



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 225 celebrada el día jueves 13 de agosto de 2015

En Santiago de Chile, a 13 de agosto 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 Subrogante,
don Pablo Mattar Oyarzún;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
doña Gloria Peña Tapia;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Jefe del Departamento Análisis Internacional,
don Diego Gianelli Gómez;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
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° 225, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2016 se celebre el día jueves 11 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara concede 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, destaca el ajuste a la baja del precio de los *commodities*, explicado por una percepción de menor dinamismo subyacente del crecimiento de la economía china, y expectativas de mayor fortalecimiento del dólar en un entorno de volatilidad financiera internacional.

En segundo término, resalta el elevado nivel de volatilidad financiera *ad portas* del *liftoff* de la Reserva Federal. En este sentido, expresa que si bien los datos de empleo y de actividad de Estados Unidos de América conocidos desde la última reunión del Federal Open Market Committee, FOMC, son mixtos, en el margen apuntarían a una postergación del alza de tasas de interés desde el mes de septiembre a octubre o diciembre. Hace notar que a ello se agrega que el dólar ha continuado apreciándose, los costos laborales se han debilitado, y los precios de la energía y los alimentos han caído, por lo que la inflación permanecería baja por un periodo algo más prolongado que el proyectado.

A título de último hecho destacado en el ámbito internacional, señala que en este contexto, la actividad en las economías latinoamericanas muestra un deterioro adicional, que es recogido por las expectativas de mercado y por los indicadores más duros.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación informando que en materia de *commodities* se observan movimientos a la baja en los precios del petróleo y cobre, y también una caída del precio de los combustibles, que estuvo rezagada debido a la mayor demanda de gasolina en Estados Unidos de América, que más que compensó el factor estacional al alza que se observa habitualmente en esta época del año.

Manifiesta que en términos de fundamentos, los menores precios de *commodities* coinciden con datos de China que han generado dudas respecto del dinamismo subyacente de la actividad en esa economía. En efecto, al comparar la evolución del PIB con un conjunto amplio de indicadores de actividad, se observa que entre los años 2011 y 2014 todos se encontraban en línea o por sobre el crecimiento que mostraba el producto. Sin embargo, desde mediados de 2014 se advierte una tendencia decreciente, mayor que la exhibida por el PIB, en especial en el caso del indicador de producción industrial, cuyo último registro se situó en 6% en términos anualizados, sugiriendo una debilidad adicional.

Por otra parte, señala que la alta volatilidad financiera de la economía china, junto con el creciente activismo de su gobierno en distintos frentes, han añadido incertidumbre respecto del dinamismo real de la economía. No obstante, el que las autoridades chinas permitieran un mayor nivel de depreciación del yuan tendría una lectura positiva en el sentido de que esta economía requeriría de un nivel de tipo de cambio real distinto, en particular, considerando el último registro de crecimiento de las exportaciones, que sorprendió al mercado con un 8% negativo.

El señor Diego Gianelli indica que en sintonía con las peores perspectivas para China, las proyecciones de balance para el precio del cobre —según el último reporte del CRU— muestran una corrección importante a la baja, que sería de carácter permanente y tendría un impacto sobre los inventarios, dando lugar a mayores holguras en este mercado. Precisa que dicho informe da cuenta también de factores puntuales de menor demanda en Alemania y mayor oferta en el Congo que contribuirían a este ajuste, a lo que se suma una visión de que el menor crecimiento de China se traduciría en una menor demanda futura de este metal. En todo caso, hace el alcance que el último registro de importaciones de cobre en



BANCO CENTRAL DE CHILE

dicha economía, si bien es menor que el de igual mes del año anterior, no difiere del patrón estacional habitual, lo que da cuenta de que la caída de la demanda aún no se traduce en importaciones chinas mucho menores.

En este contexto, hace notar que las proyecciones para el precio del cobre para el año 2016 de un conjunto amplio de analistas y bancos de inversión, que a fines de 2014 se encontraban bastante acotadas por sobre el nivel de 3 dólares la libra, exhiben hoy una mayor dispersión y una corrección significativa a la baja.

En el caso del petróleo, advierte que los menores precios tienen un correlato con un balance mucho más holgado, que se relaciona con nuevas técnicas de producción en los Estados Unidos de América, el levantamiento de las sanciones a Irán y otros factores de oferta, y que se mantendría en todo el escenario de política. Agrega que en el corto plazo, esto llevaría los inventarios a niveles muy por sobre los patrones estacionales y la tendencia reciente.

En materia de precios de alimentos, menciona que durante este mes el índice FAO alimentos registró su menor nivel desde el año 2009, acumulando una caída anual en torno a 19%; que las proyecciones se han mantenido estables y levemente por debajo de los niveles de precios observados; y que las principales caídas anuales en términos de incidencias han estado vinculadas, en el caso de lácteos, a cambios en las cuotas de producción en Nueva Zelanda y Europa, y tratándose de los cereales, a factores climáticos asociados al fenómeno El Niño.

A continuación, hace referencia a la volatilidad financiera y a la política monetaria en Estados Unidos de América. Indica que la normalización de tasas comenzaría este año, y que la opinión del mercado y de los analistas en cuanto a su inicio se encuentra dividida. En efecto, los indicadores financieros adelantan la primera alza desde enero de 2016 a diciembre de este año, mientras que la última encuesta Bloomberg, del 22 de julio, la sitúa mayoritariamente en el próximo mes de septiembre.

Sin perjuicio del *timing* del alza de tasas, señala que el mercado financiero prevé un proceso gradual, ya que desde el último Informe de Política Monetaria, IPoM, la curva *forward* de *Fed fund* se ha movido levemente a la baja, y la curva de rendimiento se ha aplanado en su tramo largo —*spread* entre 10 y 2 años— y ha permanecido sin variación en los tramos cortos —*spread* entre 2 años y 3 meses—.

El señor Diego Gianelli advierte sobre un escenario de riesgo en el que un alza de tasas por parte de la Reserva Federal, acompañada de alguna comunicación que genere cierta inquietud en el mercado, podría llevar a una descompresión de premios por plazo similar al episodio del *tapering tantrum* pasado, cuando los premios por plazo aumentaron en torno a 100 puntos base y el índice MOVE, que da cuenta de la volatilidad de las tasas, registró un rebote importante.

Agrega que transcurrido un mes del *tapering talk*, las tasas largas de un grupo amplio de economías han subido y sus monedas se han depreciado. En particular, el alza de las tasas largas en las economías latinoamericanas, a excepción de Chile, supera los 100 puntos base de descompresión de premios en Estados Unidos de América, en tanto que sus monedas han exhibido una sensibilidad algo mayor que el promedio de las economías analizadas.

En cuanto a la actividad global, señala que los datos duros del mes muestran sorpresas negativas en general, entre las cuales destaca el dato de producción industrial de Alemania, cuya caída de 1,4% contrasta con un crecimiento de 0,3% esperado por el mercado. Por su parte, las cifras de China decepcionaron, ya que la producción industrial



BANCO CENTRAL DE CHILE

disminuyó desde 6,8 a 6,0% respecto del mes anterior, menor que el 6,6% esperado por el mercado, a lo que se sumó la fuerte disminución del crecimiento de sus exportaciones desde 2,8 a -8,3%. Añade que en América Latina se observaron sorpresas mixtas, pero, en general, datos débiles; y que la economía brasileña registró una desaceleración adicional, anotando su índice de actividad económica una caída en torno a 5% anual.

En materia de expectativas, representadas en el *heatmap* de PMI manufacturero, manifiesta que las economías desarrolladas, excluyendo a Grecia, se encuentran por sobre el pivote de 50 puntos, esto es, en terreno expansivo. Destaca la mejora de España, cuyos registros de actividad fueron positivos durante el mes, y a China y Brasil, que exhiben caídas importantes y niveles bajos en términos absolutos. Hace el alcance que los indicadores de la Zona Euro podrían variar, ya que el dato de crecimiento de la economía griega, publicado esta mañana, sorprendió positivamente y porque al día siguiente se conocerá la cifra de actividad de Alemania. En suma, consigna que los cambios son a la baja en América Latina y China por una visión de menor actividad futura, marginalmente a la baja en Estados Unidos de América, y al alza en Japón.

Con todo, informa que las proyecciones de actividad para el mundo se han reducido en dos décimas para año 2015 y en una décima para 2016, pero con énfasis en China y en las economías latinoamericanas que son socios comerciales relevantes para Chile.

En relación con los indicadores de actividad de corto plazo para América Latina, señala que las cifras se mantienen deprimidas, resaltando el caso de Brasil, cuyas proyecciones de crecimiento para este año continúan corrigiéndose a la baja, y desde 0,9 a 0,6% para el año 2016 según las proyecciones de Consensus Forecast del mes de julio.

Especial mención hace del elevado déficit de cuenta corriente que presentan la mayoría de las economías latinoamericanas, que contrasta con la situación chilena. Expresa que de acuerdo con lo previsto por Consensus Forecast, países como Colombia y Brasil no registrarían un deterioro adicional significativo, aun cuando han recortado su crecimiento de forma importante y han materializado un ajuste de precios relativos de una magnitud considerable. Expresa que en opinión de la Gerencia de División Estudios, el ajuste de precios relativos y este escenario de menor actividad previsto, serían consistentes con un ajuste adicional de la cuenta corriente que en alguna medida podría encuadrarse en una visión algo más negativa para la actividad de la región.

A continuación, el señor Diego Gianelli indica que en materia de inflación, la caída del precio del petróleo y del índice FAO alimentos mantienen la inflación global medida en dólares en niveles históricamente bajos. Agrega que en los países latinoamericanos, con excepción de México, las inflaciones en moneda local exhiben una dinámica al alza que se explica principalmente por el efecto del traspaso de la depreciación cambiaria a precios, mientras que en el caso puntual de Brasil, se debe a ajustes de precios regulados y tarifas que tuvieron lugar en meses previos.

En lo concerniente a política monetaria, consigna que el mercado no prevé ajustes significativos en los próximos seis meses. En particular, informa que para Colombia y Brasil se esperan alzas, mientras que para las otras economías de la región se proyectan mantenciones. Para Nueva Zelanda y Australia, en cambio, economías que se encuentran en un ciclo monetario distinto, se esperan recortes, lo mismo que para Rusia, en cuyo caso se estima que estos obedecerían a una reversión de las importantes alzas adoptadas en defensa de su moneda. En términos generales, plantea que sería difícil que las economías se desacoplen de las decisiones de la Reserva Federal, que iniciaría el proceso de normalización de su tasa rectora hacia el primer y segundo trimestre de 2016.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Resalta el caso de México, donde las autoridades complementaron sus decisiones de política con acciones concretas sobre el mercado cambiario, como la ampliación de su programa de venta de dólares y el ajuste de su calendario para estar en condiciones de actuar luego de las decisiones de la Reserva Federal. Hace presente que tales medidas consisten en aumentar el monto de intervención diaria de US\$52 a US\$200 millones, sin límite de precio; y gatillar el programa cuando la depreciación del día sea igual o superior a 1% respecto del precio oficial del día anterior, en lugar del 1,5% anterior.

Por su parte, Perú ha mantenido su política de intervención discrecional, con algunas intervenciones relevantes en los últimos días, pero en línea con su comportamiento habitual. Brasil y Colombia, en tanto, no han modificado sus políticas de intervención cambiaria.

Al concluir su presentación, el señor Diego Gianelli señala que desde la Reunión previa se observó una depreciación generalizada de la mayoría las monedas frente al dólar, una corrección de los mercados bursátiles a la baja, movimientos mixtos en las tasas de interés de largo plazo y alguna tendencia al alza en el caso de los CDS. Hace notar que América Latina exhibe cifras negativas en todas las variables antedichas, lo que es coherente con retiros crecientes y generalizados de flujos de capitales de no residentes.

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 solicita se adelante algún juicio sobre el impacto de la depreciación de la moneda china; y destaca la caída de las importaciones físicas de China, que se prolonga por un año, situación no observada en los últimos 15 o 20 años.

El Consejero señor Sebastián Claro hace énfasis en la importancia de analizar la situación de China con mayor profundidad, en particular, las últimas medidas adoptadas, que podrían responder a una debilidad mayor de esa economía. Asimismo, plantea la conveniencia de hacer un *zoom* mayor respecto de lo que significa una depreciación del renminbi del orden de 10% o 15% en términos de los precios de *commodities* y de las condiciones financiera.

Hace notar que el análisis presentado da cuenta de movimientos significativos de los precios de todos los *commodities* que, más allá de ciertas particularidades, tienen un elemento común en la fuerte apreciación multilateral del dólar. Sobre el particular, consulta acerca de las perspectivas que se manejan para el dólar multilateral y su rango de impacto sobre los *commodities* medidos en dólares para los próximos dos o tres trimestres.

El Consejero señor Pablo García hace presente la necesidad de hacer una evaluación muy cuidadosa respecto del escenario internacional global. En especial, manifiesta su preocupación por las proyecciones de crecimiento mundial para el año 2016, que contemplan una tasa de crecimiento superior en medio punto porcentual a la esperada para el presente año. Expresa que este no es un supuesto razonable, atendida la significativa revisión de los precios de los *commodities* hacia adelante. En su opinión, una evaluación juiciosa del escenario internacional validaría una proyección de crecimiento mundial para el año 2016 similar a la de 2015, debido a que el escenario actual para la economía mundial es muy riesgoso —y muy negativo para Chile—, a lo que suma la incertidumbre respecto de futuros movimientos de tasa por parte de la Reserva Federal y la incidencia de los ajustes en la economía china.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que China es clave para los próximos desarrollos. A su juicio, es preciso contar con un análisis más profundo sobre esta economía y sobre las medidas adoptadas en los últimos días, y su impacto sobre el crecimiento mundial y los precios de los *commodities*.

Manifiesta no compartir lo expresado por el Consejero Pablo García en cuanto a que el crecimiento mundial será menor atendida la revisión a la baja de los precios de los *commodities*, porque las correlaciones entre ambas variables son más complejas. En su opinión, fijar nuestra proyección de crecimiento mundial para 2016 sobre la base de la evolución esperada de los precios de los *commodities* implicaría atribuir demasiada relevancia a este mercado *per se*, cuya evolución está determinada por factores de naturaleza diversa que no necesariamente se asocian a una mayor debilidad mundial.

Concuerda en que estamos ante un escenario externo con riesgos que hoy son claramente más altos que tiempo atrás, lo que obviamente debe ser incorporado en nuestras proyecciones. A su juicio, los riesgos más importante para Chile provienen de China, no así de Europa y Estados Unidos de América, a pesar de que el crecimiento de este último sería algo menor que el previsto.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon anticipa que el próximo IPoM incorporará un análisis más acabado acerca del efecto de las últimas medidas adoptadas en China sobre la economía mundial.

Manifiesta su prevención respecto de la incidencia de los precios de *commodities* en las proyecciones de crecimiento del PIB mundial, porque si bien los precios de todos ellos han caído por un factor común de carácter financiero, que está incorporado en el análisis, también hay elementos particulares que los afecta de distinta manera. A título ejemplar, señala que tratándose del precio del petróleo, un comportamiento idiosincrásico vinculado a factores de oferta más que al crecimiento mundial habría amplificado su caída; en el caso del cobre, su especial sensibilidad al crecimiento en China y a la composición de dicho crecimiento podría traducirse en variaciones de precio más significativas que las que registra el PIB mundial. Por tanto, reitera que el comportamiento de los precios de *commodities* forma parte del análisis preliminar realizado para el IPoM y enfatiza que la revisión de nuestras proyecciones no difieren mayormente de los ajustes a la proyección de crecimiento mundial.

Respecto de la proyección de crecimiento mundial de 3,6%, que *a priori* podría parecer algo elevada, se sustenta en que Estados Unidos de América mostraría mejores cifras, tanto por los últimos datos conocidos como por un efecto base asociado; y Europa y Brasil exhibirían una recuperación.

Por último, el señor Alberto Naudon plantea que si bien es importante establecer la coherencia existente entre el crecimiento del PIB y la evolución del precio de los *commodities*, también es preciso señalar que el análisis interno no da cuenta de discrepancias mayores entre el escenario proyectado por Consensus Forecast, algo más optimista que el interno, y las proyecciones internas para el precio de los *commodities*.

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.

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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes da inicio a su presentación refiriéndose a las proyecciones de actividad y demanda. En primer término, señala que sobre la base de información adelantada de Cuentas Nacionales y de la evaluación interna del escenario macroeconómico, se estima que el PIB del año 2015 crecerá en torno a 2,1%, debido a un menor dinamismo en las actividades Resto y de recursos naturales.

Explica que el PIB Resto del segundo trimestre sorprendió a la baja respecto de lo proyectado en el último IPoM, luego de registrar indicadores negativos en los meses de abril y mayo y una sorpresa positiva en el mes de junio. Agrega que su velocidad de expansión en la segunda parte del año ha resultado menor que la esperada, debido principalmente a un deterioro de las expectativas y a la debilidad de algunos indicadores en el margen, como es el caso de los de comercio exterior.

En términos de incidencia, indica que el grueso de la corrección se produce en el sector recursos naturales, afectado negativamente por una menor producción de cobre de Escondida, que anunció que su producción disminuirá 25% el próximo año fiscal —junio de 2015 a junio de 2016—, lo que fue incorporado a las proyecciones internas, validando que ese menor crecimiento tendrá un efecto apreciable sobre la actividad. Precisa que la caída será más importante en la primera parte del próximo año, en especial en el segundo trimestre, lo que junto a retrasos en algunos yacimientos incidiría en un crecimiento negativo de los sectores minería y recursos naturales en el año 2016.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si se han sostenido conversaciones con ejecutivos de Escondida.

El señor Miguel Fuentes señala que no existe un canal de comunicación fluido con dicha empresa, porque ello forma parte de su política; no obstante, esta información fue corroborada por personeros de Coquimbo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea la conveniencia de coordinarse con la Gerente de División Estadísticas señora Gloria Peña con el fin de establecer un contacto directo con representantes de esa empresa, atendida la relevancia de dicha información a nivel agregado.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon comenta que Escondida habría enfrentado problemas legales en Estados Unidos de América, que la ha llevado a restringir las instancias de comunicación en el último tiempo. Sin embargo, se hará un intento adicional de acercamiento.

El señor Miguel Fuentes retoma su exposición anticipando que la inversión se mostrará menos dinámica de lo proyectado y cerrará el presente año con un crecimiento negativo en torno a 1,1%. Acota que igual comportamiento se prevé para el consumo privado, debido a un menor crecimiento de la masa salarial y expectativas de mercado más pesimistas.

Con todo, precisa que la proyección de menor crecimiento respecto del último IPoM responde a un peor desempeño en el segundo trimestre y a una velocidad de expansión que se ve más lenta hacia adelante. Hace notar que al comparar las proyecciones del último IPoM con las del mes de agosto, se advierte una corrección marginal al alza en el primer trimestre, pero una sorpresa negativa en el segundo, en tanto que las velocidades de expansión, siempre afectadas por factores estacionales, muestran un registro similar para el tercer trimestre y uno más bajo para el cuarto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En particular, hace notar la caída proyectada para el sector recursos naturales en el segundo trimestre del año, cercana a dos puntos porcentuales respecto de lo consignado en el IPoM de junio, que se explica fundamentalmente por el efecto de la minería.

El Presidente Rodrigo Vergara solicita se precise la causa de la reducción de la proyección de la velocidad de expansión del PIB Resto hacia la segunda parte del año, y si existen datos sectoriales que expliquen ese ajuste.

El señor Miguel Fuentes indica que esa corrección se produjo fundamentalmente por expectativas más deterioradas, a lo que se suma una reducción del consumo privado —que constituye un 70% de la demanda interna—, cuyo menor dinamismo se explica por un menor crecimiento de la masa salarial, asociado a un menor crecimiento de los ingresos reales.

El señor Alberto Naudon complementa lo expresado por el señor Fuentes, mencionando que el escenario base del último IPoM contemplaba una mejora de las expectativas, lo que contrasta en forma significativa con lo acontecido. Además, el segundo trimestre ha sido menos dinámico que lo esperado, incidiendo ambos factores en las menores velocidades de expansión proyectadas para el tercer y cuarto trimestre del año.

El Consejero señor Pablo García solicita se precise en qué se basan las revisiones a la baja de la velocidad de expansión del PIB para el tercer y cuarto trimestre de este año respecto de lo consignado en julio, considerando que en agosto las noticias de los sectores industria, comercio, servicios financieros y empresariales han sido más positivas; y si ello implica que se estaría anticipando una desaceleración del crecimiento secuencial en el segundo semestre del presente año respecto de lo consignado en la última Reunión.

El señor Miguel Fuentes coincide con el Consejero señor Pablo García en cuanto a que dichos sectores se han revisado al alza respecto de la Reunión previa, no así frente a lo consignado en el último IPoM. Aclara que la revisión a la baja respecto del último Informe se basa en algunos datos menos favorables para algunos sectores, y que también es preciso considerar los pesos relativos de algunos sectores. Además, para la Reunión anterior, las expectativas y los indicadores adelantados del ciclo sugerían una corrección negativa de las velocidades, que no fue introducida en ese momento, y que sí se incorporó en esta ocasión.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon informa que los datos presentaron mucha volatilidad, lo que dificultó su interpretación y la realización de los cálculos. Además, con la revisión de Cuentas Nacionales, los Imacec cambiaron bastante, lo que dificultó la comparación entre las proyecciones efectuadas en los meses de julio y agosto. Por tanto, se enfatizó la comparación respecto de las cifras contempladas en el último IPoM, en cuyo caso las explicaciones y diferencias en las proyecciones están más afinadas y resultan ser más coherentes.

Manifiesta que en el segundo trimestre, el crecimiento interanual del PIB Resto fue más negativo de lo esperado —2,2% en vez de 2,5%—, lo que incide en los crecimientos anuales de los trimestres siguientes. A ello se agrega una baja en las velocidades de expansión, especialmente en el cuarto trimestre, que es el momento en que los modelos consideran que se produce el mayor efecto de la actual discrepancia entre las expectativas, lo que lleva a una corrección importante de la velocidad de expansión del cuarto trimestre, desde 0,9 a 0,4.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que la incorporación de los datos efectivos de agosto, junto con la menor velocidad de expansión en el cuarto trimestre, redundan en una caída del crecimiento interanual del PIB Resto desde 2,7 a 2,3% para el año 2015, que si bien es importante, no es demasiado significativa respecto de lo consignado en el mes de julio. No obstante, a ello se agrega una revisión a la baja de la proyección el PIB de Recursos Naturales bastante más negativa que la contemplada en el IPoM —desde 3,2 a 1,1%—, llevando a anticipar un crecimiento del PIB de 2,1% para este año, menor que el 2,7% proyectado en dicho Informe. Acota que esta corrección, comparada con la del último IPoM, no es tan significativa y, en su opinión, es la comparación más segura de hacer.

El Consejero señor Pablo García consulta si el sector EGA incorpora el efecto del reciente temporal que afectó a la zona norte y centro del país.

El señor Miguel Fuentes indica que sus efectos han sido incorporados. Precisa que la proyección de EGA considera la planificación de los Centros de Despacho Económico de Carga, CDEC, que no registra un cambio de mayor importancia, a lo que se ha agregado el efecto base, que incidió de manera negativa en el resultado esperado para el segundo trimestre debido a problemas de funcionamiento de algunas centrales. Acota que no obstante las lluvias registradas recientemente, los niveles de energía embalsada son aún muy bajos en una perspectiva histórica y no han tenido un impacto en las proyecciones de corto plazo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que los argumentos que explican la disminución de las velocidades de expansión le parecen válidos; sin embargo, le preocupa la cuota de incertidumbre en términos del riesgo asociado, razón por la cual plantea la conveniencia de cuantificar dicho riesgo en términos de su incidencia en el PIB del presente año.

El señor Miguel Fuentes informa sobre la realización de un ejercicio estadístico, en que los modelos no consideraron la caída del IMCE en el último trimestre, cuyo resultado mostró un efecto de una o dos décimas en el crecimiento trimestral y que no es un elemento de primer orden para el PIB Resto. Luego, si bien las expectativas tienen un grado de importancia a la hora de hacer las proyecciones de corto plazo, otros indicadores, como las colocaciones y las exportaciones, también dan cuenta del deterioro de la economía en dicho plazo.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación refiriéndose a la evolución de la demanda interna. Sobre el particular, señala que el consumo privado se corrige a la baja en torno a cuatro décimas respecto del último IPoM, debido a las cifras más negativas del segundo trimestre y a una evaluación más negativa sobre la evolución de los ingresos laborales.

Asimismo, la formación bruta de capital fijo registraría un crecimiento negativo de 1,2% este año, explicado principalmente por el peor desempeño de su componente maquinarias y equipos, que sorprendió con un crecimiento en torno a cuatro puntos porcentuales menor que lo anticipado.

Hace notar que el crecimiento de la demanda final terminó siendo un punto menor que el de la demanda interna, lo que constituye una sorpresa relevante; y que el crecimiento más negativo de maquinarias y equipos se produjo porque las cuentas nacionales trimestrales incorporan información sobre inventarios proveniente de la Encuesta de Inventarios Mensual del Instituto Nacional de Estadísticas, que se publica con bastante rezago, cuya última medición da cuenta de una importante acumulación indeseada de existencias en el ítem maquinarias, lo que se considera como un antecedente adicional que reflejaría la debilidad de la inversión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro hace referencia a la corrección a la baja del consumo privado, que se explicaría por una revisión a la baja del crecimiento de la masa salarial, y solicita se precise si esta última obedece a un cambio en la proyección para el empleo o de los salarios consignada en el último IPoM. En segundo término, se refiere a la significativa corrección a la baja del crecimiento de las exportaciones y consulta por la medida en que ello es atribuible a las exportaciones de cobre y a los restantes envíos.

En relación con lo antedicho, el Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de identificar la medida en que las menores exportaciones de cobre se vinculan a problemas de oferta —Escondida, por ejemplo— y a un deterioro de la demanda externa. Lo expresado, porque la depreciación del tipo de cambio no estaría beneficiando al sector exportador como sería esperable.

El señor Miguel Fuentes menciona que esta información estará disponible para el IPoM, no obstante se puede señalar *a priori* que las exportaciones de servicios estarían exhibiendo una contracción adicional cercana a 10 puntos respecto de lo asumido anteriormente. Agrega que el impacto de la menor producción minera y de las exportaciones industriales también está mostrando un juicio más negativo hacia adelante.

Hace notar que un destino importante para las exportaciones industriales son los países latinoamericanos, que también han sufrido una depreciación cambiaria importante, a lo que se suman caídas de los precios en dólares de los productos, que han aminorado el efecto favorable de la depreciación cambiaria para el sector exportador chileno. Añade que los análisis internos confirman que los niveles de actividad tienen una incidencia mayor sobre las exportaciones industriales que la depreciación.

A continuación, el señor Miguel Fuentes presenta un análisis sobre el sector construcción, destacando que es el único que sorprendió positivamente respecto de lo esperado en el último IPoM y que, con ello, se ha elevado su proyección para el segundo trimestre desde 3 a 3,6%.

Indica que sobre la base de datos no públicos de dicho sector, proporcionados por Cuentas Nacionales, ha sido posible distinguir las cifras de edificación de las correspondientes a obras de ingeniería y constatar que el ítem edificación es el que está dando impulso al sector, en particular la edificación habitacional. En contraposición, las obras de ingeniería están contribuyendo negativamente al sector, por una caída en torno a 50% anual de las obras de minería, que se traduce en un aporte negativo cercano a 23% al indicador obras de ingeniería.

Por lo tanto, expresa que el panorama general es coherente con el diagnóstico presentado en otras Reuniones en cuanto a que el dinamismo del sector construcción se explica por la edificación, mientras que obras de ingeniería contribuye muy negativamente este año, liderado por la inversión minera, que continúa cayendo respecto de los niveles de los años previos, en concordancia con el fin del ciclo de inversión de este sector.

El Consejero señor Pablo García consulta si hay alguna razón objetiva para no divulgar los gráficos relativos al sector construcción en el próximo IPoM. Asimismo, comenta que su apreciación era de una debilidad generalizada de la inversión en construcción, lo que contrasta con los gráficos exhibidos, que al excluir las obras mineras dan cuenta de un incremento significativo de la inversión en construcción.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon señala que desde una perspectiva de más largo plazo, la inversión privada no minera ha estado creciendo a tasas moderadamente bajas, no así el indicador general, y que este fenómeno se arrastra desde el período 2011-2012. Por tanto, la proyección interna de inversión no supone que la parte no minería crece a tasas marcadamente negativas, sino que es mucho más consistente con las cifras expuestas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si edificación comprende vivienda y oficinas, y si se cuenta con la cifra desagregada.

El señor Miguel Fuentes precisa que no se cuenta que datos desagregados, y que los datos exhibidos para el sector es el resultado del indicador sintético que se construye sobre la base de datos pasados. Hace presente que, históricamente, estos han demostrado tener alguna correlación con el dato efectivo, y que habría que evaluar su eventual publicación considerando que no es información dura, sino que estimaciones que se realizan a partir de los catastros.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación mencionando que el impulso de la edificación de viviendas al sector construcción se atenuará en los próximos trimestres; que la desaceleración de los permisos de edificación anticipa un menor nivel de actividad en el sector; y que el efecto más significativo de dicha desaceleración se dejará sentir hacia el cuarto trimestre del presente año.

Agrega que las expectativas del sector construcción, reflejadas en el IMCE, también se han deteriorado tanto para el rubro inmobiliario como para obras de ingeniería. Asimismo, se evidencia un deterioro de la situación actual del negocio y de la situación económica futura del país, lo que da cuenta de un sector que se ha vuelto más pesimista.

Asimismo, el Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, CBC, informa sobre un menor volumen de proyectos para el próximo trienio, lo que también apunta a perspectivas poco favorables para el sector.

En lo que concierne al sector minería, consigna que la producción de cobre de Escondida para los próximos años fiscales —informada por BHP Billiton a sus accionistas en sus reportes anuales— muestra habitualmente una coincidencia entre lo anunciado y los datos efectivos. Luego, el antecedente para el año fiscal junio 2015 - junio 2016 avala nuestra proyección más negativa para el sector.

A este respecto, destaca que la caída del 25% de la producción minera anunciada para año fiscal tiene un impacto notorio sobre el PIB minería, con una incidencia de -2,4 puntos porcentuales en 2015 y -3,1 puntos porcentuales en 2016, aunque esta incidencia dependerá de la forma en que esta menor producción se distribuya mensualmente. Acota que el impacto sobre el PIB total sería de -0,2% en 2015 y de -0,3% el próximo año.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon precisa que el supuesto de trabajo considera que un tercio de dicha caída se materializará en el segundo semestre de este año y dos tercios en el primer trimestre de 2016.

El Consejero señor Pablo García resalta la importancia de entablar conversaciones con personeros de BHP Billiton, atendida la magnitud de la incidencia de la producción de Escondida en el PIB total, cercana a medio punto del producto. Además, en el próximo IPoM, cabría hacer una referencia a la información entregada por esa empresa a sus accionistas, debido al carácter internacional de los mismos, y con el fin de ilustrar la relevancia de esta mina para Chile.

El señor Miguel Fuentes continúa con su exposición señalando que la paralización de Codelco tendría un impacto negativo de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales en el Imacec de julio, proyectado en torno a 2,1%; y un efecto a la baja cercano a 1,5% sobre el Imacec minería de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de consumo privado, recuerda que en el último IPoM se consideró como supuesto de trabajo una recuperación de las expectativas, lo que no solo no se ha materializado, sino que se encuentran en niveles bajos en una perspectiva histórica. Hace notar que este deterioro de expectativas es generalizado, ya que los datos del segundo trimestre sorprenden en los componentes ligados a la actividad, empeora la percepción actual como futura y la percepción personal y del país, a lo que se agrega un menor dinamismo de la masa salarial, que contribuye a reducir la expansión proyectada del consumo privado.

En respuesta a una consulta formulada por el Consejero señor Sebastián Claro sobre el mercado laboral, señala que la evaluación sobre los ingresos reales es más negativa, ya que los salarios nominales crecen alrededor de un punto porcentual por debajo de lo proyectado en el último IPoM, y la proyección para la inflación es un punto porcentual superior a la estimada en el Informe de un año atrás. Luego, el grueso de la corrección es respecto de la masa salarial, no sobre el empleo.

El Consejero señor Sebastián Claro observa que si bien el juicio sobre el empleo no habría cambiado respecto del último IPoM, el gráfico que se contiene en la lámina N° 44 de la presentación muestra que el crecimiento del empleo sería bajo en el segundo semestre y nulo a fin de año.

El señor Miguel Fuentes menciona que algunos indicadores del mercado laboral muestran que el empleo asalariado pierde impulso en el año. Agrega que el análisis no cambia radicalmente al separar el aporte del sector público.

Tratándose de la encuesta realizada por la Universidad de Chile, da cuenta de un claro deterioro del empleo en doce meses, que exhibe tasas de crecimiento negativas en los últimos tres trimestres. Por su parte, las cifras del INE sobre velocidades mensuales también reflejan una caída a nivel del empleo agregado, la que es más notoria según la encuesta de la Universidad de Chile, en línea con la desaceleración exhibida.

Añade que las expectativas de empresarios y consumidores sobre el empleo total son bastante negativas respecto de las observadas hace algunos meses. En particular, la pregunta del IPEC sobre la cesantía muestra que la percepción es al alza, lo que históricamente ha tenido una correlación con la evolución del empleo total.

Por su parte, los salarios nominales evidencian en el segundo trimestre una desaceleración mayor que la anticipada, creciendo durante tres meses consecutivos por debajo de su promedio histórico. Con ello, consigna que su tasa de crecimiento anual se ubica en torno a 6,3% según el indicador CMO y en 6,2% según el IREM, casi un punto menos que lo observado a comienzos del trimestre.

En relación con las condiciones financieras, advierte que las tasas de colocaciones han descendido a niveles bajo su promedio histórico, debido a condiciones más restrictivas para el otorgamiento de crédito, en especial por factores de riesgo de cartera. Los aumentos de *spreads*, en cambio, no están haciendo más restrictivo el otorgamiento de créditos.

En materia de inflación, destaca que el registro del mes de julio llevó al IPC total a 4,6% en términos anualizados, incrementándose algo sobre lo anticipado debido a la sorpresa en la proyección de alimentos resto —principalmente en productos volátiles como las carnes— y energía, asociada básicamente a un adelantamiento de las tarifas eléctricas, que se esperaban para el segundo semestre del año. Por su parte, la sorpresa en IPCSAE fue prácticamente nula, debido a la compensación de la sorpresa negativa en bienes con la positiva en servicios.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que las medidas de inflación subyacente permanecen elevadas, destacando la medida MPV, que excluye los ítems más volátiles, que tiende a tener una mejor capacidad predictiva del IPC total, tanto a seis meses como a un año. Resalta que su comportamiento ha mostrado bastante estabilidad en doce meses.

En lo que respecta a la inflación de corto plazo, informa que se ha corregido en forma importante al alza, situándose en 4,5% a diciembre, 100 puntos base por sobre lo consignado en el último IPoM y 50 puntos base más alta que en la Reunión previa, por efecto de una mayor depreciación del tipo de cambio, que acumula un 5% adicional desde la RPM de julio. Precisa que la incidencia del mayor tipo de cambio se ha reflejado también en la corrección de IPCSAE, básicamente sobre los componentes transables y en un grado menor en servicios a través de las cláusulas usuales de indexación; y en alimentos resto, impactando a algunos alimentos que requieren mayor elaboración.

Con todo, la inflación se mantendría sobre 4% en lo que resta del año y alcanzaría a 4,5% en el mes de diciembre. Luego, en enero de 2016, registraría una variación mensual de 0,5%, explicada por la entrada en vigencia de las modificaciones a la Ley sobre Impuesto de Timbres y Estampillas, que tendría una incidencia en el IPC total de 0,3 puntos porcentuales, y de 0,4 puntos porcentuales en el IPCSAE, y llevaría al IPC en doce meses a 4,9% y al IPCSAE a 4,4%. Deja constancia que ello no constituye una sorpresa respecto de lo esperado, porque fue incorporado en las proyecciones en forma inmediata luego del anuncio de la reforma tributaria; además, es un efecto de una sola vez y que permanecerá durante todo el año 2016.

Hace presente que las correcciones al alza de la proyección de inflación de corto plazo han sido significativas y motivadas básicamente por la persistencia de la depreciación del tipo de cambio nominal durante el año. Agrega que los errores en la proyección interna de la inflación mensual han sido 10 puntos base menores que los del mercado.

En términos de la evolución de la inflación de mediano plazo, indica que las holguras de capacidad contribuirán a una convergencia lenta de la inflación hacia la meta.

A continuación, el señor Miguel Fuentes señala que la depreciación cambiaria ha sido mayor que la sugerida por los fundamentos, y que el tipo de cambio real es 6% superior a su promedio histórico. Menciona que la apreciación bilateral ha sido heterogénea y que, en particular, respecto de los países de la región, Chile se encuentra algo más apreciado que en meses anteriores, lo que explica también en parte el peor desempeño de la industria.

Especial foco pone en el riesgo para la inflación ante un eventual desanclaje de expectativas. Expresa que tanto la inflación total como la SAE han estado por sobre el rango meta durante un periodo prolongado. En particular, el IPC total ha superado el 4% desde abril del año pasado, lo que constituye una situación inusual en el periodo de metas de inflación en Chile.

Hace presente que al incorporar en el análisis la evolución de las expectativas de inflación a un año, se observan dos periodos en que ha habido un desanclaje de expectativas —en 2008 y 2011—, que han coincidido con eventos de intervención cambiaria, en particular el anuncio de intervención en el año 2011. Al respecto, hace notar que hoy, a diferencia de lo observado en dichos episodios, las expectativas de inflación a uno y dos años, medidas por la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, se han mantenido estables y su dispersión ha sido acotada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por su parte, la Encuesta de Operadores Financieros, EOF, da cuenta en lo reciente de una dispersión algo mayor, por sobre el 3% en las expectativas a dos años, con valores en los extremos de la distribución que son más altos, pero dentro de parámetros históricos.

Añade que al comparar ambos episodios de desanclaje con el ciclo de inflación actual, se observa que, en esta coyuntura, los factores externos han mitigado las presiones de precios; y que a nivel local, si bien las brechas de actividad han sido menores, la evolución del tipo de cambio plantea un riesgo.

Expresa que pese a los altos registros inflacionarios, los activos financieros muestran una inflación 1 a 1 estable y bajo 3%, y que las sorpresas inflacionarias han afectado las expectativas de mediano plazo contenidas en los activos financieros de acuerdo a los patrones usuales.

A modo de comentarios finales, concluye que el alto nivel de inflación, su alta persistencia y las sucesivas correcciones de los pronósticos, representan un riesgo para el anclaje de las expectativas de inflación.

Agrega que las condiciones externas y las holguras de capacidad tienden a acotar este riesgo respecto de lo observado en episodios previos; y que, en general, el análisis de las expectativas revela que el mercado comparte esta visión.

Al finalizar su intervención, el señor Miguel Fuentes menciona que la curva *forward* se ha incrementado desde la Reunión previa y que de acuerdo con la EEE, la primera alza de la Tasa de Política Monetaria, TPM, tendría lugar a comienzos del segundo semestre de 2016, mientras que los operadores financieros la han postergado para el año 2017.

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 agradece la completa presentación del señor Miguel Fuentes, y adhiere a la preocupación que genera la evolución de la inflación por sobre el rango meta por un período prolongado. A este respecto, manifiesta su sorpresa por la baja cuantificación asignada al riesgo que ello representa para el desanclaje de expectativas, aunque reconoce que los antecedentes que avalan este juicio son consistentes, ya que el contexto actual es opuesto al que rodeó el episodio de desanclaje del año 2008.

Manifiesta un grado de discrepancia con la primera conclusión consignada en la lámina N° 74 de la presentación, en el sentido que no es posible señalar que el alto nivel de inflación, su persistencia y las sucesivas correcciones representan un riesgo para el anclaje de expectativas, toda vez que esa es la hipótesis a testear. Es más, su lectura del análisis presentado es que esta preocupación no se estaría validando; por el contrario, disminuye en una cuantía que dependerá de la ponderación de los antecedentes expuestos.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, para cuantificar la magnitud del riesgo de desanclaje de expectativas es preciso contar con una ponderación de las distintas variables en juego.

Hace referencia a la importancia que tuvo la fuerte alza de los precios de *commodities* en el período 2007-2008. Por tanto, cabe preguntarse la medida en que los precios internos tienen incorporados los precios internacionales de estos productos, y a partir de ello determinar si es esperable o no una caída adicional de los mismos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, hace notar que las diferencias entre la coyuntura actual y el episodio de 2008 son sustanciales y que existe un riesgo al hacer esa comparación. A su juicio, la significativa magnitud de la depreciación ocurrida tras el episodio de intervención cambiaria podría estar dando cuenta de que el mercado percibía que la autoridad priorizaba un objetivo en lugar de otro, factor muy cualitativo y difícil de medir, pero que es importante de ponderar en el análisis para efectos de la comunicación hacia el mercado.

El Consejero señor Joaquín Vial acota que en relación con lo planteado por el Consejero señor Pablo García, efectivamente la presentación contiene múltiples antecedentes sobre la posible existencia de un desanclaje de expectativas de inflación; sin embargo, producto de los mismos no se puede llegar a una conclusión definitiva. En esta materia, concuerda con la relevancia de los factores presentados como evidencia de los riesgos implícitos, incluido el tema de la inflación internacional y la evolución del tipo de cambio en Chile, entre otros elementos de juicio, materias que pudieron haber jugado un rol importante también en el año 2008. En este sentido, estima que se cuenta con evidencia, pero no se ha procesado para determinar efectivamente cuánto riesgo de desanclaje de expectativas existe, por lo que cabría estar preocupado y seguir atentamente la evolución de los mismos.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón también expresa su preocupación respecto de la conclusión relativa al desanclaje de expectativas, atendido que, en su visión, este se manifiesta cuando el mercado no le cree al Banco Central.

Plantea que al revisar los episodios anteriores, ello se podría resumir en una secuencia de tres actos. En el primero, la *forward* 1 en 1 se eleva hasta niveles cercanos a 6% en el episodio del año 2008 y a niveles del orden de 4,5 o 4,6% en marzo de 2011. A continuación, se produce un desanclaje de la EOF, específicamente en el dato de 3 a 24 meses. Y, por último, el dato de la EEE, en el año 2008 se elevó a 3,3%, retornó a 3% y terminó en 3,9%, y en el año 2011, se elevó levemente, pero previamente comenzó a aumentar su desviación respecto de la EOF.

Hoy, en cambio, la EEE a dos años exhibe una desviación mínima, la menor en términos históricos; y los *swaps*, que es la medida que enciende las primeras alertas, se ubica en 2,97%, también en un nivel menor que su promedio histórico. Luego, hablar públicamente de un riesgo para el anclaje de las expectativas de inflación sería equivalente a decirle al mercado que no le crea al Banco en cuanto a que la inflación se mantendrá elevada por un año y que luego descenderá a niveles de 3 o 2,97%, porque el Banco piensa que las expectativas se pueden desanclar.

Atendido lo expresado, llama a tener especial cuidado con los mensajes que se entreguen al mercado sobre esta materia.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta su preocupación por el hecho que la inflación ha permanecido sobre 4% durante un año y medio. Lo expresado, es relevante atendido que el mandato del Banco Central consiste en velar por la estabilidad de precios y porque esta situación constituye un riesgo en sí mismo para un eventual desanclaje de expectativas, tal como se ha señalado públicamente.

A su juicio, hoy, el gran problema radica en la persistencia de niveles elevados de inflación y en la visión de corto plazo que la sitúa incluso sobre el 5%, completando casi dos años en niveles superiores al techo del rango meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Plantea que desde el punto de las expectativas no pareciera haber riesgos mayores, ya que de haberlos, la tasa de interés no estaría en el nivel actual; de la misma manera, si la economía estuviera creciendo a tasas más elevadas, la política monetaria sería menos extraordinariamente expansiva a como lo está siendo ahora. Por tanto, en su opinión, el punto es si existe un riesgo de desanclaje y si se debe esperar a que se materialice, o si la tendencia de la inflación y su persistencia constituyen en sí un riesgo importante que podría llevar a actuar preventivamente.

Asimismo, hace referencia al episodio 2007–2008, respecto del cual se consideró *ex post* que uno de los errores graves fue no haberse adelantado al desanclaje de expectativas. A su juicio, en esta coyuntura existiría un riesgo de desanclaje después de mucho tiempo, que no debe ser minimizado, dado que ello sería un grave error.

Por último, enfatiza en la relevancia del tema, particularmente por la evolución futura de la inflación, con consecuencias sobre las credenciales antiinflacionarias del Banco Central.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon aclara que el ejercicio en comento no tuvo la intención de calcular la probabilidad de ocurrencia del riesgo de desanclaje, dado que es difícil conocer sus determinantes. Sin embargo, estima que inflaciones persistentemente altas y un Banco Central que corrige secuencialmente sus proyecciones al alza en cada IPoM constituyen un riesgo en sí mismo. En este sentido, indica que este análisis tuvo por objeto cualificar ese riesgo, que existe pero que permanece acotado, y que, en ese contexto, si bien la Minuta de Opciones no sugiere en caso alguno tomar una acción inminente, plantea la necesidad de discutirlo como un riesgo real hacia adelante.

Hace notar que, a diferencia de lo que se pensaba en meses pasados, el que la proyección de inflación se haya corregido medio punto al alza por segunda vez en dos meses y que los pronósticos internos indiquen que se situaría dentro del rango recién pasada la mitad del próximo año, con registros sobre sobre 5% en el intertanto, es un riesgo en sí mismo, en especial, cuando parte del mercado cree que el Banco Central tiene la disyuntiva entre crecimiento e inflación. Señala que todos estos elementos conforman un panorama en que la probabilidad de un desanclaje de expectativas es mayor que uno o dos meses atrás.

Al finalizar su intervención, agrega que si bien todo cambio en la política monetaria genera un desafío comunicacional, le cuesta pensar que transmitir una preocupación por un eventual desanclaje vaya a tener consecuencias inflacionarias. Por el contrario, ese mensaje, de parte de un Banco Central muy creíble, reflejaría una preocupación mayor por la inflación, no una despreocupación.

El Consejero señor Pablo García concuerda en que el riesgo de desanclaje constituye una preocupación para el Banco. A su juicio, el análisis expuesto da cuenta de que se ha ido más allá de la preocupación, motivando la realización de un ejercicio que permite concluir que el riesgo de desanclaje existe, pero es acotado.

Expresa que el siguiente paso es que el Banco Central manifieste esa legítima preocupación al mercado, en cuyo caso el esquema de metas de inflación obliga, si se pretende actuar de manera preventiva, a comunicar el camino que tomarán las futuras decisiones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, manifiesta que si hubiera un desanclaje de expectativas, un alza de tasas sería la señal correcta. Por el contrario, en un entorno sin riesgos de desanclaje, en que se quiere entregar una señal preventiva y concreta, más allá de una declaración de intenciones y que reitere el mandato del Banco Central, habría dos canales que afectar, el tipo de cambio o las brechas.

El Consejero señor Sebastián Claro llama a ser cuidadosos y no sobreleer la preocupación y el análisis respecto de la permanencia de la inflación en niveles altos por un tiempo prolongado. Cree que el solo hecho de sostener esta discusión durante la presente Reunión no es una señal al mercado respecto de una determinada trayectoria futura para la TPM. En su opinión, es una discusión que corresponde al próximo IPoM.

Expresa que frente la decisión de hacer explícita o no la preocupación sobre el riesgo de desanclaje de expectativas, se debe considerar que el silencio implicaría dar la señal de que este no se ha considerado relevante.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que, hoy, el peligro de desanclaje es muy distinto de aquel de episodios anteriores. En su opinión, el mayor peligro no radica en que las expectativas de inflación se eleven a niveles muy altos, sino que se instale una sensación que desviaciones no muy grandes de la meta no son algo grave, erosionando así la credibilidad del compromiso del Banco Central con dicha meta.

A su juicio, lo esencial es dar una señal de que el tema es materia de preocupación del Banco Central, con el fin de evitar tener que actuar, porque el peligro mayor sería que haya que actuar finalmente y conseguir holguras en momentos en que es más costoso hacerlo.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que la discusión refleja una coyuntura compleja. En su opinión, la comunicación de nuestra sensación de incomodidad frente a una inflación alta debe mantenerse.

Comparte que el riesgo de desanclaje es acotado; no obstante, la confianza en el Banco Central y en su esquema de política tiene definiciones que no corresponde relajar repentinamente. A su juicio, se debe ser cuidadoso a la hora de entregar al mercado una señal de preocupación, para evitar movimientos indeseados de la curva de tasas.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:50 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión e informa 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° 225, 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 febrero de 2016 se efectuará el día jueves 11 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

Plantea que los antecedentes presentados en esta Reunión, así como el análisis preparatorio para el IPoM del mes de septiembre, dan cuenta de una dinámica inflacionaria significativamente mayor que la prevista hace solo un par de meses. En efecto, la proyección de inflación a diciembre de este año se eleva 0,5% respecto de la Reunión pasada, con lo que se prevé que a dicho plazo esta variable se ubicará un punto porcentual por sobre la estimación del IPoM de junio. Expresa que en el escenario más probable, la inflación permanecerá por sobre el rango de tolerancia hasta el segundo trimestre de 2016, completando así alrededor de dos años sobre 4%. Hace notar que esta situación ha ocurrido solo una vez desde la implementación del marco de metas de inflación a inicios de los 2000 y no solo involucra a la medida de inflación IPC, sino que también al IPCSAE, nuestra medida de inflación subyacente.

Como ha señalado con anterioridad, reitera que el alto nivel de la inflación, su alta persistencia y las sucesivas correcciones de los pronósticos internos representan un riesgo relevante para la dinámica inflacionaria de mediano plazo, toda vez que implican un riesgo para el anclaje de expectativas. En este sentido, indica que en opinión de la Gerencia de División Estudios, la evolución reciente de la inflación y, especialmente de su proyección, han elevado este riesgo, especialmente en un contexto donde parte del mercado considera que la actual situación de bajo crecimiento y alta inflación constituye una encrucijada para el Banco Central, que lo está forzando a elegir entre proveer sustento a la actividad o cumplir con su objetivo de control inflacionario.

Así, en este contexto de sucesivas alzas en las proyecciones de inflación, y a diferencia de lo planteado en ocasiones anteriores, considera que la opción de un aumento de 25 puntos base, que busca prevenir un posible desanclaje de las expectativas de inflación, es una opción relevante, que debe ser considerada en esta Reunión.

Plantea que el desanclaje de expectativas es un problema severo al que evidentemente conviene anticiparse, ya que la historia muestra que debe ser combatido con medidas de mayor intensidad, que ponen límites significativos a la contraciclicidad de la política monetaria, como se vio a fines de 2008.

Ahora bien, no obstante la relevancia de la opción recién analizada, cree que los antecedentes presentados favorecen la opción de mantener el curso actual de la política monetaria. Indica que lo expresado se fundamenta en lo siguiente.

En primer lugar, y a pesar de las importantes y continuas correcciones en la proyección de inflación, no hay evidencia que sugiera que, de mantenerse las expectativas de inflación a mediano plazo bien ancladas, haya mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo. De hecho, señala que la mayor debilidad de la actividad local y externa, así como la corrección a la baja en el precio de los *commodities*, apuntan a que esas presiones son algo menores. Consigna que lo anterior es coherente con que, nuevamente, las correcciones afectan principalmente a las proyecciones de inflación menores a un año plazo, y están relacionadas con cambios en la visión respecto de la evolución esperada del tipo de cambio. Además, el importante ajuste cambiario es reflejo de que las condiciones cíclicas de la economía han empeorado, tanto por noticias del frente externo como interno.

En este contexto, estima que el importante impulso monetario que se ha entregado desde hace ya un buen tiempo no debería ser entendido como una elección que favorece el crecimiento sobre el control de la inflación, sino que como una medida necesaria para asegurar la convergencia de la inflación en el mediano plazo. Asimismo, la mayor inflación de corto plazo se entiende como el costo transitorio de dicho ajuste, el que sin duda ha sido más largo y más intenso que lo previsto, como lo atestiguan las sucesivas correcciones a la baja en la proyección de actividad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En segundo lugar, señala que la preferencia de la Gerencia de División Estudios por la opción de mantener la TPM por sobre la de aumentarla en 25 puntos base se sustenta en que la gran mayoría del mercado comparte la visión antedicha respecto del ajuste macro en el que está inmersa la economía, lo que sin duda contribuye a contener el riesgo de un desanclaje. En particular, informa que tanto de las encuestas realizadas por el Banco —EEE y EOF— como de los precios de activos financieros se deduce que, si bien el mercado ha corregido al alza de manera importante las proyecciones de inflación a plazos menores que un año, las expectativas para los años siguientes —13 a 24 meses en las encuestas y compensación inflacionaria 1 en 1 y de ahí en adelante en las compensaciones inflacionarias— no presentan cambios relevantes y permanecen en 3%. Lo expresado, en un contexto donde la trayectoria esperada por el mercado para la TPM es muy similar a la prevista en nuestras proyecciones.

De todos modos, enfatiza que la evolución de las expectativas y la forma en que el mercado va entendiendo el proceso inflacionario debe ser un foco central de preocupación en los meses venideros, ya que, si bien incipiente, algunas encuestas muestran una dispersión mayor que hace algún tiempo en las proyecciones de inflación a 2 años.

El señor Alberto Naudon manifiesta que por las razones antedichas, la Gerencia de División Estudios propone como opciones relevantes para esta RPM aumentar la TPM en 25 puntos base hasta 3,25% o mantenerla en 3,00%, inclinándose por esta última alternativa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón presenta sus reflexiones a propósito de la discusión sobre el riesgo de desanclaje que se desarrolló en la Sesión de esta mañana.

Recuerda que en el episodio inflacionario del año 2008 era usual que las autoridades del Banco Central manifestaran que la inflación era un fenómeno transitorio, que se iba a revertir muy pronto; y se sabe *ex post* que ello no ocurrió, produciendo un daño a la credibilidad del Banco Central. Lo expresado, porque lo que para Chile constituía un *shock* de oferta, para el mundo era un exceso de demanda liderado por la mayor demanda de China y otras economías emergentes, que presionó los precios de una infinidad de *commodities* por más tiempo que el esperado y terminó desanclando significativamente las expectativas de inflación en Chile.

En su opinión, el escenario actual es distinto, ya que de los cuatro bloques económicos externos solo uno se está expandiendo y a una tasa que no es alta, a lo que se suma la significativa caída de los precios de los *commodities*, incluyendo el del petróleo, que incide directamente en la inflación. En Chile, en tanto, los salarios se están desacelerando por tercer mes consecutivo —lo que dejaría de ser un dato de una vez y pareciera ser una tendencia— y la brecha de PIB y uso de capacidad están en terreno negativo.

De esta forma, plantea que el único factor importante de riesgo que queda, y que presiona los precios, es la depreciación cambiaria, pero que finalmente es la forma de ajustar todo lo anterior a nuestro esquema de política de flotación. Indica que el mercado lo sabe, y es por ello que las expectativas de inflación están ancladas, a pesar de que la inflación *spot* se ha mantenido por encima de 4% por largo tiempo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A su juicio, si el mercado le cree al Banco Central es porque también hay una justificación macroeconómica para ello. Señala que es por este motivo que la opción de subir la tasa es confusa y se justificaría únicamente en un contexto de desanclaje, que hoy no está presente.

Con todo, le parece muy legítimo que las autoridades del Banco, encabezadas por su Presidente, mencionen en entrevistas y discursos que están "incómodos" con la inflación *headline*. En su opinión, ello no solo es legítimo, sino que va en la dirección correcta de mostrar preocupación por nuestro mandato constitucional, que es la estabilidad de la moneda.

Sin embargo, estima que si bien es correcto mostrar preocupación por la inflación, el mencionar el riesgo de desanclaje y considerar un alza de tasa como opción representa un desafío comunicacional muy complejo en esta coyuntura. También lo es la publicación de los antecedentes de esta Reunión, que contiene numerosas láminas referidas a expectativas de inflación, que llevarán al mercado a concluir algo sobre dicho riesgo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y no habiendo comentarios adicionales por parte del *staff*, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés.

El señor Rodrigo Valdés inicia su intervención señalando que sus comentarios apuntarán al desanclaje de expectativas, tratado en la Sesión de la mañana y en la Minuta de Opciones, y al *mix* monetario fiscal en una economía que sufre los *shocks* que está enfrentando nuestra economía.

Plantea que hablar de desanclaje implica entrar en un mundo bastante complejo de la teoría de la política monetaria y, lo que es más complejo aún, en la determinación de su implicancia práctica. De hecho, considera que el hacer referencia a este tema es un desafío comunicacional no trivial, porque si se quiere explicar, desde el ámbito teórico, por qué se desancla la economía, lo más obvio es que se dude del carácter o la independencia del Banco Central. Así, si bien podrá haber otras teorías que lo expliquen, reconoce que le cuesta pensar en qué es el desanclaje.

¿No se cree en la función de reacción?, pregunta. A su juicio, la función de reacción no ha cambiado significativamente, ya que la curva de tasas se ha movido fuertemente con las sorpresas de crecimiento e inflación. Luego, ¿significa que esa sensibilidad ha disminuido, de tal forma que la reacción no es 1 a 1 con *shocks* inflacionarios, que las tasas reales se mueven en la dirección contraria y toda la estructura de tasas cambia y, por lo tanto, se desconoce qué decisiones adoptará el Banco Central? En su opinión, no hay ninguna evidencia de ello, porque la independencia y el carácter del Banco Central no han variado. Por lo tanto, plantea la conveniencia de efectuar un análisis más profundo sobre el verdadero significado de desanclaje antes de entrar en una discusión de carácter público, que vaya más allá de manifestar una simple preocupación por ello. Enfatiza que un banco central siempre está preocupado del anclaje. Luego, si se desancla la economía, será preciso reaccionar y determinar las causas que llevaron a ello, y cuál fue el carácter del Banco Central al respecto.

Indica que un aspecto que se asocia a lo anterior dice relación con las cifras de expectativas inflacionarias, consignando que la inflación 1 en 1 se sitúa incluso bajo 3% y que a seis meses plazo, en cambio, ha subido en respuesta a dos pares de *shocks* inflacionarios. Entonces, resalta la importancia de precisar en el lenguaje de comunicación de la política monetaria dónde se sitúan el ancla y las expectativas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con respecto a los casos chilenos que se han analizado, expresa que es completamente insuficiente sacar conclusiones con dos puntos del pasado y uno del presente. En este sentido, plantea la conveniencia de investigar diversos casos de desanclaje en el mundo, cuándo se produjeron, por qué sucedieron, qué aconteció finalmente, sugiriendo al efecto revisar la literatura del Fondo Monetario Internacional sobre riesgos de deflación y episodios de deflación, que tratan de explicar las razones detrás de este fenómeno. A título ejemplar, cita los casos de Brasil y también de México, que han enfrentado un problema de desanclaje por mucho tiempo y que han logrado “reanclar” recientemente.

Manifiesta que distinto es tener una función de reacción que lleve a subir la tasa de interés después de una depreciación cambiaria, por la configuración de parámetros, dado que la combinación inflación y desempleo o inflación con brecha no es aceptada como conveniente para fines de política monetaria, y en este aspecto radicaría la independencia del Banco Central que lo haga. En su opinión, ello es completamente legítimo, pero hay que explicarlo de ese modo, porque el hecho de mencionar los riesgos de desanclaje, sobre todo cuando el mercado no habla de ello, tiene un grado de complejidad.

En relación con el *mix* monetario fiscal, hace presente que en su opinión estamos ante una configuración de *shocks* externos que requieren una depreciación real significativa respecto del pasado. A su juicio, es preciso determinar dónde debiera situarse el tipo de cambio real *spot*, pero no el de largo plazo. Así también, no descartaría la necesidad de una depreciación real adicional, que debe ser acomodada por un *mix* monetario fiscal particular.

Por último, señala que si bien este año la ejecución fiscal podría ser algo menor que en 2014, se espera una consolidación fiscal en los próximos años en relación con el principio de balance estructural fiscal para el caso que todo resulte según lo planificado, lo que hará necesario calibrar la política monetaria para que haya un equilibrio fino entre esta y la política fiscal.

Al respecto, indica que también se ha discutido activamente la manera en que este equilibrio debiera originarse, ya sea conforme a los criterios planteados por el modelo de estrategia y equilibrio en la toma de decisiones económicas, planteado por el economista alemán Heinrich von Stackelberg, o de acuerdo al esquema de un “*dilema del prisionero*”. Sin perjuicio de ello, resalta que la consolidación fiscal debiera presentarse en los dos años siguientes como una mejora del balance estructural, cuyos parámetros se mueven de manera continua, lo que hace que todo sea de mayor complejidad, considerando además en este contexto el marco de aplicación de políticas contracíclicas y el hecho que el cambio de precios relativos puede llegar ser fuerte en dicho período. Concluye que lo indicado exige un ajuste fino de equilibrios, el que se puede alcanzar a través de las conversaciones que se sostengan con el Presidente del Banco dentro de los próximos trimestres.

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 las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo, en primer término, la palabra al Consejero señor Pablo García.

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, que motivan una valiosa discusión *ad portas* de la elaboración del Informe de Política Monetaria del mes de septiembre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que su voto es por mantener la TPM en 3%, compartiendo, con ello, la recomendación de la Gerencia de División Estudios, no así la otra opción de política, pues dado que las expectativas privadas consideran como muy distante un cambio en dicha tasa, el mercado podría leer que con la inclusión de esta segunda opción el Banco Central está preparando el terreno para subir la tasa. En su opinión, ello constituiría un diagnóstico errado, y motiva su primera razón de discrepancia.

Expresa que el que la inflación se ubique por encima de 4% por un tiempo tan prolongado es, evidentemente, motivo de preocupación, como lo ha señalado el Consejo públicamente. Es por ello que plantea la necesidad de evaluar cuidadosamente el conjunto de indicadores disponibles que pueden dar luces en cuanto a si esta situación es un riesgo inminente para la credibilidad de la meta de inflación. Indica que los antecedentes presentados en esta Reunión, que fueron más abundantes que en otras ocasiones, llevan a la Gerencia de División Estudios a concluir que dicho riesgo es acotado, lo que manifiesta compartir. Expresa que esta es una segunda razón, poderosa, por la cual estima que no corresponde considerar la opción de subir la TPM en esta oportunidad.

Hace presente que, a diferencia de principios de los años 2008 y 2011, cuando se generaron, o incluso materializaron, riesgos bastante mayores de desanclaje de expectativas, en la actual coyuntura las holguras de capacidad van al alza, el precio de los *commodities* a la baja, y el tipo de cambio se ha depreciado. Además, las revisiones de los antecedentes coyunturales confirman que es esperable una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento para este año, con una expansión moderada en el próximo. Precisa que estos antecedentes dicen relación con la evolución del empleo, los salarios reales, los determinantes del consumo, la dinámica de la inversión y los indicadores de expectativas, así como también con el escenario externo y el desempeño de nuestros principales socios comerciales, en particular China. Agrega que a partir de las reuniones preparatorias para el IPoM, la brecha de capacidad está generando presiones desinflacionarias, las que aumentarán en trimestres venideros en el escenario de proyección que se ha presentado. Deja constancia que esta es una tercera razón por la cual considera que no corresponde considerar la opción de subir la TPM.

Hace presente que existe un consenso bastante amplio respecto de que es justamente la depreciación del peso la que ha estado detrás de la inflación por encima del rango meta por más de un año y que motiva perspectivas de mayor inflación también de aquí a fines de año. De hecho, el tipo de cambio nominal ha mostrado incrementos interanuales por veinticuatro meses seguidos. A su juicio, ello motiva una cuarta razón por la cual es cuestionable que se considere la opción de aumentar la TPM. Ella proviene del hecho de que a pesar de que tenemos una intranquilidad evidente por el nivel que ha alcanzado la inflación y un consenso bastante amplio respecto de que esta mayor inflación es por el mayor valor del dólar en Chile, no hemos manifestado intranquilidad alguna respecto de esta depreciación del peso. Por ello, el contemplar la opción de subir la TPM en esta coyuntura puede señalar que el único mecanismo preventivo para evitar un desanclaje de expectativas es una ampliación aún mayor de las holguras de capacidad.

En términos de escenarios de riesgo, plantea que una depreciación del peso de una magnitud tal que el aumento subsiguiente de la inflación cuestione el compromiso del Banco Central con la meta, forzando un alza de la TPM aun en una situación débil del ciclo, constituye en su opinión una circunstancia excepcional que amerita considerar la intervención cambiaria esterilizada, preservando así la autonomía de la política monetaria. De lo contrario, se puede validar en las expectativas privadas una reacción procíclica de política monetaria, aspecto que no es coherente con nuestro esquema de metas de inflación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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%.

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 agradece el análisis y las opciones presentadas por la Gerencia de División de Estudios.

Manifiesta compartir lo que se destaca en la Minuta de Opciones, esto es, que el aspecto más complejo desde el punto de vista de nuestro mandato como Banco Central, es el hecho que la convergencia de la inflación a la meta se siga postergando como consecuencia del deterioro del ambiente externo en variables claves para el desempeño de la economía chilena.

Expresa que dicho deterioro ha afectado a la actividad económica, que crece menos que lo esperado, en parte por un crecimiento más débil que el anticipado de nuestras exportaciones, tanto en volumen como en valor.

Plantea que el impacto de este panorama externo más negativo se ha sentido con mayor fuerza en el mercado del cobre, donde el precio ha sufrido una caída continua desde mediados del mes de mayo, que ya acumula más de un 20% a la fecha. Indica que ello, junto con el fortalecimiento del dólar a nivel global, se ha traducido en una depreciación nominal del peso cercana a 14% en este mismo período. Consigna que estos eventos —la caída del precio del cobre y la depreciación— no estaban considerados en el escenario base del IPoM y han afectado significativamente la inflación de los últimos meses y las proyecciones para los venideros.

En lo concerniente a la actividad interna, señala que los datos más recientes reflejan algún progreso, después de un desempeño decepcionante en los meses previos. Sin embargo, la evolución del comercio exterior en el mes de julio, las expectativas empresariales recogidas tanto en los índices especializados como en el Informe de Percepciones de Negocios, así como en las cifras más recientes del Catastro de Inversión de la Corporación de Bienes de capital, CBC, muestran claras señales de debilidad, a lo que se agrega un nuevo deterioro de los índices de confianza de consumidores.

A su juicio, llama la atención que todo lo anterior se da en un contexto en que las cifras provenientes del mercado de trabajo siguen siendo positivas, tanto en lo que respecta a la creación de empleos como a la evolución de los salarios. Asimismo, que el costo del financiamiento siga a niveles extremadamente bajos, resultado, en parte, de nuestra propia política monetaria y de condiciones externas de financiamiento muy favorables.

Expresa que lo más preocupante para nosotros como Banco Central es que las nuevas proyecciones de inflación vuelven a postergar la convergencia a la meta, ampliando el período en que esta ha permanecido por encima del rango de tolerancia. Si bien hay buenos fundamentos para proyectar que dicha convergencia se dará en el horizonte de política, sostiene que no es menos cierto que los riesgos de nuevos *shocks* externos adversos que puedan postergarla parecen estar aumentando.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su concordancia con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en el sentido de considerar un alza de la tasa de política monetaria como una opción relevante, ya que en un entorno de expectativas deterioradas es especialmente importante mantener la credibilidad del Banco Central con su compromiso con la meta inflacionaria. Además, en este plano es necesario anticiparse a los hechos, porque revertir una percepción adversa sería mucho más costoso, tanto en lo que respecta a la inflación, como a la actividad y el empleo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sin embargo, cree que en estos momentos una acción en esa dirección no se justifica, porque las expectativas permanecen ancladas en torno a la meta en el horizonte de política y, particularmente, porque hacerlo ahora, en vísperas del IPoM, sorprendería al mercado sembrando confusión.

Atendido lo expresado, el Consejero señor Joaquín Vial reitera su concordancia con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en el sentido de mantener la TPM en 3% en esta ocasión, 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 señala que en las últimas semanas se han acumulado varias novedades, que se suman a las noticias desde el IPoM del mes de junio.

En el ámbito externo, resalta dos aspectos. En primer término, que las autoridades de la Reserva Federal han dejado claro que la normalización de tasas en Estados Unidos de América comenzará a partir de fines de año; y que si bien los mercados visualizan que este proceso tendrá un carácter gradual, la presión a la apreciación multilateral del dólar ha sido relevante.

Indica que a ello se han sumado en los últimos meses, y en particular en los últimos días, las noticias sobre China y el grado de desaceleración que está experimentando esa economía, que se han visto refrendadas con las modificaciones a la política cambiaria en ese país. En su opinión, la depreciación del yuan es positiva para el ajuste macro en China, toda vez que la desaceleración y salidas importantes de capitales estaban dificultando los esfuerzos por mantener la paridad estable, presionando el mercado monetario y las reservas internacionales. Sin embargo, cree que ello no es neutral desde un punto de vista financiero, ya que se abren varios canales, siendo los más importantes la presión a una apreciación multilateral mayor del dólar y el desarme de posiciones de *carry* que han existido en China por varios años, que pueden contribuir decididamente a la volatilidad de las materias primas en los próximos meses o trimestres.

Hace presente que la trayectoria de monedas emergentes ha dado cuenta de estos fenómenos y, por cierto, que Chile no ha estado excluido de ello. Indica que la depreciación del peso ha sido intensa, y que un tipo de cambio real más depreciado es un mecanismo importante y saludable de ajuste en las circunstancias actuales.

Reconoce que el costo de inflación ha sido alto. En efecto, las cifras conocidas en el último mes y en el último trimestre sugieren que esta persistirá por sobre 4% por varios trimestres y que la convergencia hacia 3% será lenta. En su opinión, el hecho que el tipo de cambio se mueva de acuerdo a sus fundamentos no significa que su impacto sobre la inflación deba ser descartado.

Por otra parte, señala que la actividad económica, aunque fue algo mayor que la esperada, sigue dando muestras de no retomar un dinamismo muy significativo. En este sentido, consigna que las cifras de inversión continúan débiles, con la sola excepción de la inversión inmobiliaria, cuyos registros dan cuenta de un dinamismo que podría vincularse a un adelantamiento de proyectos. Por otro lado, el consumo se ha mostrado algo más débil, y las exportaciones se corrigen a la baja de manera importante. Agrega que los índices de confianza han continuado debilitándose de manera importante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A su juicio, las circunstancias actuales dan cuenta de una situación algo compleja para el manejo de la política monetaria, ya que la desaceleración del crecimiento ha venido acompañada de un aumento en la inflación fruto de la depreciación del peso. Expresa que el Consejo ha sido claro con el mercado en cuanto a que la combinación de tasas bajas, condiciones financieras holgadas y tipo de cambio depreciado es parte fundamental del mecanismo de ajuste de la economía chilena. Resalta que el mercado también lo ha considerado, proyectando una convergencia de la inflación a 3% en dos años.

Manifiesta que las cifras de los últimos meses, la dinámica interna y las perspectivas externas sugieren que la recuperación debiera ser más lenta que lo anticipado, y que además se ha producido una corrección relevante al alza de la inflación y una demora en su convergencia. En este sentido, no recuerda que en tres meses la inflación a diciembre se haya corregido en un punto porcentual.

En su opinión, el principal riesgo que enfrentamos es que en los próximos trimestres la dinámica inflacionaria lleve a registros más altos de manera más o menos persistente y que, de alguna manera, restrinja los grados de libertad de la política monetaria para mantenerse en una posición expansiva por un buen tiempo, que es lo que debiera suceder.

Por ello, estima que las dos opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son válidas. Expresa que en un ambiente de aumento relevante de los registros de inflación, de perspectivas de que esta se mantendrá alta por varios trimestres, y con condiciones financieras expansivas, la opción de subir la tasa de interés no debiera ser descartada de plano. A su juicio, desestimarla no se condice con las perspectivas inflacionarias que enfrentamos, y podría ser interpretada como la negación de un riesgo relevante.

Aun así, considera que la opción puede ser rápidamente descartada, porque los argumentos que justifican la convergencia de la inflación a 3% siguen siendo válidos.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que se impone claramente la opción de mantener la tasa en 3%, votando, en consecuencia, por ello.

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.

Expresa que las noticias acumuladas en el último mes conducen a reafirmar la orientación de la política monetaria en curso, aunque existen desarrollos que ameritan atención.

En el frente externo, consigna que las perspectivas de crecimiento no han cambiado significativamente. En efecto, las cifras siguen siendo auspiciosas para las economías avanzadas, no así para las economías emergentes; las preocupaciones sobre China no cejan; y América Latina continúa dando señales de debilidad.

Agrega que los mercados financieros permanecen a la expectativa del inicio del ajuste monetario en Estados Unidos de América, lo que refuerza las tendencias que hemos observado en el último tiempo, esto es, el fortalecimiento del dólar, premios por riesgo más altos y precios de las materias primas más bajos. Advierte que el riesgo de una mayor volatilidad ha subido.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace notar que si bien la economía global se mueve en la dirección de mayor normalidad, lo que es sin duda positivo, el panorama para las economías exportadoras de materias primas, incluido Chile, se ha tomado más sombrío.

En lo concerniente al frente interno, se reafirma la visión de una trayectoria para la actividad por debajo de lo previsto y una trayectoria para la inflación de corto plazo por arriba de ello.

En este cuadro, llama la atención sobre algunos desarrollos. En primer término, que los indicadores de confianza de hogares y empresas se mantienen en niveles bajos; luego, el desafío de revertir esta situación tiene una alta prioridad.

Añade que el crédito sigue mostrando una lenta evolución. En su opinión, si bien ello responde en buena medida a factores de demanda, no se puede descartar que se estén sumando también factores de oferta. Por tanto, es un punto a monitorear.

En tercer lugar, hace notar que si bien la devaluación del peso ha sido significativa, las exportaciones han reaccionado hasta ahora con relativa lentitud. Indica que se pueden encontrar explicaciones para ello, pero es un tema que también requiere atención.

En materia de inflación, resalta que las cifras siguen mostrando niveles mensuales y anuales poco confortables para el Banco Central; que el diagnóstico de una inflación que converge en el mediano plazo no ha cambiado, sin embargo la aproximación observada hasta ahora ha sido muy lenta e inconstante; y que, con todo, los últimos datos reafirman que el principal factor detrás de esta mayor inflación es la devaluación del peso.

Señala que un factor de preocupación que se ha ido despejando es el referido a las remuneraciones nominales, ya que su comportamiento en los últimos meses resulta positivo para la dinámica inflacionaria.

Destaca que la minuta de la Gerencia de División Estudios, después de varios meses, vuelve a plantear dos opciones. A su juicio, es fundamentalmente un retomo a prácticas habituales. Con todo, expresa que los antecedentes revisados lo llevan a descartar rápidamente la opción de subir la TPM y a inclinarse por la de mantener. Enfatiza que la complejidad de la coyuntura obliga al Consejo a ser particularmente cuidadoso con la comunicación de estas señales al mercado.

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 Prensa, votando conforme a ello.

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.

Indica que desde el punto de vista de la economía internacional, la principal novedad se relaciona con la depreciación del yuan, la posible mayor fragilidad en China y el efecto en el precio de las materias primas. Plantea que todo esto es de preocupación para Chile, aunque, por otro lado, parece haber mayor estabilidad en el mundo desarrollado. Agrega que la situación de América Latina sigue deteriorándose.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el ámbito interno, señala que el Imacec del mes de junio fue algo mayor que lo esperado, pero las proyecciones para el año continúan ajustándose a la baja; que la inversión se mantiene débil y el consumo no repunta; y que a ello se suman indicadores de confianza que siguen una trayectoria descendente. Añade que el mercado laboral sigue mostrando resiliencia, más allá de que en el margen se ven algunos indicios de deterioro, que aún deben confirmarse.

Consigna que la inflación en doce meses se aceleró a 4,6% en julio, lo que constituye una mala noticia para el Banco Central; y que sigue siendo la principal explicación de este aumento el alza del tipo de cambio, que se ha depreciado con fuerza en lo más reciente. Advierte que el incremento de la inflación más allá de lo esperado genera un riesgo inmediato de propagación vía salarios que puede hacer a la propia inflación aún más persistente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que la inflación lleva cerca de un año y medio en o sobre el rango de tolerancia del Banco Central y, más aún, que las proyecciones son que ello se mantendrá por varios meses más. Enfatiza que el Consejo no puede ser indiferente a ello.

Manifiesta que si bien las explicaciones son claras, esto es cambiarias, esta elevada persistencia genera un riesgo de desanclaje de expectativas. Plantea que es cierto que este riesgo no se ha materializado, pero el riesgo no debe minimizarse; y que tampoco sería prudente esperar a que se produzca un desanclaje para eventualmente actuar, ya que si ese fuera el caso, sería demasiado tarde y, por lo mismo, la acción tendría que ser muy drástica, lo que constituiría una acción de política subóptima.

En su opinión, la experiencia de los años 2007 y 2008 enseña que ser demasiado optimistas en esta materia es riesgoso. A este respecto, señala que no se trata de que haya o no gente competente en el Banco Central —de hecho, en esa época había muchos profesionales competentes en la Institución—, sino que simplemente de que en algún momento la política monetaria puede no hacerse compatible con la convergencia a la meta del Banco Central que uno espera. Recuerda que la brecha medida en ese entonces también era bastante baja; que luego se corrigió y se advirtió tardíamente que era positiva y bastante elevada.

Expresa que su impresión es que hoy, después de un año y medio y con perspectivas de llegar a dos años con la inflación sobre la meta del Banco Central, es inevitable hablar sobre credibilidad. Indica que no es algo que se esté inventando, ya que más allá de las expectativas actuales, que efectivamente se mantienen ancladas, se aprecia una discusión incipiente en la prensa y que de seguro va a seguir produciéndose en el futuro, particularmente si, como nuestras predicciones lo muestran, esta inflación se mantiene por arriba de 4% o llega incluso a 5%. Cree que no considerarlo es no advertir algo que, en su opinión, resulta bastante claro.

Aun así, señala que con la información disponible pareciera que dicho riesgo es acotado, pero no nulo. Hace notar que la debilidad de la actividad y la demanda, y una inflación externa que sigue particularmente baja ayudan a esto. Así, tanto nuestras estimaciones como las de mercado apuntan a que en el horizonte de proyección la inflación debería converger a nuestra meta de 3%. Sin embargo, también es cierto que dicha convergencia se ha postergado constantemente y que la persistencia inflacionaria ha mostrado ser bastante mayor que la esperada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta que la política monetaria ha sido altamente expansiva por ya un largo período de tiempo, a pesar de registros inflacionarios sobre la meta; y que ello ha sucedido bajo la premisa de que se trata de un fenómeno transitorio y que la inflación volverá a su meta en un futuro cercano. Agrega que el costo de financiamiento para las 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. En este ámbito, se espera que la política monetaria siga siendo expansiva, aunque empiece a retirar gradualmente el estímulo durante el próximo año.

Hace presente que todo lo anterior lo lleva a concordar con la Minuta de Opciones en cuanto a que la inflación sobre 4% por tanto tiempo no es irrelevante y en sí representa un riesgo de pérdida de credibilidad. Por ello, estima que la opción de subir la TPM es razonable y que la actual situación amerita una discusión sobre dicha opción. En su opinión, no considerarla puede ser interpretado como una negación voluntariosa de un riesgo evidente y, como tal, constituiría un error. Con todo, expresa que la situación cíclica de la economía y, lo más importante, el que las proyecciones sigan apuntando a que la inflación vuelve a 3% en el horizonte de política, le permiten descartar por ahora esta opción.

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 tono 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° 225-01-150813 - 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, los mercados financieros siguen mostrando una alta volatilidad. Las monedas de países emergentes se han seguido depreciando y los premios por riesgo han aumentado. Las perspectivas de crecimiento global se han deteriorado levemente y los desarrollos en China han aumentado los riesgos, especialmente para los países exportadores de materias primas. El precio del cobre y el de los combustibles se redujo nuevamente.

En lo interno, la variación anual del IPC sigue por sobre 4% y se anticipa que permanecerá en esos niveles por más tiempo que lo previsto. A un año plazo, las expectativas de mercado volvieron a aumentar, aunque a dos años permanecen sin cambios. Su evolución se seguirá monitoreando con especial atención. Por su parte, la actividad y la demanda siguen mostrándose más débiles que lo contemplado en el escenario base del IPoM y las expectativas privadas de crecimiento para este y el próximo año se redujeron nuevamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Los indicadores de confianza se volvieron más pesimistas. La creación de empleo privado y el crecimiento anual de los salarios no muestran mayores variaciones respecto del mes previo. El peso se ha depreciado.

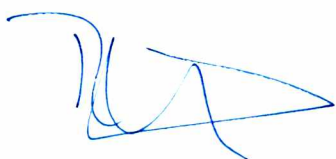
El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17:00 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



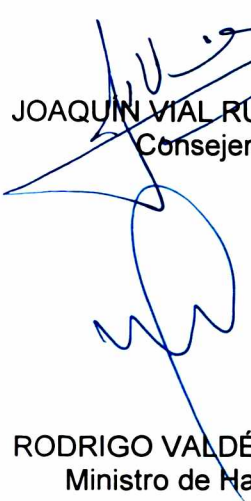
RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



RODRIGO VALDÉS PULIDO
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



PABLO MATTAR OYARZÚN
Ministro de Fe Subrogante