociaciones.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon señala que la información macroeconómica disponible no es suficiente para explicar el cambio observado en las tasas largas. Agrega que en Zona Euro, las reacciones de mercado y las reasignaciones de portafolios no solo han afectado a otros mercados, sino que se han relacionado también con cambios relevantes en las tasas en otras regiones del mundo, en las bolsas de valores y en los premios por riesgo, entre otros.

Indica que en el contexto actual, gran parte de la volatilidad que exhiben distintos precios dice relación con reasignaciones importantes de portafolios entre inversionistas más que con un cambio fundamental en la visión macro. Luego, a pesar de este escenario de alta volatilidad de las tasas de interés, la visión macro global contemplada en el último IPoM sigue siendo válida en materia de crecimiento, inflación y tasas.

El señor Diego Gianelli informa que la extensión del *bailout* de Grecia vence a fin de mes, como también el pago de la cuota al FMI. Luego, debería haber algún tipo de acuerdo antes de esa fecha. Añade que las pensiones y temas vinculados con el nivel de austeridad que está dispuesto a aceptar el gobierno griego son los principales puntos en discusión.

No habiendo más consultas ni comentarios en lo concerniente al escenario internacional, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la exposición del escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes da inicio a su presentación refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno acontecidos desde el cierre del IPoM. En primer término, señala que los datos conocidos desde entonces son coherentes con el escenario base, que redujo el rango de crecimiento de la actividad y mantuvo la perspectiva de convergencia gradual de la inflación hacia el rango meta. En efecto, el registro de Imacec del mes de abril fue menor que lo previsto y con ello, las proyecciones de la actividad y de la demanda de corto plazo se corrigieron marginalmente a la baja. Por su parte, el registro de inflación del mes de mayo estuvo en línea con lo esperado, aunque la estimación de corto plazo se revisó al alza, principalmente por el impacto cambiario en los combustibles.

Recuerda que entre los riesgos identificados en el IPoM se contempló la eventual ocurrencia de episodios de alta volatilidad en materia de tasas de interés mundiales y paridades. Manifiesta que dicho riesgo se materializó y se tradujo en una depreciación del peso que incidió en forma mecánica en la proyección del precio de los combustibles de corto plazo y, por ende, de la inflación. No obstante, de revertirse el panorama cambiario, tendría lugar un nuevo ajuste de las proyecciones de inflación, dando cuenta de que estas están altamente determinadas por movimientos cambiarios de corto plazo.



Por otra parte, menciona que las expectativas de empresarios y consumidores se mantuvieron en niveles pesimistas.

Asimismo, informa que la tasa de desempleo se mantuvo en 6,1% y que el dato más relevante del mercado laboral provino de los salarios, cuyo registro del mes de abril fue inusualmente bajo, moderando su tasa de crecimiento anual.

Resalta que en el último mes, el peso acumuló una depreciación de 4%, mayor que la registrada por nuestros socios comerciales y en línea con el escenario de mayor volatilidad financiera internacional. Agrega que al cierre estadístico de la presente Reunión, el tipo de cambio real *spot* se ubicó en torno a 95,4.

A título de último hecho destacado del período en el ámbito interno, comenta que el mercado anticipa la mantención de la tasa de política monetaria, TPM, en la presente Reunión; y que la Encuesta a Operadores Financieros, EOF, y la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, ubican la primera alza de tasa en el primer semestre del año 2016.

A continuación, el señor Miguel Fuentes se refiere a la evolución de los indicadores de actividad y demanda. Expresa que las proyecciones de actividad fueron corregidas a la baja por el menor dinamismo de los sectores de recursos naturales y PIB resto. En particular, precisa que el Imacec del mes de abril presentó un bajo desempeño en los sectores de recursos naturales y una sorpresa muy negativa en el sector EGA, específicamente en generación eléctrica.

Por otra parte, el PIB resto se ha corregido a la baja por una debilidad en el sector otros servicios, que incluye transporte y comunicaciones, servicios personales y administración pública, que fue compensada en parte por un desempeño mejor que el esperado del sector servicios financieros empresariales.

Respecto de las velocidades de crecimiento, señala que en el caso del PIB resto se ha asumido una velocidad más moderada para el segundo trimestre, en línea con los datos recientes. Añade que los antecedentes disponibles no alcanzan a modificar la velocidad de expansión trimestre a trimestre que se consignó en el último IPoM.

Asimismo, hace presente que las proyecciones de demanda final se han ajustado a la baja por estimaciones de menor crecimiento del consumo privado y público. En efecto, el dato de Imacec de abril dio cuenta de un consumo privado habitual algo menos dinámico, y la última cifra de ejecución presupuestaria del Gobierno reflejó también un gasto algo menor. Por su parte, la formación bruta de capital fijo no ha registrado novedades que modifiquen la proyección del último Informe.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que estas correcciones le parecen relevantes, ya que a menos de dos semanas de la publicación del último IPoM el crecimiento del PIB del segundo trimestre se está revisando a la baja en tres décimas y en dos décimas el del tercero, lo que implica algo más de una décima de menor crecimiento anual.

El señor Miguel Fuentes si bien recuerda que los trimestres tienen distintos pesos relativos, señala que al mantener la proyección de crecimiento para el cuarto trimestre que se consigna en el IPoM de junio, el del año 2015 sería una décima menor.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon informa que dicha corrección se explica en un 60% por el peor desempeño del sector recursos naturales, principalmente EGA y minería; y que la corrección del PIB resto, que es la más relevante desde el punto de vista del ciclo económico, es bastante menor.



El señor Miguel Fuentes acota que el sector EGA se ha visto afectado por la sequía, que de revertirse podría incidir positivamente en los datos sectoriales más específicos considerados en la proyección.

Al continuar con su presentación, menciona que las expectativas empresariales mostraron un deterioro durante el mes de mayo. En efecto, el Indicador Mensual de Confianza Empresarial, IMCE, dio cuenta de un retroceso en todos los sectores y que los niveles de confianza se mantienen en terreno pesimista y bajo sus promedios históricos. A este respecto, anticipa que de no mediar una recuperación de las expectativas, las tasas de crecimiento de la economía difícilmente serán superiores a las contempladas en el último Informe.

En relación con el consumo privado, señala que los últimos datos confirman su lento ritmo de expansión, y que las expectativas de los consumidores, medidas por el Índice de Percepción de los Consumidores, IPEC, persisten en niveles pesimistas, bajo los 50 puntos. En contraposición, las compras de durables muestran un repunte, que sería atribuible a la compra de televisores con motivo de la realización de la Copa América 2015.

El Presidente Rodrigo Vergara hace mención a la fuerte caída que registraron las ventas de automóviles en el mes de mayo, del orden de 20% en términos interanuales.

El señor Miguel Fuentes precisa que dicha información de ventas, proporcionada por la Asociación Nacional Automotriz de Chile, ANAC, es un dato muy volátil y no es el utilizado en Cuentas Nacionales, sin perjuicio de lo cual reconoce que se trata de una cifra muy negativa y que se asemeja a los niveles de ventas registrados en el año 2010. A título informativo, indica que el número de unidades vendidas en los últimos cuatro años bordea, en promedio, los 27.000 automóviles mensuales, cifra que hoy alcanza a 21.000 unidades mensuales, aproximadamente.

Tratándose del consumo de Gobierno, comenta que la Gerencia de Análisis Macroeconómico construyó un indicador basado en los datos de ejecución presupuestaria proporcionados mensualmente por la Dirección de Presupuestos, DIPRES, que en el margen exhibe un dinamismo algo menor, particularmente en el segundo trimestre del año en curso.

En relación con el mercado laboral, señala que la tasa de desempleo se mantuvo en 6,1%, en un contexto de baja creación de empleo y de reducción de la fuerza de trabajo; y que en términos sectoriales, excluidos los sectores público y agro, el empleo asalariado registró tasas de crecimiento modestas, impulsadas principalmente por el comercio.

Hace notar que el aumento del empleo en el comercio no sería acorde con las cifras de actividad recientes, en especial con los datos del mes de abril, y estaría dando cuenta de un cambio estructural en el sector, que habría adoptado una política que privilegia una mayor contratación de personal y una jornada laboral más reducida.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por el comportamiento de la cantidad de horas trabajadas.

El Ministro de Hacienda señores Rodrigo Valdés manifiesta que la tasa de crecimiento anual de las horas trabajadas habría disminuido alrededor de 1%, en igual magnitud que el aumento de la dotación. En todo caso, advierte que la calidad de la medición de dichas horas le parece incierta.

El señor Alberto Naudon plantea que el empleo asalariado está creciendo muy por sobre 1%.



En opinión del Consejero señor Joaquín Vial, si bien podría haber un efecto horas trabajadas, todos los indicadores de empleo exhiben algún grado de recuperación. A título ejemplar, recuerda que a mediados del año pasado se observó una pérdida de alrededor de 50.000 puestos de trabajo, situación que se revirtió posteriormente.

El señor Miguel Fuentes reanuda su presentación indicando que la fuerza de trabajo se ha desacelerado y que el grupo de jóvenes inactivos —de entre 15 y 24 años— ha disminuido hasta los niveles exhibidos en igual período del año anterior. Asimismo, resalta el aumento del número de personas de 65 años y más que han salido de la fuerza de trabajo por motivos de jubilación.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que el número de inactivos de 65 años y más representa más de la mitad del total de la población clasificada en dicho grupo.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon hace presente que el registro de desempleo es un dato confiable y que el número de inactivos corresponde a un dato residual. En efecto, entre las respuestas de la encuesta, se identifican en primer término a los empleados, luego a los desempleados, correspondiendo la diferencia a los inactivos.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, por varios meses, la tasa de desempleo no había aumentado, debido a un fuerte incremento del empleo por cuenta propia y una debilidad del empleo asalariado. No obstante, dicha situación se ha revertido. Atendido lo expresado, consulta si es posible determinar si ello es atribuible a una fortaleza del mercado laboral o a una salida de los trabajadores por cuenta propia de la fuerza de trabajo.

El señor Alberto Naudon informa que este ejercicio es factible de realizar de manera directa, ya que la Nueva Encuesta Nacional de Empleo, NENE, permite identificar la procedencia de las personas que se han incorporado a la categoría inactivos.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y destaca que los salarios nominales se contrajeron en el mes de abril y registraron la mayor caída mensual desde el año 2011.

Añade que durante el primer trimestre de este año, las tasas de crecimiento mensual se situaron algo por debajo de lo observado en 2014, lo que se tradujo en una reducción muy marginal de las tasas de crecimiento en doce meses. En cuanto al registro de abril, si bien se esperaba una desaceleración propia de la estacionalidad, debido al pago de bonificaciones y premios en el mes de marzo, su caída no solo fue bastante mayor que la anticipada, sino que sorprendió al ubicarse fuera de los rangos históricos para dicho mes.

Hace presente que en términos sectoriales, el índice de remuneraciones, IREM, dio cuenta de menores contribuciones en todos los sectores respecto del mes de marzo, particularmente en comercio, que aportó negativamente por menores comisiones pagadas, en línea con los débiles datos de ventas del sector en abril.

Plantea que a juicio de Gerencia de División Estudios, los salarios nominales se seguirán desacelerando durante el año y las variaciones mensuales se situarán por debajo de los niveles observados en el año 2014, en línea con la menor inflación y actividad esperadas, pero en ningún caso se repetirían variaciones mensuales negativas en los meses siguientes.

Por último, comenta que en términos reales, los salarios siguen creciendo de acuerdo a su promedio histórico y no presentan mayores novedades frente a lo observado en meses previos.



En relación con los mercados financieros, informa que el tipo de cambio se depreció 4% en el último mes, en una magnitud algo mayor que lo que sugieren sus fundamentos y que las monedas latinoamericanas y de países exportadores. Acota que el tipo de cambio real *spot* se ubica en 95,4.

A este respecto, recuerda que el análisis consignado en el último IPoM contempla que, en el corto plazo, el tipo de cambio real estará muy determinado por los movimientos de las paridades y de los precios de activos internacionales, lo que introducirá una cuota importante de volatilidad en los próximos meses. Sin perjuicio de ello, se mantiene la visión de que el tipo de cambio real se depreciará en el horizonte de proyección, en línea con sus fundamentos.

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés consulta por la visión sobre el tipo de cambio real en los próximos trimestres.

El señor Miguel Fuentes indica que a dos años plazo, esto es, a fines del horizonte de proyección, se estima un tipo de cambio real en torno a 97. Agrega que el IPoM de junio se elaboró con un tipo de cambio real en 92, cuando se anticipaba una depreciación más pausada.

En materia de inflación, señala que el registro del mes de mayo fue algo menor que lo anticipado, debido a sorpresas en el componente servicios de transporte del IPCSAE y en el componente alimentos.

Añade que la proyección de corto plazo, esto es, al mes de octubre, considera un incremento de dos décimas en el componente energía, principalmente combustibles, por efectos cambiarios.

En términos de variaciones mensuales y anuales, anticipa un registro de 0,3% para junio, dos décimas mayor que lo proyectado un mes atrás, y que se explica por la entrada en vigencia de las nuevas tarifas eléctricas, prevista originalmente para los próximos meses, y el aumento del precio de los cigarrillos anunciado por la Compañía Chilena de Tabacos. Acota que ambas alzas están incorporadas en la proyección de mediano plazo.

Con todo, precisa que en el mes de junio la inflación alcanzaría a 4,3% en términos anuales y a 3,6% en diciembre, dos décimas por sobre lo contemplado en el IPoM, debido fundamentalmente al cambio en la proyección del precio de los combustibles.

Agrega que la proyección de IPCSAE se mantiene respecto de lo consignado en dicho Informe, ya que la mayor inflación de bienes —por efecto tipo de cambio— es compensada por la menor inflación de servicios registrada en el mes de mayo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por los factores exógenos incorporados en la proyección, en particular los combustibles y tarifas del Transantiago. Por su parte, el Consejero señor Sebastián Claro solicita se precise si la proyección considera un valor de tipo de cambio de \$635.

El señor Miguel Fuentes indica que la proyección considera un tipo de cambio de \$635 e incorpora el alza del precio de combustibles y la caída de \$10 de la tarifa del Transantiago prevista para septiembre, que se asocia al menor precio del diésel. Asimismo, menciona que el Panel de Expertos ha sugerido un alza de \$30 con el objetivo de reducir el déficit estructural; lo expresado, de no mediar la aprobación de un subsidio. En todo caso, dicha propuesta se traduciría en media décima de mayor inflación.

11
07



En lo que respecta a las expectativas inflacionarias, informa que las del mercado se han aproximado a las internas, al igual que los seguros de inflación. Añade que los analistas ya incorporaron la incidencia de la tarifa eléctrica y que las proyecciones de inflación para junio fueron corregidas mayoritariamente al alza, por lo que no debería haber una sorpresa mayor en dicho registro.

Al concluir su presentación, el señor Miguel Fuentes señala que las tasas *benchmark* se mantienen estables y en niveles bajos, y que el mercado sitúa la primera alza de la TPM en el segundo trimestre de 2016.

El Presidente agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés hace referencia a la discusión sobre el alza de tasas en los mercados internacionales y consulta por su efecto en las tasas internas.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon precisa que dicho efecto se ilustra en la lámina N°9 de la presentación. Sobre el particular, manifiesta que el alza de las tasas de interés internacionales se ha traducido en una depreciación generalizada de las monedas frente al dólar y en alzas de tasas en las economías analizadas, con excepción de Chile, Corea, India y Brasil.

El señor Beltrán de Ramón plantea que el comportamiento del tipo de cambio se explica mayormente por movimientos de flujos. Hace notar que en las economías que no suelen intervenir su mercado cambiario, como es el caso de Chile y en menor medida Australia, se observa una nula volatilidad en las tasas y una alta volatilidad en paridades, mientras que en aquellos países que intervienen en dicho mercado, como Perú, Indonesia o Turquía, se advierte la situación opuesta.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:05 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 223.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de diciembre de 2015 se efectuará el día jueves 17 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Alberto Naudon expresa que los datos conocidos desde el cierre estadístico del IPoM de junio estuvieron en línea con lo previsto, de modo que las perspectivas para la economía local y externa no han sufrido cambios relevantes.

En lo concerniente a la economía internacional, destaca los movimientos en los mercados financieros. A este respecto, comenta que las tasas de interés de largo plazo siguen al alza en las principales economías desarrolladas, al tiempo que las curvas de rendimiento se empujan, y que si bien parte de estos comportamientos pueden ser atribuidos a las mejores perspectivas macro de mediano plazo, todo indica que la descompresión de premios por plazo ha jugado también un rol fundamental. En este contexto, señala que la mayoría de las monedas de mercados emergentes se han depreciado frente al dólar, al tiempo que las tasas largas y premios por riesgo han aumentado; que el valor de otros activos riesgosos también ha disminuido y se han observado salidas de flujos de capitales desde la



mayoría de los mercados emergentes. Plantea que estos desarrollos dan cuenta de la alta sensibilidad de los mercados financieros a cambios en las percepciones sobre el panorama macroeconómico en las economías desarrolladas, especialmente respecto de la evolución de sus respectivas políticas monetarias, pero también de que la divergencia entre las políticas monetarias de esas economías puede ser manejada sin alteraciones mayores en el funcionamiento de los mercados, como se asume en el escenario base de proyección. No obstante lo anterior, advierte que los riesgos asociados a eventos disruptivos en los mercados financieros siguen presentes y es esperable que se siga observando alta volatilidad en los mercados financieros, y, en particular, que el tipo de cambio tenga fluctuaciones importantes en los meses venideros.

En lo referente al escenario local, consigna que los datos de inflación y de actividad no presentaron desvíos relevantes respecto de lo asumido en las proyecciones del último IPoM. En este sentido, menciona que el Imacec, las diferentes mediciones de expectativas y los datos de comercio exterior, entre otros, confirman que la actividad tendrá un repunte más lento que lo esperado hace algunos meses atrás. Por su parte, si bien la inflación anual volvió al rango de tolerancia en mayo, las proyecciones indican que esta debería subir por sobre el 4% en los meses que siguen y que fluctuará por sobre ese nivel durante algunos meses más. Anticipa que el movimiento del tipo de cambio hacia niveles por sobre los observados al cierre estadístico del IPoM retrasará en algo la convergencia al 3%, pero, reitera, es muy probable que durante los próximos meses se observen fluctuaciones importantes en el valor de la divisa que alterarán esta proyección. Manifiesta que en este contexto, es esperable que la inflación también sea algo más volátil, por lo que será particularmente importante la comunicación respecto de la trayectoria esperada en el mediano plazo para esta variable. En este sentido, deja constancia que la Gerencia de División Estudios no advierte cambios importantes respecto de la trayectoria de mediano plazo de la inflación planteada en el último IPoM.

Consecuentemente, plantea que la opción de política monetaria preferida por el *staff* tampoco difiere de la presentada en dicho Informe. Recuerda que en esa ocasión se estimó que el menor dinamismo de la actividad hacía necesario que el actual impulso monetario se mantuviera por un tiempo mayor al estimado previamente; en particular, que para asegurar la convergencia de la inflación en el horizonte usual sería necesario mantener la tasa en 3% hasta al menos fines de este año.

En relación con las opciones alternativas para la política monetaria, señala que, a juicio de la Gerencia de División Estudios, la opción de recortes adicionales debe ser descartada nuevamente, ya que, como se ha mencionado con anterioridad, en un contexto donde la inflación ha estado en el límite superior del rango de tolerancia o por sobre él por más de un año, y donde se proyecta que siga en torno a ese valor por algunos meses más, no parece prudente ampliar el ya significativo impulso monetario, especialmente si se considera que, en la medida que la confianza suba, la economía debería crecer con mayor intensidad hacia fines de este año.

En cuanto a un aumento de la tasa de instancia, reitera lo señalado en la Reunión pasada, esto es, que a pesar de que el riesgo para el anclaje de expectativas que representa una inflación que ha sido alta por varios meses existe, una serie de argumentos también aconsejan descartar dicha opción. Hace notar que en esta ocasión se agrega que los salarios mostraron una clara reducción en su tasa de expansión, la que si bien está asociada en parte a ciertos elementos puntuales que deberían revertirse, da muestra de que los efectos de la indexación ya comienzan a disminuir. Por otra parte, las expectativas de agentes económicos siguen sin dar indicios de recuperación, lo que genera mayores dudas respecto de este supuesto clave para la recuperación de la actividad y, por lo tanto, para la evolución de la inflación en el mediano plazo.

7



En razón de los fundamentos expuestos, el Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon propone como única opción relevante mantener la TPM en 3% y el sesgo neutral.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y no habiendo comentarios por parte del *staff*, da paso al proceso de votación de la opción planteada por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo la palabra al Consejero señor Pablo García.

El Consejero señor Pablo García señala que los temas objeto de análisis en el día de hoy dicen relación con el corto y mediano plazo.

Con respecto al corto plazo, indica que la evolución de la actividad ha sido algo más débil que la prevista, pero confirma el diagnóstico de que la aceleración del cuarto trimestre de 2014 y el primer trimestre de este año no continuó en el segundo cuarto del 2015. De todos modos, menciona que el PIB Resto sigue mostrando una velocidad de expansión moderada, congruente con el escenario del IPoM.

Por el lado de la inflación, destaca que las cifras de inflación y de variación de los salarios han dado un respiro, que tiende a confirmar que lo central en la dinámica de precios ha sido la combinación de un *shock* de tipo de cambio con bastante persistencia más la propagación a otros precios basado en componentes de indexación. En su opinión, no pareciera ser el caso que las holguras estén generando presiones inflacionarias adicionales, a pesar que la tasa de desempleo es algo menor que la observada el año pasado.

Expresa que ello es lo esencial para pensar que nada sugiere que debemos tener una desviación de la TPM implícita respecto de la estrategia del IPoM. Por esta razón, manifiesta que su voto es por mantener la TPM, tal como lo sugiere la Gerencia de División Estudios.

En lo concerniente al mediano plazo, cree que se deben monitorear un número de consideraciones. Del punto de vista de la actividad, el crecimiento y la demanda, señala que el clima de pesimismo obviamente sigue pesando, motivo por el que se debe monitorear con cuidado su evolución hacia adelante y las implicancias respecto de las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Del punto de vista financiero externo y cambiario, indica que las tasas largas se han movido con algo de fortaleza en el resto del mundo y se advierte bastante sensibilidad del tipo de cambio en Chile a cambios en las percepciones respecto del ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América. En su opinión, estos aspectos deben seguir monitoreándose a medida que se acerca el momento en que la Reserva Federal comenzará a subir la tasa. A este respecto, hace notar el hecho que con un par de datos se pasó a discutir que ese organismo pueda subir la tasa en el 2016 a subirla a fines del presente año, lo que da cuenta de que aún tenemos mucha sensibilidad en ese ámbito.

En cuanto a la dinámica de precios y salarios, estima que la sorpresa a la baja que registraron ambas variables es particularmente noticiosa, debido a que ha habido una seguidilla de sorpresas al alza en el último tiempo. Por lo tanto, llama a tener cuidado a la hora de mirar las implicancias de ello para el mediano plazo.

En razón de lo anterior, el Consejero señor Pablo García manifiesta que su voto es por mantener la TPM en 3%.

El Presidente agradece la presentación del Consejero señor Pablo García y, a continuación, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.



El Consejero señor Joaquín Vial agradece a la Gerencia de División Estudios el análisis presentado, y manifiesta su concordancia con lo planteado en la Minuta de Antecedentes y en la Minuta de Opciones.

Plantea que a pocos días de presentar el IPoM y con muy pocos datos nuevos, ninguno de los cuales cambia significativamente la visión del Consejo, le parece bastante claro que la única opción relevante es la que plantea la Gerencia de División Estudios en el sentido de mantener la tasa y el sesgo.

Sin embargo, formula algunos breves comentarios sobre temas a seguir, que pueden tener impacto significativo en los meses venideros.

En primer lugar, señala que los aumentos de tasas de interés en los mercados internacionales, aparejados a la apreciación del dólar, serían un anticipo de lo que viene en el futuro, a raíz del proceso gradual, pero complejo, de retiro de los estímulos monetarios extraordinarios de los últimos años. En su opinión, a medida que ello vaya ocurriendo, irá aumentando la carga financiera de gobiernos, empresas e incluso hogares, lo que influirá en una moderación del dinamismo y una prolongación de este proceso.

Indica que un segundo aspecto dice relación con la persistente debilidad de los datos de crecimiento en China. En este contexto, si bien cree que las medidas de alivio financiero están más bien rebajando una carga financiera insoportable de gobiernos locales y empresas, parece difícil que quienes tienen ya elevadas deudas estén en condiciones de incurrir en nuevas para financiar aumentos en la inversión.

Añade que tasas de interés al alza, un dólar más débil y una economía china que no repunta no constituyen un ambiente favorable para los mercados de materias primas y son factores que seguramente se van a seguir reflejando en el precio del cobre.

En el plano local, considera que lo más destacado es la fortaleza que exhibe el mercado de trabajo, que pareciera estar ampliándose gradualmente a más sectores de actividad. A su juicio, dentro de un cuadro bastante general de debilidad de expectativas, este podría ser el factor endógeno con mayor probabilidad de sostener la recuperación de la demanda interna en 2015.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Joaquín Vial señala que su voto es por mantener la TPM en 3%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Consejero señor Joaquín Vial y, a continuación, ofrece la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que a pocos días de publicado el IPoM y con cifras que no fueron muy distintas de lo anticipado, no es necesario sobreargumentar para justificar la mantención de la TPM en su nivel actual y el mensaje de estabilidad de la tasa en los próximos meses.

Sin perjuicio de lo expresado, pasa a destacar los siguientes aspectos.

En primer término, que la depreciación del peso en las últimas semanas, tanto bilateralmente respecto del dólar como en términos multilaterales, da cuenta de que las condiciones financieras externas siguen estando sujetas a alta volatilidad, como los movimientos de las tasas largas externas así lo muestran. En su opinión, salvo un cambio en el escenario que dé origen a una depreciación significativa y persistente del tipo de cambio real, ello no pone en cuestión la gradual convergencia de la inflación hacia 3% durante el 2016 que tiene contemplado el IPoM; sin embargo, puede ocasionar movimientos importantes en las paridades y en las expectativas de inflación de corto plazo, lo que el mercado debiera incorporar y el Consejo debiera tratar de comunicar. En este sentido, manifiesta su plena concordancia con lo que se consigna al respecto en la Minuta de Opciones.



En segundo lugar, considera que el IPoM pone una nota justa y relevante en asociar la debilidad de la demanda, y en particular de la inversión, con la discusión sobre expectativas. En este sentido, estima que dicho Informe es claro en mencionar que estas últimas han sido un componente relevante para explicar la caída de la inversión en los últimos trimestres y clave para prever su velocidad de recuperación hacia adelante.

Cree, sin embargo, que se acerca una discusión extremadamente relevante para la comunicación sobre inflación, política monetaria y velocidad de recuperación, que es la de crecimiento potencial que se dará en el mes de septiembre próximo. A su juicio, es preciso hacer un análisis muy profundo para entender la debilidad que ha experimentado la inversión no minera en los últimos varios años, su impacto sobre el PIB potencial y qué posibilidad hay de una recuperación sostenida en los índices de inversión y de actividad, por ejemplo, sin un cambio en el tipo de cambio real que lo lleve a niveles significativamente más depreciados que el actual. En otras palabras, manifiesta que la discusión sobre la debilidad de la inversión quizás no se agota con la discusión sobre confianza, ya que hay elementos estructurales que son relevantes de tener en cuenta a la hora de discusión del PIB potencial y la trayectoria de la inflación hacia el 2016.

En su opinión, es un tema que inevitablemente surgirá en los próximos meses y sobre el cual es fundamental tener una buena evaluación para poder hacer una buena comunicación hacia el mercado.

Con todo, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 3%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Consejero señor Sebastián Claro y, a continuación, ofrece la palabra al Vicepresidente señor Enrique Marshall.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall da inicio a su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado para esta Reunión.

Señala que el Consejo llega a esta Reunión solo una semana después de haber presentado el último IPoM y que las noticias acumuladas desde entonces son pocas y están bastante en línea con lo allí descrito.

Expresa que en el frente externo, las perspectivas de crecimiento se mantienen, con ajustes marginales en las proyecciones; que el principal factor de preocupación sigue siendo la trayectoria de la política monetaria en los Estados Unidos de América; y que los precios de las materias primas, incluidos el cobre y el petróleo, han experimentado correcciones a la baja, en un contexto en el cual el dólar se ha vuelto a apreciar.

En lo que concierne al ámbito interno, indica que el crecimiento se mantiene en niveles muy moderados, a lo que se agrega que las cifras de gasto privado muestran un debilitamiento en el margen y que los indicadores de confianza no repuntan, alimentados por noticias negativas provenientes de distintos ámbitos de actividad. A su juicio, todo ello pone de relieve el riesgo que la actividad se mantenga con un bajo crecimiento por un tiempo mayor al previsto.

Hace notar que esta debilidad encuentra además un claro correlato en el mercado del crédito, cuyos agregados evolucionan muy moderadamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 223

Página 17 de 20

Hace presente que la inflación sigue encaminada en la dirección anticipada. En efecto, la cifra del último mes refuerza esa tendencia, aunque cifras puntuales siempre deben ser procesadas con precaución. En su opinión, si bien no se puede descartar que la inflación anual se vuelva a ubicar por uno o más meses algo por sobre el rango de tolerancia debido a la incidencia de precios o tarifas específicas, todo sigue apuntando a una aproximación gradual a la meta. Agrega que la cifra del último mes sobre variación de los salarios nominales es alentadora, pero nuevamente es solo una cifra, de manera que debe ser tomada con cautela.

En el ámbito inflacionario, considera que el principal factor de preocupación es que el dólar se siga fortaleciendo en los mercados internacionales más allá de lo anticipado, con los consiguientes efectos sobre la dinámica inflacionaria interna. Indica que si bien es un riesgo acotado, lo más probable es que la volatilidad cambiaria nos siga acompañando en adelante.

En este cuadro, expresa que la opción que surge con mayor claridad es la de mantener la TPM, coincidiendo en tal sentido con la minuta de Gerencia de División Estudios. En su opinión, es difícil proveerle sustento a cualquier otra opción de política; por lo tanto, lo recomendable es reafirmar la orientación general descrito en el último IPoM, que, por lo demás, es lo que espera el mercado.

En virtud de lo señalado precedentemente, el Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 3%.

Siendo las 15:45 horas, se incorporan a la Sesión el Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco y el Asesor del Ministro de Hacienda señor Claudio Soto.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita al Fiscal señor Juan Pablo Araya que precise si existe algún impedimento para que el señor Subsecretario intervenga emitiendo su opinión durante el proceso de votación, indicando el señor Fiscal que no hay ningún inconveniente reglamentario para dar lugar a ello y que inmediatamente a continuación se reanude el proceso de votación.

Con el consentimiento de los señores Consejeros, el Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco.

El señor Alejandro Micco, antes de dar inicio a su intervención, expresa sus disculpas por el atraso.

Indica que los antecedentes acumulados durante el mes apuntan a condiciones externas menos favorables. En efecto, el precio del cobre ha retrocedido de manera importante, las tasas de interés de largo plazo en el mundo han aumentado, y los datos de actividad del primer trimestre para un importante grupo de economías se han revisado a la baja.

En el plano interno, consigna que la actividad del mes de abril estuvo por debajo de lo esperado y que los datos parciales de mayo apuntan a que la actividad del segundo trimestre continuará débil, lo que ha llevado al mercado a corregir a la baja sus expectativas de crecimiento para el año.

Agrega que la inflación del mes de mayo estuvo en línea con lo esperado y que en el corto plazo, la reciente depreciación del peso podría tener alguna incidencia en los registros de precios de los próximos meses. Por otra parte, plantea que la brusca desaceleración de los salarios nominales, en el contexto de mayor debilidad cíclica de la economía, apuntaría a menores presiones inflacionarias en el mediano plazo. En esta línea, menciona que las expectativas inflacionarias en el horizonte de política se encuentran plenamente alineadas con el 3% del Banco.



El señor Alejandro Micco resalta la importancia que las políticas fiscal y monetaria estén coordinadas para enfrentar el actual ciclo de nuestra economía. A este respecto, manifiesta que el Gobierno ha implementado una política fiscal con un claro sesgo expansivo este año para atenuar los costos de la desaceleración de la demanda privada. Asimismo, que los espacios para sostener una política fiscal estimulativa en el futuro son limitados. Por esta razón, señala que es fundamental que la política monetaria siga contribuyendo a estimular la inversión y el consumo, de manera que las holguras de capacidad se cierren en un plazo razonable.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el planteamiento del Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco y, a continuación, da inicio a su intervención agradeciendo al *staff* el excelente análisis presentado.

En lo que concierne al ámbito internacional, destaca la volatilidad en los mercados de activos, en particular el alza en las tasas de largo plazo en diversos países; que si bien en el agregado no hay mayores cambios en el panorama macroeconómico, hubo un primer trimestre mejor que lo esperado en Japón y uno peor en Estados Unidos de América; y que las cifras en China sugieren que la actividad en dicho país podría seguir desacelerándose.

Hace presente que en el ámbito interno, el IPC retornó, luego de más de un año, al rango de tolerancia del Banco Central, aunque todo parece indicar que será por un período muy corto antes de que la tendencia a la baja en doce meses tome más fuerza más adelante; y que un comportamiento similar tendría la inflación subyacente. Consigna que los salarios también se desaceleraron en forma importante en el mes de abril, aunque también podría tratarse de algo, al menos en parte, transitorio. En su opinión, antes de poder sacar conclusiones sobre tendencias, es necesario tener más información. Con todo, expresa que ambas noticias, junto con la debilidad de la actividad y la demanda, apuntan en la dirección de menores presiones inflacionarias a futuro. Añade que en el caso de la debilidad de la demanda y de la actividad surge, por cierto, el tema de la medición de las brechas de capacidad, en particular en la situación actual en que la tasa de desempleo se mantiene en niveles bastante bajos.

Por el lado opuesto desde el punto de vista inflacionario, señala que el peso se ha depreciado en forma importante en las últimas semanas, lo que llevaría a presiones sobre los precios algo mayores a futuro.

Indica que el Imacec de abril fue inferior a lo esperado, pero que más allá de ajustes marginales, se mantienen las tendencias delineadas en el IPoM pasado; que si bien la economía creció más que en el trimestre anterior en los dos últimos cuartos, la recuperación ha sido más lenta que lo pronosticado hace un tiempo; y que las últimas cifras muestran que aún no se observa un cambio relevante en el dinamismo de la actividad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que la política monetaria ha sido altamente expansiva por ya un largo período de tiempo. Asimismo, que se ha sido explícito en cuanto a que se espera que la TPM se mantenga en su actual nivel por un período prolongado adicional, aunque obviamente esto dependerá de los eventos macroeconómicos internos y externos y sus efectos sobre la inflación y sus proyecciones en el horizonte de política. Por su parte, las tasas de largo plazo, si bien algo mayores que sus mínimos históricos de hace unos meses, siguen en niveles particularmente bajos; y las tasas de interés de las colocaciones también están en niveles reducidos.



Menciona que la expansividad de la política monetaria se ha mantenido, a pesar que la inflación lleva ya más de un año en o sobre el límite superior de nuestro rango de tolerancia. Ello, por cierto, bajo la premisa que se trata de un fenómeno transitorio y que la inflación volverá a su meta en un futuro cercano. De hecho, indica que las expectativas en el horizonte de política siguen ancladas en 3%. Sin embargo, la persistencia de la inflación en estos niveles no deja espacio para un mayor estímulo monetario.

Atendido lo expresado, señala que la opción de un recorte de la TPM se puede desechar rápidamente por improcedente, y que la opción de subirla no se condice con la actual etapa del ciclo económico ni con la proyección de que la inflación seguirá gradualmente bajando hacia la meta. Sobre el particular, recuerda que en el escenario base del IPoM, donde la actividad toma mayor aceleración en la segunda parte del año, la normalización monetaria se comenzaría en la primera parte del próximo año.

Por los motivos antedichos, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 3% y el sesgo neutral del último Comunicado.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia de que se acuerda, por unanimidad de los señores Consejeros, mantener la Tasa de Política Monetaria en 3,0% anual.

Conforme a la votación unánime efectuada por los señores Consejeros, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

N° 223-01-150611 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,0% anual.

Al concluir la Reunión, se procede a dar lectura al texto del Comunicado, que es del siguiente tenor:

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

En el ámbito externo, los datos conocidos tras la publicación del IPoM confirman la recuperación gradual del crecimiento en lo que resta del año. Las tasas de largo plazo y los premios por riesgo aumentaron en la mayoría de los países, al tiempo que los índices bursátiles descendieron. Los flujos de capital a la mayoría de las economías emergentes disminuyeron. El dólar se apreció globalmente. Los precios de los productos básicos tuvieron movimientos mixtos y el cobre bajó.

En lo interno, la información más reciente es coherente con el escenario base del IPoM. La inflación de mayo estuvo en línea con lo previsto y se espera que mantenga una variación anual elevada por algunos meses. Su evolución se seguirá monitoreando con especial atención. Las expectativas de inflación de mediano plazo permanecen en 3%. El crecimiento del empleo y de la fuerza de trabajo sigue siendo bajo, en tanto la tasa de desempleo no tuvo cambios. Los salarios nominales redujeron su tasa de expansión anual y el peso se depreció.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 223

Página 20 de 20

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16:10 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



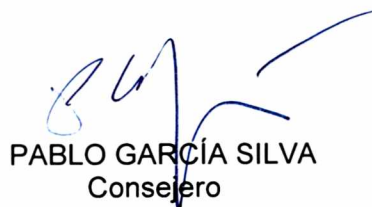
JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ALEJANDRO MICCO AGUAYO
Subsecretario de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe