



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 224 celebrada el día martes 14 de julio de 2015

En Santiago de Chile, a 14 de julio 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.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

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 Subrogante,
don Gabriel Aparici Cardozo;
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 Modelación y Análisis Económico,
don Elías Albagli Iruretagoyena;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
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;
Economista Senior,
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 224, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2016 se celebre el día jueves 14 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 los mercados financieros evolucionaron en línea con los acontecimientos en Grecia y China, observándose una depreciación generalizada de la mayoría las monedas frente al dólar, una caída de las tasas de interés de largo plazo, una corrección de los mercados bursátiles a la baja, y un aumento en el margen de los *spreads*. Sin embargo, estas tendencias se han ido revirtiendo a medida que estos eventos se han ido resolviendo positivamente.

En segundo término, plantea que la minuta del Federal Open Market Committee, FOMC, del mes de junio da cuenta de que el alza de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América podría ser más gradual de lo proyectado en marzo; y que el reciente discurso de la Presidenta de la Reserva Federal señora Janet Yellen reafirma la idea de que la primera alza de tasas se materializaría en el curso del presente año.

Asimismo, destaca el ajuste a la baja de los precios de los *commodities*, en particular del precio del cobre, que se ha visto afectado por factores financieros vinculados a los acontecimientos en Grecia y China. El precio del petróleo, en tanto, daría cuenta de efectos mayores por componentes fundamentales de oferta, explicados por el acuerdo alcanzado recientemente con Irán y por una mayor producción de crudo en Estados Unidos de América. Por su parte, los precios de cereales y alimentos estarían aumentando por temas puntuales de oferta, en este caso, por causas climáticas asociadas al fenómeno de El Niño.

A continuación, comenta que en materia de actividad global son pocos los cambios observados durante el último mes. En efecto, se advierte una gradual recuperación en el margen en las economías desarrolladas, mientras que las economías emergentes mantienen un bajo ritmo de crecimiento y expectativas débiles, al igual que las economías latinoamericanas, cuyas expectativas para este y el próximo año se han estabilizado en niveles muy bajos.

A título de última noticia destacada en el ámbito internacional, menciona que en un contexto global de presiones inflacionarias acotadas, las economías latinoamericanas muestran una aceleración adicional en el margen, especialmente Brasil, Colombia y algo menos Perú, asociada, en parte, al traspaso de la depreciación cambiaria.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación informando que Grecia llegó recientemente a un preacuerdo con el Eurogrupo, que podría dar lugar a un tercer rescate. Lo expresado, sobre la base de una propuesta que sería incluso más dura para las pretensiones griegas que la presentada con fecha 25 de junio y que fuera reprobada por la ciudadanía en un referéndum realizado el pasado domingo 5 de julio.

Precisa que este plan involucraría desembolsos por una cifra de entre €82.000 y €86.000 millones, de los cuales una parte importante se destinaría a la recapitalización del sistema bancario. Además, se especula que en torno a €7.000 millones serían entregados antes del próximo 20 de julio, fecha en que Grecia debería efectuar el primer desembolso importante para cumplir con el Banco Central Europeo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que para iniciar las negociaciones, el parlamento griego debe aprobar, entre hoy y mañana, algunas medidas que habían sido altamente resistidas en las últimas semanas, como la extensión del IVA a 23% para las islas, restaurantes y otros ítems incluidos en la discusión; una primera reforma a la ley de pensiones, que establezca un ajuste paulatino de la edad de jubilación de 57 a 67 años hacia el año 2022; como asimismo, la independencia del Instituto de Estadísticas. Agrega que dentro de los próximos días debería aprobarse un conjunto adicional de reformas, que inciden en temas legislativos y laborales, entre otros aspectos.

El señor Diego Gianelli destaca que el citado plan no contemplaría recortes en el valor nominal de la deuda, pero sí extensiones en los plazos y mayores periodos de gracia, y estaría condicionado a una positiva evaluación del avance en la aplicación de las medidas antedichas.

Por otra parte, se establece un programa amplio de privatizaciones, que incluye a la empresa de energía eléctrica, que contemplaría la apertura de un fondo por €50.000 millones que sería administrado por Grecia y estaría destinado principalmente a recapitalizar el sistema bancario y al prepago de deuda.

Agrega que este plan se encuentra sujeto a la aprobación de los parlamentos de los países que conforman la Zona Euro, pero contempla una cláusula que permite que el rescate de la economía griega siga avanzando en caso que algunas economías pequeñas, como Eslovaquia, formulen reparos a dicho plan.

El señor Gianelli hace notar que en los episodios de mayor tensión en las recientes negociaciones se advirtió un traspaso acotado del riesgo de Grecia hacia los activos de renta fija y de renta variable en el resto del mundo, lo que habría fortalecido la posición negociadora del Eurogrupo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que el acuerdo le parece poco sostenible, porque requiere ser aprobado por el parlamento griego, que está dividido, y de una rápida recuperación de la economía, lo que en todo caso no sería tan complejo de alcanzar, toda vez que comenzaba a repuntar antes del triunfo de Alexis Tsipras en el mes de enero último. En su opinión, este acuerdo es complejo, porque no tendría vida propia y sería poco sustentable en el tiempo, a lo que se agrega que no incluye la reestructuración de la deuda, aunque reconoce que el plazo para pagarla se ha ido extendiendo.

El señor Diego Gianelli indica que el servicio de la deuda griega es comparable con el de Portugal, España e Italia, e incluso menor que el de Brasil. Por lo tanto, la carga de la deuda en términos del presupuesto anual no es exagerada, aun cuando los niveles de deuda/producto son elevados.

En opinión del Consejero señor Pablo García, más que una negociación, esto fue un ultimátum, ya que la alternativa al rechazo de los términos propuestos por el Eurogrupo era la suspensión del financiamiento a los bancos, su consiguiente insolvencia y, en la práctica, la salida de Grecia del euro.

El Consejero señor Joaquín Vial estima que, en el corto plazo, este acuerdo implicará un alivio para el sistema bancario, lo que dará espacio para aprobar leyes y otras medidas, y que la tensión se producirá en un horizonte de mediano plazo, cuando aumente el desempleo y el panorama interno se torne más complejo. A su juicio, la oposición griega apoyará a Tsipras y dejará que pague por los costos de la implementación de las reformas que impulsó y que llevaron a Grecia a esta instancia.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon manifiesta compartir, en general, los comentarios vertidos, aunque se muestra algo más optimista. En su opinión, la Canciller de Alemania señora Angela Merkel es la gran ganadora en esta negociación, situándose hoy en una posición más cómoda para ceder y perdonar la deuda griega. En contraposición, el escenario para el FMI, el Banco Central Europeo y el Eurogrupo es más delicado, porque se cuestiona el proceso que han llevado a cabo desde el año 2010 a la fecha.

A su juicio, la lección más relevante de estos últimos acontecimientos es que en tanto no existan riesgos sistémicos en los mercados financieros, los sucesos en un país pequeño, aunque forme parte de la Zona Euro, no serán relevantes.

El señor Diego Gianelli retoma su exposición refiriéndose a la fuerte caída de la bolsa china, superior a 30% en pocos días, que llevó al gobierno a adoptar un conjunto de medidas, como la reducción de las tasas de referencia y los encajes bancarios, que lograron revertir parte de este retroceso. Sin embargo, persiste la duda en cuanto a si dichas medidas estarían profundizando algunos desequilibrios presentes en el mercado de renta variable de esa economía. Añade que el *boom* de la bolsa estuvo muy asociado a la relajación de las restricciones a las compras apalancadas, en tanto que el *bust*, al establecimiento de un límite a los montos de dichas compras.

Advierte que lo antedicho ha generado un grado de preocupación adicional ante la posibilidad de que este ajuste en renta variable sea reflejo de una mayor desaceleración de la actividad, en la medida que puede incidir en la riqueza de los agentes y, consiguientemente, en sus niveles de consumo e inversión. A este respecto, informa que Consensus Forecast y el FMI, a través de su WEO, han corregido a la baja las expectativas de crecimiento para este año, desde 7,12 y 7,5% en 2014, respectivamente, a una cifra inferior a 7%, en tanto que las proyecciones del WEO para el año 2016 se sitúan en torno a 6,3% por tercera entrega consecutiva, lo cual reafirma la visión de que la actividad en China se podría estar desacelerando.

Expresa que la evolución de los indicadores de ventas minoristas y de producción industrial en los últimos cuatro años valida este panorama de menor crecimiento. El sector externo, en tanto, si bien mostró una sorpresa positiva respecto de lo esperado, sigue exhibiendo un bajo dinamismo, a lo que se suma una desaceleración en la expansión del crédito, influida en parte por un menor dinamismo del mercado inmobiliario.

Señala que la desaceleración gradual de la economía china ha tenido un impacto visible en la actividad de otros países asiáticos, en especial en su sector exportador. Destaca el caso de Corea, economía de interés debido a su tamaño y a su vinculación con economías importantes a nivel mundial, que registra caídas consecutivas en las proyecciones de crecimiento de Consensus Forecast para el año 2016, no así Malasia, Tailandia e Indonesia, cuyos menores registros esperados para este ejercicio parecen estabilizarse o revertirse hacia el año 2016.

En materia de evolución de *commodities*, informa que los precios del cobre y del petróleo registraron caídas significativas en el último mes, mientras que los cereales y alimentos exhibieron alzas debido a la disminución de la oferta, explicada a su vez por efectos climáticos.

En lo que respecta al cobre, consigna que las posiciones especulativas registran una importante corrección a la baja desde los días previos a la última RPM y se ubican en terreno negativo, y explicarían en alguna medida la fuerte caída experimentada por el precio de este metal en el último mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que en el caso del precio petróleo, su relación con posiciones especulativas parece menos clara desde la última Reunión y que su retroceso estaría más asociado a la mayor producción en Estados Unidos de América, al aumento de inventarios y, en especial, al acuerdo reciente con Irán.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si se dispone de alguna estimación de la producción adicional de petróleo que aportaría Irán luego de este acuerdo.

El señor Diego Gianelli precisa que Irán produce actualmente alrededor de 2,8 millones de barriles diarios y se ubica entre la sexta y séptima posición a nivel mundial, y que la apertura del mercado de Estados Unidos de América y de Europa implicará un aumento de la oferta de medio millón de barriles en 2015 y en torno a un millón de barriles adicionales en 2016. Agrega que las cifras de mercado dan cuenta de una producción mundial de aproximadamente 100 millones de barriles diarios; luego, la incorporación de Irán significaría un aumento de entre 0,5 y 1% de la producción mundial de crudo.

El señor Alberto Naudon hace notar que los principales efectos del levantamiento de las sanciones a Irán se observarán en el mediano plazo, ya que es el tercer país con mayores reservas subterráneas de crudo en el mundo. Para ilustrar lo antedicho, cita un artículo de Bloomberg, que señala que las reservas de petróleo de Irán podrían abastecer a China durante los próximos cuarenta años.

El señor Diego Gianelli retoma su presentación e indica que los fundamentos del cobre no sugieren precios mucho menores; que los inventarios han disminuido; y que las importaciones de China, brutas y netas, se encuentran en torno al promedio de los últimos años y levemente por debajo de lo observado en el año 2014.

Resalta que las proyecciones de mercado anticipan una recuperación del precio de ambos *commodities* en el año 2016, con una dispersión bastante mayor en el caso del cobre.

En materia de precios de alimentos, menciona que el índice FAO alimentos registró un retroceso de 0,9% en el mes de junio, que se explica por bajas importantes de los precios de lácteos y azúcar. El precio de los cereales, en tanto, sigue mostrando caídas en doce meses, a pesar del aumento que han exhibido por los efectos climáticos asociados al fenómeno de El Niño.

Por otra parte, manifiesta que los mercados financieros evolucionaron en línea con los acontecimientos en Grecia y China, observándose una depreciación generalizada de la mayoría las monedas frente al dólar, una caída de las tasas de interés de largo plazo, una corrección de los mercados bursátiles a la baja, y un aumento en el margen de los *spreads*. Sin embargo, estas tendencias se han ido revirtiendo a medida que estos eventos se han ido resolviendo positivamente. Agrega que las salidas de flujos de capitales desde economías emergentes se moderaron en el margen.

Hace presente que los precios de los activos de renta fija en Estados Unidos de América continúan anticipando un alza muy gradual de la tasa rectora por parte de la Reserva Federal, que se materializaría hacia fines de este año o comienzos del próximo, en coherencia con los bajos niveles de inflación *headline* observados en lo más reciente, no así con los niveles de expectativas de inflación de Consensus Forecast y los *breakeven*, que se han recuperado y se sitúan en torno a 2%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Plantea que el dinamismo del mercado del trabajo en dicho país y el repunte de la actividad también dan espacio para un alza de tasas en el presente ejercicio. En efecto, los costos laborales se encuentran creciendo a un ritmo mayor que su promedio histórico y la tasa de desempleo ha disminuido significativamente y se ubica en torno a los niveles de la NAIRU.

Por último, comenta que las proyecciones de actividad para Estados Unidos de América se han corregido al alza para el segundo trimestre. En particular, consigna que el indicador adelantado de la Reserva Federal de Atlanta comenzó en niveles muy bajos en el mes de julio y conforme avanzaron los días terminó convergiendo con las proyecciones de Consensus Forecast, que se ubican por sobre 2%.

El señor Diego Gianelli hace notar que el escenario macroeconómico descrito es coherente con los resultados de la encuesta de Bloomberg, cuyo dato de julio, medido entre el 2 y el 8 del mes, sitúa nuevamente en septiembre la mayor probabilidad de ocurrencia de la primera alza de tasas. Los indicadores financieros, en cambio, estarían postergando el inicio del proceso de normalización de tasas en dicho país, porque se observó algo de *flight to quality* durante el mes debido a los acontecimientos en Grecia y China, lo que distorsiona la lectura de la pregunta específica sobre las tasas estadounidenses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que la Reserva Federal, y Janet Yellen en particular, mantienen una postura bastante firme en cuanto a que la primera alza de tasas se materializará en 2015.

El señor Diego Gianelli precisa que con la información entregada solo deja de manifiesto el nivel de discrepancia existente entre la percepción de los analistas y lo que sugieren los precios de mercado en relación con el inicio del alza de tasas.

A continuación, el señor Diego Gianelli se refiere a la actividad global, representada en el *heatmap* de PMI manufacturero, que da cuenta de expectativas mixtas que validarían que la visión del último Informe de Política Monetaria, IPoM, es consistente con cierta rotación del crecimiento desde las economías emergentes hacia las avanzadas. En efecto, Estados Unidos de América y la Zona Euro —impulsada por Alemania y Francia—, consolidan los buenos niveles de expectativas en términos de crecimiento, mientras que Australia sorprende con una caída importante en este indicador.

Asimismo, advierte que las expectativas industriales en América Latina comienzan a consolidarse en niveles bajo el pivote de expansión, y que en Asia empeoraron frente al mes previo, situándose también bajo 50.

En cuanto al índice de sorpresas, se observan mejoras en todas las economías, a excepción de la Zona Euro, donde se encuentran estabilizadas en torno al pivote de 100 puntos.

En materia de indicadores de actividad en América Latina, señala que las cifras se han estabilizado en niveles bajos, resaltando el caso de Perú, que sorprendió con un alza en el margen que no se condice con las expectativas que Consensus Forecast tiene para esta economía para este y el próximo año.

Hace notar la importante correlación observada entre la desaceleración de la actividad y la evolución de las exportaciones en las economías latinoamericanas, donde el crecimiento de estas últimas se encuentra en terreno negativo, en parte por la depreciación de sus respectivas monedas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al concluir su presentación, el señor Diego Gianelli señala que la inflación global en dólares permanece en niveles históricamente bajos, aunque exhibe un leve repunte frente a la Reunión previa debido a su estabilización en niveles altos en países de América Latina. Acota que en las economías avanzadas se mantiene en niveles históricamente bajos, medida en sus propias monedas, no así en Brasil y Perú, donde los altos registros de inflación en moneda local responderían al traspaso de la depreciación cambiaria.

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 visión del Comité de Expertos del Cobre sobre el mercado de este metal es bastante más pesimista que lo que sugieren los antecedentes expuestos; y advierte que la estabilización de las importaciones chinas en torno al promedio de los años 2010 – 2014 es una noticia muy negativa, toda vez que este mercado se sostuvo por mucho tiempo gracias al crecimiento del consumo de cobre a tasas de dos dígitos en esa economía.

Manifiesta que los analistas esperaban algún repunte del consumo chino hacia el segundo trimestre, debido a una reciente desacumulación de inventarios, pero esta se revirtió en las últimas semanas dando paso a holguras por sobreabastecimiento que se mantendrán hasta el año 2018. Agrega a lo antedicho que tanto las proyecciones de consumo como de producción se han corregido a la baja, lo que en un contexto de apreciación del dólar y de alzas de las tasas internacionales mantendrá la debilidad del precio del cobre por un par de años más.

En segundo término, se refiere a América Latina, haciendo notar que la inversión ha caído en los países de la Alianza Pacífico y también en Brasil; que sus niveles de inflación continúan por sobre sus respectivas metas; que sus monedas se han depreciado; y que las cuentas fiscales están bastante deterioradas. Plantea que este panorama, en un contexto internacional complejo como el actual, deja espacios bastante limitados para el manejo de la política económica, no así en el caso de Chile, donde el ajuste en cuenta corriente ya se produjo. De acuerdo con su percepción, las economías de la región exhibirán un deterioro mayor en los próximos meses.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que los efectos sistémicos de la situación en Grecia no serían acotados. En su opinión, la información disponible no es suficiente para descartar que un descalabro mayor en dicha economía sea inocuo para el resto de Europa, y dificulta que el reciente acuerdo ponga fin a los problemas en esa economía.

Respecto de China, dificulta también que el *boom* y el *bust* de la bolsa digan relación con perspectivas inciertas sobre la actividad de esa economía. A su juicio, las dudas se centran en el nivel de compromiso de las autoridades con la reforma —porque frenar el crédito en el *shadow banking* o potenciar un mercado de bonos significa entrar en el juego de los mercados, que es sinónimo de volatilidad— y su capacidad y disposición para favorecer verdaderamente mecanismos de mercado en la asignación de recursos.

A su juicio, lo más claro ha sido la reacción agresiva de las autoridades para tratar de controlar la caída de la bolsa, levantando dudas sobre su capacidad y disponibilidad de favorecer verdaderamente mecanismos de mercado en la asignación de recursos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, resalta la importante salida de capitales desde China y la reticencia de sus autoridades a dejar depreciar el yuan, lo que en la práctica ha significado una política monetaria bastante restrictiva, con tasas en el mercado monetario que han ido subiendo significativamente. Por tanto, hay una clara e importante tensión respecto de la capacidad de sostener estas salidas de capitales y de mantener el tipo de cambio fijo.

Al finalizar su intervención, el Consejero señor Sebastián Claro menciona que si bien las proyecciones de crecimiento de América Latina se han estabilizado en niveles relativamente bajos para este año y el próximo, persiste la incertidumbre respecto del momento en que Colombia y Perú exhibirán un ajuste mayor.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall hace referencia al reciente discurso de Janet Yellen en que reafirmó la idea de una primera alza de tasas en el curso del presente año. Su impresión es que detrás de dicho planteamiento está la visión de que un pronto inicio del proceso de normalización sería más positivo, para luego ir llevándolo de manera gradual conforme se identifiquen sus efectos sobre los mercados financieros y la economía mundial.

En segundo término, manifiesta que su visión respecto de la situación de Grecia es algo más optimista, debido a que los últimos acontecimientos reflejan una cierta fortaleza y manejo de la situación por parte de las autoridades. A su juicio, la negociación con un grupo de izquierda, como Syriza, que ya tiene cierto capital político luego de vencer en las últimas elecciones, daría mayor permanencia al acuerdo, sin perjuicio de los costos involucrados para ambas partes. Asimismo, destaca las privatizaciones como única vía real para solucionar las situaciones de sobreendeudamiento de esa economía; y si bien anticipa que estas generarán un grado de descontento interno, porque representa una situación nueva para ellos, se advierte que los griegos están más receptivos a los cambios.

El Consejero señor Pablo García señala que las dudas respecto de Grecia se centran en las implicancias de un eventual *default* de esa economía sobre los balances de los bancos centrales de los países miembros de la Eurozona y la respuesta de estos para enfrentarlos.

Con respecto a Latinoamérica, alude a la significativa depreciación experimentada por el peso chileno en las últimas semanas, y consulta si este fenómeno se ha repetido en una magnitud similar en países como Colombia y Perú, que todavía exhiben elevados déficits de cuenta corriente. En su opinión, frente a una situación de mayor déficit en cuenta corriente —todo lo demás constante—, se deberían esperar movimientos cambiarios mayores o intervenciones del mercado cambiario. Sobre el particular, consulta si la Gerencia de División Estudios ha analizado este tema, ya que sería peculiar que estos países tuvieran una depreciación similar a la chilena sin mediar una intervención cambiaria o cambios en sus condiciones monetarias.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon adhiere a la mayoría de los comentarios expresados precedentemente, adelantando que serán temas relevantes a considerar en la discusión del próximo IPoM. En relación con Grecia, aclara que su intención no ha sido la de minimizar los riesgos, sino que resaltar que estos serían más acotados de lo previsto en la RPM previa; y si bien consiente en la probabilidad de ocurrencia de nuevos escenarios o problemas que sean motivo de preocupación y discusión, en su opinión, el panorama actual es más positivo que lo visualizado seis meses atrás y de una dimensión claramente distinta de lo observado en el periodo 2011-2012.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con respecto a China, no aprecia una relación directa entre la evolución de la bolsa y de la actividad, pero hace notar que la discusión sobre las acciones futuras del gobierno chino ha llevado al mercado a mirar el crecimiento de la economía con menos optimismo. De hecho, se advierte una discrepancia relevante entre las proyecciones de crecimiento de Consensus Forecast, de analistas más especializados y el Fondo Monetario Internacional, donde el primero prevé que la tasa de crecimiento de situará este año entre 6,8 y 7%, mientras que el Fondo Monetario estima que no superará el 6,3%. Por lo tanto, se ha abierto una discusión relevante respecto del crecimiento potencial de China, lo que tiene consecuencias mayores en el equilibrio general de la economía mundial, en particular sobre los *commodities*. En ese sentido, comparte la preocupación expresada por el Consejero señor Joaquín Vial en cuanto a que el precio del cobre tardará más de lo estimado en retomar sus niveles de más largo plazo, por factores financieros de mediano plazo y porque se está incubando una visión general más pesimista respecto de China.

Al finalizar su intervención se refiere a las economías latinoamericanas, precisando que en esta oportunidad se quiso hacer notar que, de acuerdo con los datos disponibles al mes de junio, habrían cesado las persistentes y evidentes correcciones a la baja registradas en meses anteriores. Sin perjuicio de ello, enfatiza que las dudas sobre dichas economías siguen siendo muy grandes, porque no se advierte ningún ajuste significativo y, por tanto, sigue habiendo una fuente de riesgo, en particular respecto de Colombia, que exhibe un déficit fiscal de importancia, y también respecto de Brasil, por los problemas políticos que enfrenta, que podría llevar a ajustar las proyecciones de crecimiento para la región en el próximo IPoM.

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 la última Reunión. En primer término, señala que los datos conocidos desde entonces han modificado las proyecciones de actividad e inflación de manera relevante, previéndose un menor dinamismo de la actividad, al menos durante este año, y que la inflación tardará más en converger al centro del rango meta.

En materia de actividad, destaca una sorpresa negativa en el segundo trimestre, que ha llevado a corregir la proyección para el año de manera importante. A ello se agrega que el comportamiento de los indicadores de actividad en el margen sugiere que los mayores riesgos previstos en la proyección de crecimiento tienen un sesgo a la baja por un posible ajuste de las velocidades de expansión que se esperan para la segunda parte del año.

Asimismo, indica que las condiciones financieras continúan mostrando bajos niveles de costo de financiamiento y *spreads* reducidos para empresas y personas, tal como ha sido la constante durante el año y en línea con la trayectoria que ha seguido la tasa de política monetaria, TPM, desde octubre del año pasado.

En materia de inflación, informa que el componente *core* evolucionó por sobre lo proyectado en el mes de junio, registrando una sorpresa cercana a dos décimas sobre el IPC total, y llevó a la inflación a ubicarse por sobre el 4% anual por décimo quinto mes consecutivo.

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Por su parte, la depreciación del tipo de cambio continúa siendo el principal determinante de la corrección al alza en la proyección de inflación de corto plazo.

Menciona que una actividad más débil, como lo refleja la proyección de crecimiento de largo plazo, podría tener un impacto negativo en la inflación. Sin embargo, la evaluación de los riesgos y los ejercicios cuantitativos incorporados en los modelos de proyección dan cuenta de que las fluctuaciones del tipo de cambio representan un riesgo mayor para la evolución de la inflación de corto plazo que la menor actividad proyectada.

A título de último hecho destacado del período en el ámbito interno, comenta que la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, y los precios de los activos financieros han postergado el inicio del proceso de normalización de la TPM para el primer semestre del año 2016.

A continuación, el señor Miguel Fuentes se refiere a la evolución de los indicadores de actividad y demanda, expresando que la proyección de crecimiento para el año fue corregida a la baja, hasta 2,1%, por una sorpresa negativa durante el segundo trimestre. Agrega que el Imacec del mes de junio sería de 1,8%, en línea con lo reflejado por la encuestas, y que con ello el crecimiento alcanzaría a 1,4% en el segundo trimestre.

En términos de velocidades de expansión, indica que la proyección para el segundo trimestre es muy inferior a lo previsto —de hecho, la estimación de los factores estacionales da cuenta de que la actividad se habría contraído respecto del trimestre anterior—; y en adelante, son similares a las contempladas en el IPoM y compatibles con la proyección de crecimiento de 2,1% para el año.

Agrega que el *shock* del segundo trimestre sería de carácter permanente en cuanto a niveles. Asimismo, informa que el Imacec de mayo fue analizado en detalle, advirtiéndose que la desaceleración de ese mes da cuenta de un genuino menor dinamismo de la actividad en todos los sectores y escasas evidencias de un rebote mayor que lo estimado en el último IPoM en los trimestres siguientes.

El Consejero señor Sebastián Claro hace notar la significativa corrección a la baja del PIB total —desde 2,7 a 2,1%—, y consulta si es posible conocer la descomposición de dicha corrección. Asimismo, solicita se precise si los antecedentes que respaldan esta fuerte corrección corresponden al mes de junio, que no se encontraban disponibles para el último IPoM, o a los conocidos en los últimos días.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon señala que la corrección del crecimiento para este año se originó básicamente en el ajuste del segundo trimestre, y que la corrección del segundo trimestre a 1,4% se efectuó en el mes de julio, desde el 2,4% contemplado en el IPoM y el 2,1% estimado en junio. Agrega que el crecimiento del PIB Resto evolucionó de manera similar, partiendo con una estimación de 2,5% en el IPoM, de 2,3% en el mes de junio y llegando a 1,7% en julio. Con todo, deja constancia que la fuerte revisión a la baja respondió a los datos de esta coyuntura, y que las perspectivas para los trimestres siguientes no difieren mayormente de las del mes de junio, como tampoco de las consignadas en el último IPoM.

El Consejero señor Pablo García hace notar la significativa corrección a la baja que exhiben las cifras de comercio exterior en el segundo trimestre, lo que permitiría anticipar que tanto exportaciones como importaciones registrarán caídas anuales en términos de volumen. Asimismo, indica que el paro portuario del mes de mayo quedará reflejado en el Imacec de junio. Atendido lo expresado, consulta si se está sobreestimando el efecto de la caída de comercio exterior del mes de mayo en la proyección del año o si hay algún elemento adicional detrás de esta significativa revisión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial señala que el ajuste en la proyección realizada en el mes de julio se basa en los datos de mayo y se concentra en las importaciones de bienes de capital, exportaciones e importaciones por el lado de la demanda, y en recursos naturales, industria y comercio por el lado de la oferta, que de alguna forma se vinculan también con el comportamiento de comercio exterior.

En su opinión, a la hora de revisar las proyecciones del año es preciso tomar estos últimos datos con cautela y esperar las cifras de los meses de junio y julio, porque ellos ya no darán cuenta de los paros aludidos y permitirán conocer con un grado mayor de certeza la medida en que este fuerte ajuste respondió a aspectos de carácter transitorio y permanentes.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea también la conveniencia de tomar estas cifras con cautela y de realizar un análisis mucho más profundo con miras al próximo IPoM. Indica que para ese entonces se contará con datos adicionales que permitirán establecer cuán permanente fue el ajuste del segundo trimestre.

En relación con las cifras en comento, el Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon hace presente que los datos de comercio exterior incorporan la información del mes de junio. Luego, si bien capturan parte de los efectos de la paralización de mayo, también dan cuenta del retroceso registrado por este sector en el mes de junio.

En segundo término, plantea que las expectativas recogidas hasta la Reunión anterior daban cuenta por primera vez de algunos indicios negativos, que no fueron ponderados adecuadamente. Hoy, en cambio, se acumulan dos meses consecutivos de noticias negativas, que llevan a realizar una corrección algo mayor.

Por último, menciona que los nuevos antecedentes en materia de velocidades de expansión en los próximos trimestres, así como las recientes entrevistas efectuadas por la Gerencia de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria a lo largo del país —que dejaron de manifiesto una sensación de mayor riesgo— son coherentes con las cifras expuestas. En consecuencia, la información recogida de estas visitas, los indicadores de expectativas y los datos más duros de mayo y también de junio, sustentan la fuerte corrección del crecimiento anual que se ha presentado en esta Reunión.

El señor Miguel Fuentes complementa lo expresado por el señor Alberto Naudon, precisando que la cifra del segundo trimestre es un dato prácticamente cerrado, que solo podría variar luego de las correcciones de Cuenta Nacionales y del ejercicio de compatibilización de cifras.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall plantea la necesidad de aclarar que el ajuste del segundo trimestre incidirá en las velocidades de expansión de los dos últimos cuartos del año. En su opinión, el gran mensaje a transmitir es que la economía terminará el año con una tasa de crecimiento significativamente menor que lo previsto en el último IPoM y en la Reunión pasada.

El señor Alberto Naudon expresa que la información disponible ratifica un segundo trimestre bastante negativo, pero aún se desconoce su implicancia para el resto del año. De esta manera, la actividad del segundo trimestre se corrigió claramente a la baja y se puso un sesgo a la baja para la segunda parte del año. No obstante, para reafirmar ese juicio, es preciso conocer el ICP 1, que estará disponible antes del próximo IPoM, como también las distintas encuestas de expectativas y nueva información que se vaya obteniendo hasta entonces.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación señalando que las proyecciones de demanda final se han ajustado a la baja por una mayor debilidad del consumo y de la inversión, en línea con la corrección del PIB. En efecto, el consumo privado se ajustó desde 1,7 a 1,6% frente a la última Reunión por un menor consumo de no durables; y tratándose de la formación bruta de capital fijo, el componente construcción sorprendió al alza, mientras que el componente maquinarias y equipos tuvo un comportamiento muy inferior a lo anticipado.

Hace notar que si bien la proyección del sector construcción se ha revisado al alza, los servicios empresariales han sorprendido a la baja, citando, a título ejemplar, que la parte de servicios empresariales de líneas asociadas a obras de ingeniería presentan un desempeño muy negativo, con niveles estables o cayendo en el margen.

Añade que las exportaciones industriales del segundo trimestre también se han corregido significativamente a la baja, como también las exportaciones mineras, pero en un grado menor. Asimismo, se registran menores envíos agrícolas, pero con implicancias de menor magnitud para la segunda parte del año por razones de estacionalidad de los cultivos. En definitiva, consigna que frente a la Reunión del mes de junio, la tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios del segundo trimestre se ha corregido desde 0,4 a -3,4%.

Hace presente que las paralizaciones de puertos de mayo último, que estuvieron asociadas también al paro de aduanas, no habrían tenido una incidencia apreciable en la actividad. Precisa que dicha conclusión se extrae del análisis efectuado a las cinco paralizaciones registradas desde el año 2011 a la fecha y su relación con la trayectoria del PIB Resto desestacionalizado, cuyo resultado muestra que no se registró una caída apreciable de la actividad en los meses asociados a los distintos paros, como tampoco en los meses siguientes.

En todo caso, formula el alcance que conforme a antecedentes proporcionados por Cuentas Nacionales, el sector transporte habría sido el más afectado por el paro aduanero, estimándose un efecto contractivo de 2 puntos porcentuales y una incidencia de 0,1 puntos porcentuales sobre el Imacec, el que disminuiría de 0,9 a 0,8%. No obstante, se continuará monitoreando su efecto sobre el dato de actividad de junio, ya que podría observarse un efecto en las ventas de comercio del mes de junio ante las menores internaciones en mayo.

En materia de inversión, señala que la visión más pesimista se ha traducido en una revisión a la baja del crecimiento proyectado en una magnitud cercana a 1,4 puntos porcentuales para el segundo trimestre y algo menos de 1 punto porcentual para el año. De esta forma, la estimación de crecimiento de la inversión para el presente año pasó desde el 0,7% consignado en el último IPoM a -0,1%. Informa que el grueso de esta corrección obedece a una contracción mayor que la estimada en el componente maquinarias y equipos, asociada tanto a una menor internación de aquellas relacionadas con el componente minero como no minero de la inversión. Agrega que el crecimiento positivo de la inversión en construcción se concentra en la edificación habitacional, que tendría menos *spillovers* que la inversión en obras de ingeniería por los efectos que ese tipo de inversión podría tener en la actividad de otros servicios, como los servicios empresariales.

Hace notar que las importaciones de capital se han dividido entre aquellas relacionadas con la minería y las no relacionadas con dicho sector, y dan cuenta de una caída bastante similar en ambas clasificaciones en el segundo trimestre. Deja constancia que esta información exhibe una correlación bastante alta con aquella elaborada por Cuentas Nacionales a partir de datos proporcionados por el Servicio de Impuestos Internos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, resalta que el sector inmobiliario se muestra más dinámico. Da cuenta de ello el IMCE, que al descomponerlo refleja que las empresas inmobiliarias están menos pesimistas que a comienzos de año; y la creación de empleo en el sector construcción, que ha tendido a concentrarse en la Región Metropolitana y en el sur del país, no así en la zona norte donde se concentran las faenas mineras, confirmando la no recuperación de la inversión minera en la parte construcción.

Añade que la ejecución de la inversión pública está relativamente en línea con la estimada en el IPoM, aunque algo más lenta que la del año 2014.

Con todo, consigna que la inversión se ha corregido a la baja en cerca de 1 punto porcentual respecto del último IPoM.

Asimismo, menciona que se reactualizó la distinción entre inversión minera y no minera para el 2014 en base al dato cerrado que se contiene en el anuario de inversiones de Cochilco, observándose que la inversión privada también muestra tasas de crecimiento negativas en dicho período.

El señor Alberto Naudon hace notar que conforme a esta información, la inversión privada no minera viene creciendo a tasas muy bajas e incluso negativas desde el año 2012, razón por la que se está profundizando el análisis para determinar si hay elementos estructurales presentes en la evolución de la inversión total. Por otra parte, si bien los datos disponibles para el presente año aún no permiten hacer la distinción entre inversión minera y no minera, estos consideran que la primera será más baja que lo previsto, lo que sugiere que la inversión total será aún más baja que lo anticipado, desde el momento que la inversión privada no minera estaría afectada por factores estructurales en los últimos años. Por último, informa que con miras al próximo IPoM se comenzará a proyectar la inversión minera y no minera por separado, con el fin de tener un diagnóstico más acabado respecto de la evolución de estas variables.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y destaca que la industria fue uno de los sectores que sorprendió mayormente a la baja en términos de incidencia en el dato de mayo, que las expectativas del sector se mantienen en niveles pesimistas, y que la capacidad instalada también ha decaído y se mantiene en niveles relativamente bajos comparada en términos históricos. Asimismo, la inversión sigue mostrando debilidad y los sectores exportables se han desacelerado en lo reciente por una apreciación con respecto a nuestros socios comerciales.

De otro lado, manifiesta que el mercado laboral continúa dando muestras de deterioro, en línea con el menor crecimiento de la actividad. En efecto, la tasa de desempleo aumentó; la tasa de creación de empleo se mantiene baja; y, en lo reciente, los salarios nominales se han desacelerado, lo que ha significado que los salarios reales, corregidos por las cláusulas usuales de indexación, sean levemente menores que su promedio histórico.

En lo concerniente al consumo privado, se continúa observando un crecimiento inferior al de la masa salarial, en línea con el deterioro de las expectativas y el comportamiento precautorio de los consumidores. Deja constancia que lo antedicho es coherente con los últimos datos de Cuentas Nacionales Institucionales, que muestran un aumento del ahorro privado de los hogares.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Advierte que las expectativas de los consumidores y empresarios dan cuenta de que el deterioro del crecimiento del empleo podría ser mayor que el observado hasta ahora. En efecto, las preguntas específicas sobre expectativas futuras del mercado laboral, que se incluyen tanto en el IMCE como en el IPEC, así lo anticipan.

Asimismo, enfatiza que las expectativas de consumidores y empresarios no exhiben recuperación alguna. En este sentido, menciona que las expectativas de los consumidores han seguido cayendo, mientras que las de los empresarios, aunque exhiben algún rebote en los últimos meses, son menores que las consignadas en el último IPoM, constituyendo uno de los principales riesgos para nuestro escenario de moderada recuperación de la actividad. Acota que el Informe de Percepciones de Negocios del segundo trimestre apunta en igual dirección, esto es, a un deterioro de las perspectivas de negocio.

En relación con los mercados financieros, resalta la caída de los costos de financiamiento de personas, con tasas de créditos de consumo que han seguido disminuyendo y tasas de créditos hipotecarios en los niveles más bajos desde el año 2005. Asimismo, las condiciones financieras para empresas dan cuenta de *spreads* en niveles históricamente bajos y tasas de colocación que han tendido a caer.

Por su parte, la Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre no muestra cambios relevantes frente al trimestre anterior en cuanto a sus componentes de oferta y de demanda. Sin embargo, se percibe una demanda más dinámica por parte de las empresas inmobiliarias, en coherencia con los datos de inversión de ese sector.

A continuación, el señor Miguel Fuentes señala que el peso se depreció en torno a 3% en el último mes por la caída del precio del cobre y la apreciación global del dólar. Agrega que en lo que va corrido del año, el peso chileno se ha depreciado 6,2%; el peso colombiano, 13%; el real, en torno a 17%; el peso mexicano, 6,6%; y el sol peruano, en torno a 6,2%.

En materia de inflación, destaca que el registro del mes de junio fue algo mayor que el anticipado debido a sorpresas en el componente servicios del IPCSAE —explicadas principalmente por los ítems gastos comunes y transporte aéreo—, que llevaron al IPC total a situarse en 4,4% anual y a completar quince meses de registros por sobre el rango superior de la meta de inflación. Resalta que a partir de la descomposición de las sorpresas de junio no se advierten riesgos mayores de propagación de *shocks* inflacionarios.

Hace presente que la inflación llegaría a 4% en el mes de diciembre por un ajuste al alza de 25 puntos porcentuales en el componente SAE bienes por efecto de la variación del tipo de cambio, que más que compensa la corrección a la baja en servicios, asociada a un menor precio doméstico del petróleo y a menores salarios nominales.

Añade que la proyección de corto plazo contempla una persistencia de la inflación en torno al límite superior del rango meta. En efecto, en el mes de octubre se ubicaría en 3,5%; en noviembre, en 3,49%; y en diciembre aumentaría a 3,96% por efecto base de comparación asociado a combustibles, lo que contrasta con la trayectoria de convergencia más gradual esperada para el IPCSAE.

En lo que respecta a expectativas inflacionarias, informa que las expectativas de corto plazo del mercado concuerdan con las internas, al igual que los seguros de inflación; en tanto que las encuestas de expectativas a uno y dos años se mantienen alineadas en torno al 3% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Menciona que al analizar las proyecciones del IPCSAE realizadas desde el IPoM del mes de septiembre de 2014, se advierte que nuestras estimaciones han apuntado a una convergencia más rápida a valores más bajos, la que no se ha concretado por sucesivas depreciaciones del tipo de cambio nominal, TCN.

Al finalizar su intervención, el señor Miguel Fuentes señala que para ilustrar la importancia del TCN en las proyecciones internas de inflación, se realizó un ejercicio mecánico de sensibilidad, concluyéndose que con el valor actual de TCN, la inflación al mes de diciembre se ubicaría en torno a 4%, mientras que para valores de TCN de \$680 y \$620, llegaría a 4,6% y 3,4%, respectivamente.

El señor Alberto Naudon hace notar que si bien una variación del TCN tiene una alta incidencia en la proyección de inflación de corto plazo, no afecta en igual magnitud la proyección a 24 meses, que es la relevante en el horizonte de política. De hecho, informa que se sigue proyectando una convergencia hacia el rango meta en el largo plazo, que es independiente de las recientes sorpresas cambiarias, sustentados en tres supuestos esenciales. El primero, que las presiones por el lado de la actividad siguen indicando que, con mayor o menor velocidad, se están acumulando holguras en la economía que se traducirán en caídas de la inflación.

En segundo lugar, que los efectos transitorios del tipo de cambio en la inflación dejarán de incidir de aquí a un año y medio, y que estos no afectan la proyección a 24 meses, que es la relevante para las decisiones de política monetaria.

Por último, resalta que las expectativas permanecen ancladas a pesar de variaciones relevantes en las expectativas internas y de mercado en el horizonte de un año. Acota que la volatilidad de las expectativas de inflación a un año es muy alta, no así la de las expectativas a dos años, que han permanecido en torno al 3%.

Con todo, reitera que el análisis trata de enfatizar el rol de las sorpresas cambiarias en la inflación de corto plazo, y no sobre-enfatizar el papel que juega el tipo de cambio en la dinámica de la inflación en el horizonte de política.

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

El Consejero señor Pablo García hace notar que la proyección de inflación al mes de diciembre considera un traspaso enorme del tipo de cambio a inflación, del orden de 10%.

El señor Alberto Naudon plantea que la parte más importante del traspaso ocurre a los seis meses, pero que a partir de entonces no sería tan significativo.

En opinión del Consejero señor Pablo García, es preciso reestudiar el traspaso cambiario a inflación, porque los análisis pasados se han basado en modelos más estructurales de mediano plazo y no han contemplado la gran sensibilidad de este factor en el corto plazo, donde el rol de los modelos es mucho menor.

Agrega que al comparar estas mayores magnitudes de traspaso cambiario en el corto plazo con las observadas en ciclos anteriores, como en el año 2000, podría atribuirse esta diferencia a un cambio estructural proveniente del funcionamiento de la macroeconomía o a las actualizaciones de la canasta de bienes y servicios del Instituto Nacional de Estadísticas, INE, que podrían incluir ahora componentes más sensibles a variaciones del tipo de cambio.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Atendido lo expresado, consulta si se ha identificado otra razón que podría explicar este alto traspaso cambiario, que podría bordear el 20% a la luz de las cifras expuestas.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta su concordancia con la visión que se ha expuesto, que confirma una situación de la economía más compleja, con menor dinamismo de la actividad y una inflación elevada y con riesgo al alza por la vía cambiaria. En este panorama, subraya que el comportamiento reciente de los salarios, más allá de la evolución del tipo de cambio, reafirma nuestro diagnóstico en cuanto a que se estamos frente a un proceso de holguras crecientes, siendo las del mercado del trabajo particularmente importantes. En este sentido, si los salarios comienzan a ceder desde niveles altos, ello da cuenta de que la convergencia está teniendo lugar, más allá de que el tipo de cambio nos sorprenda en un mes.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que la desaceleración reciente de los salarios nominales constituye una buena noticia, pero se muestra cauteloso en cuanto a una eventual reaceleración por motivos inflacionarios.

Manifiesta que el ejercicio que relaciona la inflación con el tipo de cambio nominal es útil para el manejo de cifras; no obstante, hay dos elementos que le merecen ciertas dudas. El primero, el supuesto que le asigna gran relevancia del TCN —aunque sea en el corto plazo— no se condice con el mensaje transmitido hasta el pasado reciente. El segundo, que se trata de un ejercicio mecánico, que no identifica la razón detrás del alza del tipo de cambio y, por tanto, no permite anticipar si su efecto sobre la inflación va a ser mayor o menor que el que se ha presentado en esta ocasión.

En opinión del Consejero señor Pablo García, parece complejo afirmar que se está frente a un proceso inflacionario con riesgo al alza, en el que un eventual aumento del TCN a valores en torno a \$ 680 podría llevar a una inflación cercana a 5% en el corto plazo, y, por otro lado, señalar que el que el TCR no se haya depreciado significativamente explica la desaceleración del sector industrial. Lo expresado, porque la idea de que el TCR sería el adecuado para este ciclo ciertamente no se ajusta a la coyuntura actual. Por otra parte, el déficit de cuenta corriente actual sugiere que el TCR estaría suficientemente depreciado.

A su juicio, con miras a la preparación del próximo IPoM, es preciso profundizar el análisis para determinar si el TCR es el adecuado para las actuales condiciones cíclicas de la economía.

El Consejero Joaquín Vial manifiesta su inquietud por que la inflación se ubique en torno a 4,5% durante todo el tercer trimestre, porque es un período en que se producen habitualmente sorpresas negativas.

Por otra parte, llama a ser cuidadosos con los adjetivos empleados en los mensajes, atendida su incidencia en las expectativas. En este sentido, plantea la conveniencia de aludir a la normalización del mercado laboral en lugar de señalar que continúa dando muestras de deterioro.

El Consejero señor Sebastián Claro reconoce que la corrección de la actividad es compleja. Hacia el año 2016, sugiere poner especial atención en la inversión en construcción y obras, variable que está sosteniendo el crecimiento con mayor fuerza y que se vincula con el sector inmobiliario, cuya medición se ha dificultado por el impacto de la reforma tributaria en el adelantamiento de proyectos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace notar que un tema que no estaría siendo recogido por los modelos de proyección dice relación con la actividad y la demanda, que estarían siendo dominadas por determinantes que van más allá de lo que las condiciones financieras sugieren. En efecto, se advierte que el impacto de la política monetaria sobre la demanda sería menor que las condiciones cambiarias, lo que es un tema central para evaluar la trayectoria futura de la política monetaria.

El señor Alberto Naudon procede a responder los comentarios formulados por los señores Consejeros. Con respecto al mercado laboral, se procura transmitir la idea que el deterioro de este mercado era esperado y que ahora ha comenzado a materializarse. Agrega que la visión de la normalidad del mercado laboral es compartida en un contexto en que la economía se ha debilitado. Asimismo, se compromete a ser cuidadosos en el uso de los adjetivos.

En materia de inflación y tipo de cambio, reconoce lo complejo que ha resultado para la Gerencia de División Estudios la sistemática postergación de la caída de la inflación, anunciada Reunión tras Reunión, señalando que el principal riesgo de ello radica en el desanclaje de las expectativas. A este respecto, destaca que dicho riesgo sería acotado, porque el mercado califica el alza de la inflación como un fenómeno temporal que se explica por movimientos cambiarios, en línea con la visión interna.

Plantea que es natural cuestionarse si los supuestos utilizados en el análisis de la inflación han sido los correctos, concluyéndose que su evolución ha estado asociada al tipo de cambio y que las revisiones de las proyecciones han respondido a sucesivas sorpresas del tipo de cambio, cuya evolución ha sido muy difícil de anticipar.

En adelante, señala el tema central de análisis para el próximo IPoM será si el TCR es el adecuado.

Por último, en relación con el traspaso del tipo de cambio a inflación, reitera que la volatilidad del TCN incide principalmente en la inflación de corto plazo, que es el plazo en que el TCN es empíricamente más relevante; y que hacia adelante se espera una convergencia por efecto de una desaceleración de la actividad y por la contribución del tipo de cambio real.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:45 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y que se reiniciará a las 16:00 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 224, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de enero de 2016 se efectuará el día jueves 14 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 inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que los datos conocidos desde entonces han modificado las proyecciones de actividad e inflación de manera relevante, previéndose que la inflación demorará más en converger al centro del rango meta y un menor dinamismo de la actividad, al menos durante este año. A pesar de estos cambios, informa que la Gerencia de División Estudios considera que las opciones de política se mantienen inalteradas, por lo que recomienda como única opción relevante la mantención de la tasa en 3%.

En materia de actividad, señala que los datos conocidos durante el mes dan cuenta de un dinamismo de la inversión menor que lo previsto, fenómeno que incidió negativamente en la producción, que creció solo 0,8% en el mes de mayo. Asimismo, hace notar que las expectativas de empresas y hogares no se han recuperado, como suponía el escenario base del IPoM de junio, mostrando incluso retrocesos en varios indicadores, situación que coincide con la visión marcadamente más negativa de las empresas entrevistadas en el marco del Informe de Percepción de Negocios, IPN, del segundo trimestre del presente año. Además, menciona que el mercado laboral continúa mostrando un cierto grado de resiliencia, aunque el aumento del desempleo y el menor crecimiento de los salarios son coherentes con el panorama de menor actividad. Acota que el consumo sigue creciendo menos que la masa salarial, lo que atendidas las favorables condiciones observadas en el mercado de crédito, es señal de un actuar más cauto de los consumidores, en línea con las peores perspectivas respecto de la evolución futura de la economía y, en especial, de posibles ajustes en el mercado del trabajo.

Manifiesta que a las dudas respecto de las fuentes locales del crecimiento se ha añadido el rebrote de los riesgos externos. En este sentido, expresa que es especialmente importante la situación de China, donde los sobresaltos observados en algunos de sus mercados financieros han profundizado las dudas respecto de su capacidad de crecimiento. Con todo, indica que las perspectivas para la actividad mundial no variaron mayormente durante el mes, a diferencia de lo ocurrido en Chile, donde los analistas han vuelto a recortar el crecimiento esperado para este año y pronostican, además, una recuperación más lenta durante 2016 y 2017. Por último, comenta que el precio de los *commodities* se ha resentido, añadiendo una cuota extra de incertidumbre sobre las economías exportadoras de estos productos.

En este contexto, plantea que la política monetaria continúa contribuyendo a la suavización del ciclo, ayudando a relajar las condiciones de financiamiento de empresas y hogares. En efecto, las condiciones financieras se encuentran hoy dentro de las más holgadas en muchos años, con tasas de interés que están muy por debajo de sus promedios históricos y condiciones de oferta que son atractivas para la mayoría de los agentes, como lo muestran diferentes encuestas y la información recogida en el IPN. Agrega que esta situación también sugiere que el impacto de nuevos recortes sobre la actividad sería acotado.

El señor Alberto Naudon señala que la evolución de la inflación sigue siendo el principal foco de preocupación del *staff*, especialmente dada la alta persistencia que ha mostrado esta variable. Reafirma que el ajuste de la economía ha requerido que el peso se deprecie en términos reales y nominales, presionando al alza la inflación. Sin embargo, reconoce que el tamaño y la persistencia de la depreciación nominal han sorprendido durante el último año, transformándose en la principal causa detrás de las sucesivas correcciones al alza en las proyecciones de inflación, las que continuamente han ido posponiendo el momento en que la inflación debiera converger. Consigna que este mes no fue la excepción, ya que al cierre estadístico de esta Reunión el tipo de cambio nominal mostraba un avance de más de 3% respecto de la Reunión previa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

De este modo, manifiesta que el traspaso del tipo de cambio a la inflación seguirá siendo el motor principal de la inflación durante los próximos meses, retrasando nuevamente el momento en que la inflación convergerá al 3%, situación que sigue siendo el escenario base de proyección, toda vez que los efectos inflacionarios de variaciones en el tipo de cambio son transitorios y es evidente que la economía sigue acumulando holguras de capacidad. Hace presente que los principales riesgos para los próximos seis meses también están asociados a la evolución del valor del peso, ya que existen varios escenarios donde es posible una nueva depreciación, al menos por un tiempo. Agrega que riesgos de una convergencia más rápida asociada al menor dinamismo de la economía también existen a estos plazos, aunque el análisis interno indica que su incidencia es considerablemente menor que los riesgos alcistas asociados a la evolución del tipo de cambio.

Reitera lo mencionado en ocasiones anteriores, esto es, que los altos niveles de inflación a los que ha llevado esta situación constituyen en sí mismo un riesgo para el anclaje de expectativas, especialmente dado que los escenarios de riesgos donde movimientos abruptos del tipo de cambio generen aumentos de la inflación en el corto plazo tienen una probabilidad relevante, como es el caso de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América.

Así, plantea que la opción de una baja de tasa es fácilmente descartable, dado el riesgo que implicaría iniciar un ciclo de recortes en este contexto. Por otra parte, como mencionó precedentemente, en un escenario donde las condiciones de financiamiento de empresas y hogares son relativamente holgadas, el grado actual de expansividad de la política monetaria parece adecuado, a la vez que los efectos de un relajamiento adicional sobre la actividad se prevén bajos.

Manifiesta que la opción de subir la TPM tampoco parece relevante, ya que en un escenario donde el mercado comparte en su gran mayoría el análisis de que la inflación es un fenómeno asociado al tipo de cambio y donde no se ven presiones inflacionarias por el lado de la actividad, el riesgo de desanclaje, si bien no desaparece, se acota, especialmente en un contexto donde las proyecciones de actividad se han corregido sistemáticamente a la baja. En su opinión, que la inflación proyectada a doce meses haya fluctuado considerablemente en los últimos meses, pero que la inflación a 24 meses no lo haya hecho, da cuenta de esta situación.

El señor Alberto Naudon expresa que por las razones antedichas, la Gerencia de División Estudios propone como única opción relevante mantener la TPM en 3% y el sesgo neutral.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y no habiendo comentarios por parte del *staff*, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés.

El señor Rodrigo Valdés manifiesta estar de acuerdo con el análisis de opciones presentado en esta Reunión, sin perjuicio de lo cual cree importante remarcar cuatro ideas centrales con miras a los próximos meses, dos de las cuales no concuerdan plenamente con el diagnóstico consignado en la Minuta de Opciones, pero incorporan pequeños matices que es preciso considerar.

Señala que la primera de ellas dice relación con las condiciones financieras holgadas, que a nivel de tasas se observan claramente. Sin embargo, indica que de la lectura de los resultados de la Encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central, publicada recientemente, no colige que las condiciones de oferta de crédito sean holgadas, como tampoco advierte por parte de los bancos un particular interés en tomar más riesgo; por el



BANCO CENTRAL DE CHILE

contrario, cree que los bancos muestran la obvia reacción cíclica. Por lo mismo, no es correcto concluir que, atendido el nivel de tasas actual, el canal financiero ya está despejado, ya que, ciertamente, hay temas de demanda por crédito de primer orden en toda la discusión. Deja constancia que solo ha querido poner un matiz a este respecto, ya que, en su opinión, la sensación en cuanto a que las condiciones financieras son muy holgadas o claramente holgadas tiene ciertos matices.

En segundo lugar, considera importante remarcar que hay holguras crecientes. En su opinión, ello se hará patente con la evolución del desempleo, aunque existe una incipiente discusión en cuanto a que el PIB potencial ya es tan bajo y su crecimiento tan débil que no hay holguras, y que esto podría explicar la inflación. Luego, es muy importante afinar ese diagnóstico y determinar cuánto es holgura y cuánto responde simplemente a algo más estructural de la economía para poder graduar riesgos inflacionarios hacia adelante. Agrega que la encuesta del IMCE refleja holguras bastante grandes, aunque menores que las observadas durante la última crisis. A su juicio, es importante traspasar este mensaje al mercado, porque tiene implicancias para la política macro de corto plazo y para la política fiscal en particular; asimismo, que hay ciclos, que no todo es únicamente de carácter estructural.

Señala que un tercer tema dice relación con los salarios. Sobre el particular, observa que ni la Minuta de Antecedentes ni la Minuta de Opciones dan cuenta de la desaceleración de los salarios, que ha sido muy notable en los últimos dos meses. A este respecto, recuerda la secuencia de preocupaciones que ha levantado el Banco, que han sido muy relevantes, pero que han ido desapareciendo, como es el caso del déficit de cuenta corriente hace dos años y medio; luego, el consumo, que registraba altas tasas de crecimiento y no se desaceleraba; y, hasta hace poco, los salarios. Luego, plantea la conveniencia de ir descartando temas, entre los cuales cree que el desanclaje de expectativas es el único que queda como un tema macro de importancia con implicancias para el alza de tasas.

Por último, alude al calendario de la subida de tasas. A este respecto, indica que la curva se ha aplanado muchísimo; que el Banco, en su último IPoM, comenzó a discutir si es que subía o no la tasa a fin de año. En su opinión, también es importante comenzar a comunicar qué se entiende por sesgo neutral. En este sentido, estima que debe aclararse si es igualmente probable un alza o un recorte de tasas, y si se ha definido el momento en que se comenzará a evaluar un alza de tasa. Lo expresado, para reflejar en el discurso lo que muestra la curva y si ella nos deja tranquilos como política macroeconómica.

Antes de finalizar su intervención, reitera la pregunta formulada en la Reunión del mes de mayo último, esto es, cuál es el tipo de cambio real apropiado para las circunstancias actuales y, en especial, cuando muchos socios comerciales también se han depreciado, particularmente en Sudamérica. En su opinión, en las circunstancias actuales, la macroeconomía es mucho más parecida a lo observado en los períodos 1986-1990 y 2000-2003 que en otros episodios, cuando el tipo de cambio real fue significativamente mayor. Reconoce que resulta complejo determinarlo, particularmente en un régimen de flotación, pero es una pregunta respecto de la cual aún no tiene una buena respuesta. Asimismo, cuestiona si los precios relativos están suficientemente realineados a esta nueva realidad o no. A su juicio, con el precio del cobre que cae hoy bajo los US\$2,50 la libra, esta pregunta cobra incluso mayor importancia.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés y conforme al orden de esta Sesión, da paso al proceso de votación de la opción planteada por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo, en primer término, la palabra al Consejero señor Pablo García.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo los antecedentes proporcionados por la Gerencia de División Estudios para esta Reunión, así como también las opiniones expresadas en el día de hoy.

Hace presente que los antecedentes respecto del escenario doméstico indican que el segundo trimestre de este año ha sido materialmente peor que lo previsto en el IPoM, mostrando una desaceleración significativa que produce una contracción respecto del primero. Expresa que las razones de fondo detrás de este peor desempeño no son fáciles de desentrañar de manera evidente ni con mucha precisión, pero es posible señalar el deterioro de la información de comercio exterior, el sostenido escenario de pesimismo de hogares y empresas, y también un entorno externo que no contribuye para nada a una mejora de las expectativas. En su opinión, la posibilidad de tomar un crecimiento mayor hacia el segundo semestre, que nos lleve, por ejemplo, a un panorama parecido al crecimiento previsto en el IPoM, depende de que estos elementos dejen de pesar en la expansión de la actividad y del gasto.

Manifiesta que la información de precios y salarios fue relativamente mixta. Por un lado, plantea que los salarios nominales tuvieron una expansión modesta y, más importante aún, no revirtieron la significativa sorpresa a la baja del mes anterior, que entonces atrás se consideró podría haberse visto afectada por fenómenos puramente transitorios; y que con ello, se ha dado una desaceleración relevante, en línea con una evolución hacia fines de este año más cercana a 6% que por encima de 7% en doce meses, como se discutió en el marco del último IPoM. A su juicio, ello tiende a confirmar que el importante crecimiento de los salarios nominales en trimestres pasados respondió a efectos indexatorios del *shock* inflacionario, no así a la estrechez del mercado laboral. Agrega que la misma dinámica del empleo muestra que, en general, la desocupación ha reaccionado al tono más débil de la economía, observándose fluctuaciones en la fuerza de trabajo pero de carácter más bien transitorio. Por otro lado, indica que la inflación estuvo por sobre lo previsto, pero sugiriendo principalmente el impacto relativamente rápido de la depreciación del peso; y que sigue siendo el caso que las fluctuaciones cambiarias están teniendo un impacto relevante, tanto en su temporalidad como en su magnitud, en la inflación. Por último, plantea la conveniencia de seguir revisando esta sensibilidad de corto plazo en el traspaso cambiario a la inflación, que, en su visión, es ahora más alta que la observada algunos años atrás.

El señor Pablo García señala que estos antecedentes coyunturales plantean, para efectos de la próxima discusión de proyecciones de mediano plazo del IPoM, el desafío de evaluar correctamente el ajuste macroeconómico en Chile. En particular, la coherencia de la evolución cambiaria con el estado del ciclo, porque si bien la evolución del tipo de cambio es un factor que ayuda a los sectores transables a sobrellevar una situación más débil de la economía mundial, ello también está teniendo efectos inflacionarios; así como la forma como se encuadra el nivel actual del tipo de cambio real con la evolución que exhibe la cuenta corriente.

Expresa que, por ahora, las expectativas privadas han continuado considerando que la evolución de la inflación tiene un componente eminentemente transitorio, y que el conjunto de antecedentes coyunturales hacen esperar una postergación del proceso de normalización de la política monetaria durante el año 2016. A este respecto, hace notar que la curva *forward*, a diferencia de lo observado tiempo atrás, da cuenta de una primera alza de tasa hacia mediados del próximo año, lo que constituye un escenario lo suficientemente alejado en el tiempo como para que deba desestimarse en las decisiones que se puedan adoptar hoy respecto de nuestra comunicación de política monetaria. Manifiesta su tendencia a compartir que este diagnóstico, incorporado en las expectativas privadas, es correcto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al finalizar su intervención, señala que, a su juicio, la incertidumbre respecto de la evolución de variables externas claves, como la situación de China y la política monetaria en Estados Unidos de América, debe mantenernos alertas frente a la eventualidad de escenarios adversos más extremos que tengan un posible impacto negativo en el crecimiento y en la inflación en Chile. Asimismo, estima que a nivel doméstico se deberán seguir monitoreando los aspectos mencionados anteriormente que han limitado la expansión de corto plazo de la actividad y de la demanda.

En razón de lo expresado precedentemente, el Consejero señor Pablo García manifiesta su concordancia con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en orden a mantener la TPM en 3% y el sesgo neutral.

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

El Consejero señor Joaquín Vial señala que los eventos más recientes han marcado un devenir económico más complejo que el previsto anteriormente, como ha quedado muy claramente expresado en la minuta y presentaciones de la Gerencia División de Estudios.

Indica que en el plano internacional, las noticias están algo mezcladas, aunque el acuerdo para un nuevo programa de rescate de Grecia constituye un alivio y reduce, sin eliminar del todo, un factor de volatilidad financiera global. En todo caso, estima que aún queda un camino largo y complejo por recorrer. En una vena similar, menciona que el acuerdo alcanzado por Irán y las grandes potencias para eliminar sanciones y reducir el riesgo de proliferación nuclear también debiera tener un impacto a nivel global y reducir las primas de riesgo en el mercado del petróleo, lo que tiene un efecto positivo en el caso de Chile.

Sin embargo, advierte que no todo es favorable. En efecto, se consolida una creciente preocupación por el desempeño económico de China, acentuado por la corrección parcial de los precios de acciones y reacciones bastante extremas para contenerla por parte de las autoridades. Relacionado con lo anterior, manifiesta su preocupación por la desaceleración de otras economías asiáticas y su impacto en los precios de materias primas, especialmente en el del cobre. En este sentido, su impresión es que la evidencia más reciente sugiere que las perspectivas para este metal son menos favorables que las previstas en el último IPoM.

Sin embargo, hace notar que las novedades más complejas provienen de la economía local, donde las cifras de actividad del mes de mayo y de inflación en junio sorprendieron adversamente. Añade que la reciente depreciación del peso sugiere que la convergencia de la inflación a la meta se retrasaría en algún grado, lo que es un elemento preocupante.

En materia de actividad, expresa que es bastante claro que en el segundo trimestre se registrará un crecimiento menor que el anticipado. Si bien ello debería impactar en el crecimiento anual, estima que es importante aguardar hasta contar con información más reciente, dado que hubo factores transitorios que afectaron las cifras de comercio exterior en estos meses, que podrían estar magnificando la magnitud de su ajuste en el corto plazo.

Por otra parte, señala que el mercado de trabajo parece estar transitando gradualmente hacia una normalización, con el crecimiento de los salarios nominales acercándose a tasas similares a sus promedios históricos, un crecimiento del empleo concordante con una expansión moderada de la actividad, y una vuelta de las tasas de participación laboral a niveles consistentes con patrones previos. Sin embargo, ello contrasta con un deterioro relevante de las expectativas, tanto de empresarios como consumidores.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En este contexto, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su concordancia con lo consignado en la Minuta de Opciones, en el sentido que la única opción relevante para esta Reunión es mantener la TPM en 3%, votando, en consecuencia, por ello.

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

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las últimas semanas han estado dominadas por eventos externos de importancia, algunos de los cuales requieren un mayor análisis; y antecedentes internos que confirman, y en algunos casos profundizan, el análisis del último IPoM.

En lo concerniente al ámbito externo, señala que la discusión en Europa refleja lo costoso que ha sido para Grecia ajustar su economía para retomar el crecimiento y las dificultades que representa para la Zona Euro la negociación de estos programas extraordinarios de ayuda. En su opinión, hasta ahora, la evidencia es consistente con la idea de que este problema está circunscrito básicamente a Grecia y a problemas internos de Europa, y que los mayores efectos sobre el resto de la Comunidad Europea y, especialmente, sobre el resto del mundo, deberían ser acotados. No obstante, es probable que esta discusión vuelva a estar sobre la mesa en la medida que perduren las dificultades en ese país, razón por la que plantea la conveniencia de cuestionar y madurar este supuesto de trabajo de manera permanente.

Con respecto a China, considera que las noticias también han sido importantes, dando cuenta de varios fenómenos de interés. A su juicio, lo más claro ha sido la reacción agresiva de las autoridades para tratar de controlar la caída de la bolsa, levantando dudas sobre su capacidad y disponibilidad de favorecer verdaderamente mecanismos de mercado en la asignación de recursos. Estima que ello, más que anticipar un colapso en esa economía — que dificulta—, siembra inquietud sobre el proceso de reformas financieras en ese país, lo que se suma a dudas genuinas que han estado presentes hace varios trimestres sobre cuán profunda es la desaceleración de esa economías. Agrega que también han sido notorios los vaivenes exhibidos por el precio del cobre, que, de alguna manera, están relacionados con los cambios en las condiciones financieras en China y dan cuenta de su sensibilidad, por lo menos en el corto plazo, a estas expectativas.

Entre las respuestas a estos fenómenos, consigna que el peso mostró una depreciación importante en las últimas semanas, volviendo el tipo de cambio real a niveles cercanos a los observados a comienzos de año, en línea con las proyecciones consignadas en el IPoM del mes de marzo.

En lo atinente al ámbito interno, indica que la cifra de actividad fue bastante menor que lo anticipado y obedeció, en general, a un menor registro en varios sectores. En este sentido, manifiesta que los datos conocidos en el segundo trimestre confirman una recuperación lenta de la economía hacia adelante, con indicadores de inversión que siguen muy débiles; de consumo, que dan cuenta de un grado de menor crecimiento; y de confianza, que permanecen en niveles deprimidos.

Añade que el registro de inflación sorprendió al alza y que las perspectivas muestran que la economía completaría cerca de 18 meses con una inflación anual mayor que 4%. Plantea que este registro no es satisfactorio y da cuenta, en lo grueso, del impacto de la depreciación, que ha sido amplio y extendido.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, la debilidad de la economía, creciendo menos que su potencial, sugiere que las presiones inflacionarias debieran ir cediendo, pero lentamente y, de alguna manera, condicionada a las fluctuaciones que experimente el tipo de cambio, que en los últimos años ha sido el principal determinante de la inflación. Agrega que las condiciones financieras internas siguen siendo bastante expansivas y acordes con el ciclo, tanto en las condiciones observadas en el mercado monetario como en las condiciones de crédito en general, lo que sugiere que la debilidad de la demanda y de la actividad no obedece a condiciones financieras restrictivas.

Indica que los antecedentes acumulados muestran que la alternativa de mantener la tasa y el sesgo neutral es la única opción razonable. Lo expresado, porque piensa que el escenario más probable es aquel donde el crecimiento se recupera gradualmente, lo que podría requerir una política monetaria que se mantenga en niveles expansivos, como los actuales, por varios trimestres. Plantea que esa posibilidad está supeditada a que la inflación vuelva a 3% en un tiempo razonable, ya que, de otra manera, se hará necesario ajustar la política monetaria para contener el aumento de la inflación, o el mercado exigirá un ajuste vía un alza de las tasas de más largo plazo.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro cree que la viabilidad de mantener una política monetaria expansiva y su efectividad hacia adelante requieren mostrar un compromiso nítido con la inflación, que en este caso se obtiene votando por la mantención de la TPM en 3% y del sesgo neutral.

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

El Vicepresidente señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión de Política Monetaria.

Manifiesta que las noticias acumuladas en el último mes no han sido auspiciosas para nuestra economía.

En lo concerniente al ámbito externo, señala que las perspectivas de crecimiento no han cambiado significativamente, aunque los focos de atención o preocupación han aumentado. En efecto, el inicio del ajuste monetario en Estados Unidos de América sigue siendo un tema central para los mercados financieros; China ha vuelto a generar noticia; los desarrollos en materia de precios bursátiles han estado en el radar de los mercados y han generado inquietud, sobre todo por lo que podría haber detrás de ello; Grecia también ha marcado los acontecimientos del mes, aunque las partes han acercado posiciones en estos últimos días, lo que permite abrigar cierto optimismo; y América Latina ha continuado evidenciando debilidad y sus perspectivas de mediano plazo siguen siendo poco halagüeñas. Asimismo, con una percepción de riesgos algo más altos, los mercados han reaccionado en los términos ya conocidos, donde el dólar se ha fortalecido, las tasas de interés han bajado y los precios de las materias primas más sensibles a los desarrollos financieros, incluidos los del cobre y el petróleo, han experimentado caídas. Advierte que para las economías emergentes, este no es un cuadro alentador.

En relación con el frente interno, menciona que el crecimiento se mantiene en niveles extremadamente modestos, como lo reflejan las cifras del último mes, que han vuelto a sorprender a la baja. Por su parte, los indicadores de confianza y expectativas de hogares y empresas, más allá de movimientos menores, mantienen un sello pesimista, sentimientos que también se han recogido en las visitas a terreno que sirven de base para la elaboración del



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Percepciones de Negocios. Agrega que la visión de prudencia y realismo en la conducción de los asuntos públicos emanada del Ministerio de Hacienda en el último tiempo debe ser valorada, especialmente en el sentido que contribuye a configurar bases sólidas para la recuperación de estos indicadores.

Hace presente que la marcada debilidad de la actividad y de la demanda encuentra correlato en el crédito bancario, que evoluciona lentamente, con la sola excepción del financiamiento inmobiliario y el asociado a la compra de viviendas, lo que es coherente con las tendencias observadas en el sector de la construcción.

En materia de crecimiento, llama la atención sobre la evolución más bien débil de las exportaciones, considerando sobre todo la magnitud de la devaluación. Expresa que varios factores podrían estar detrás de ello, constatándose, por de pronto, que nuestra canasta de exportaciones no es muy sensible al tipo de cambio. Resalta que América Latina, que es clave en ciertas líneas industriales, no nos ayuda mucho en las actuales circunstancias. Plantea que otro factor es que la devaluación se ha producido conjuntamente con un fortalecimiento global del dólar y caídas en los precios de varias líneas de exportación. En su opinión, las implicancias para la trayectoria de la actividad de la operación de todos estos factores son evidentes.

En materia de inflación, consigna que las cifras del último mes sorprendieron al alza, como ha sido la tónica en el último tiempo, y que con ello la inflación anual ha vuelto a elevarse por sobre el rango de tolerancia, marcando un proceso de convergencia que se ha mostrado bastante lento, a ratos inconstante, y que nuestras proyecciones aparecen postergando sucesivamente. A pesar de ello, manifiesta que el diagnóstico que el Consejo ha entregado sigue plenamente vigente, en el sentido que la devaluación es el factor fundamental detrás de la mayor inflación que se ha observado. En este marco, plantea que una noticia positiva es que las remuneraciones nominales se hayan seguido desacelerando, lo que reduce o mitiga un factor de preocupación identificado con anterioridad. De momento, el principal riesgo para la inflación es, a su juicio, una devaluación adicional del peso, con los consiguientes efectos sobre la dinámica inflacionaria interna.

En este cuadro, señala que la opción que vuelve a surgir con claridad es la de mantener la TPM, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios. En su opinión, es difícil proveerle sustento a cualquier otra opción de política; luego, lo recomendable es reafirmar la orientación general de la política monetaria, que es, por lo demás, lo que espera el mercado.

A su juicio, puede llamar la atención que, durante varios meses, el Consejo haya considerado solo la opción de mantener, ya que ello no ha sido lo habitual en el pasado. Sin embargo, en estas circunstancias, los espacios para la política monetaria se ven extremadamente reducidos, de manera que el Consejo debe ser muy cuidadoso con las señales entregadas.

En virtud de estas consideraciones, manifiesta su inclinación por mantener la TPM en su actual nivel de 3% anual y el tenor del Comunicado de la Reunión anterior.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el planteamiento expuesto por el Vicepresidente señor Enrique Marshall e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis consignado precedentemente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Expresa que los riesgos y la volatilidad se mantienen en los mercados internacionales. En este sentido, señala que los acontecimientos en Grecia y China, más el acercamiento del momento en que se producirá el comienzo de la normalización de la tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos de América, han estado detrás de muchos de los movimientos recientes en precios de activos. Agrega que la situación en América Latina es particularmente compleja, con continuas revisiones a la baja en el crecimiento proyectado en la mayor parte de las economías de la región; y que el precio del cobre ha bajado.

En lo concerniente al ámbito interno, indica que el crecimiento del mes de mayo sorprendió a la baja, lo que junto con otros datos en el margen han producido una disminución generalizada y significativa en las proyecciones de crecimiento para el año; que la inversión sigue débil y las cifras de confianza no muestran una recuperación; y que a ello se agrega un comercio exterior que tanto en exportaciones como en importaciones no da señales claras de recuperación.

En cuanto al mercado laboral, menciona que la tasa de desempleo subió, pero sigue baja en términos históricos; y que, con todo, el crecimiento del empleo privado se mantiene reducido. Añade que los salarios, si bien siguen creciendo a tasas superiores a las históricas en doce meses, exhiben en el último bimestre una reducción en su tasa de crecimiento a niveles más coherentes con el estado actual del ciclo económico. A este respecto, resalta la importancia de ser claro en cuanto a que, por una parte, se ha reducido la tasa de crecimiento de los salarios, pero siguen creciendo por arriba de los patrones históricos, lo que es atribuible básicamente a indexación; y que, por otra parte, la última medición dio cuenta de un incremento en la inflación y que los riesgos en esa materia son al alza. Luego, advierte que si por alguna razón nos alejamos del escenario base y la inflación aumenta, volveremos a tener el riesgo de que esta se incorpore en los salarios y genere una especie de círculo vicioso, con mayor inflación y, a su vez, con mayores salarios por un tiempo mayor que el que hoy día estamos estimando.

Hace presente que la inflación volvió, con mayor intensidad que la esperada, a ubicarse por sobre el rango de tolerancia del Banco Central, lo que constituye indudablemente una mala noticia. Indica que el tipo de cambio sigue siendo un factor clave detrás de este aumento y también detrás de las proyecciones de que la inflación se mantendrá en la parte superior del rango de tolerancia por varios meses más.

Expresa que este hecho no es algo menor para el Banco Central, ya que si bien es cierto que la debilidad de la actividad —más allá del producto potencial que se pueda estimar, es evidente que con el actual crecimiento de la actividad se están generando holguras— y los límites naturales a la depreciación cambiaria debieran hacer converger la inflación a 3% en el horizonte de proyección, no es menos cierto que esta convergencia se ha postergado constantemente y la persistencia inflacionaria ha mostrado ser bastante mayor que la esperada. Señala que el riesgo de pasar mucho tiempo en esta situación es el de tener un desanclaje inflacionario que, obviamente, no puede ser permitido por esta Institución.

El Presidente señor Rodrigo Vergara añade que la política monetaria ha sido altamente expansiva por ya un largo período de tiempo; que el costo de financiamiento para empresas y hogares se mantiene en niveles bajos, en muchos casos en niveles mínimos históricos o cercanos a ellos; y que las tasas de largo plazo también están en niveles bajos desde una perspectiva histórica.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Recuerda que hace dos años, producto de la debilidad que se anticipaba en la actividad y la demanda, el Banco Central dio un significativo estímulo monetario, que se ha mantenido desde entonces a pesar de que la inflación lleva ya más de un año sobre el límite superior del 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, resalta que las expectativas de inflación en el horizonte de política se mantienen ancladas en 3%. Sin embargo, plantea que la persistencia de la inflación y los riesgos asociados a ella no dejan espacio alguno para un mayor estímulo monetario en las actuales condiciones.

Atendido lo expresado, señala que la opción de un recorte de la TPM se puede desechar rápidamente por improcedente. Además, como se mencionó previamente, el costo de financiamiento se mantiene particularmente bajo. Por otro lado, la opción de subirla no es coherente con una economía que ha mostrado una creciente debilidad.

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

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

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

N° 224-01-150714 - 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% 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, la mayor novedad ha sido la volatilidad de los mercados financieros, asociada a los eventos en Grecia y China, la que ha tendido a moderarse en lo más reciente. En este contexto, luego de mostrar una caída importante durante el mes, el precio de los activos de mayor riesgo tuvo una recuperación relevante en los últimos días. El dólar se apreció a nivel global. Los precios de las materias primas, en particular el cobre y el petróleo, descendieron.

En lo interno, el IPC de junio fue superior a lo proyectado y su variación anual volvió a ubicarse por sobre 4%. A un año plazo, las expectativas de mercado aumentaron, aunque a dos años permanecen sin cambios. La evolución de la inflación seguirá monitoreándose con especial atención. Por su parte, la actividad y la demanda se han mostrado más débiles que lo contemplado en el escenario base del IPoM y las expectativas



BANCO CENTRAL DE CHILE

privadas de crecimiento han bajado para este año y el próximo. Los indicadores de confianza no se han recuperado. En el mercado laboral, el ritmo de creación de empleos sigue acotado y los salarios nominales se han desacelerado. A su vez, el peso se ha depreciado.

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 17:00 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



RODRIGO VALDÉS PULIDO
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe