



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 226 celebrada el día martes 15 de septiembre de 2015

En Santiago de Chile, a 15 de septiembre 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 Sebastián Claro Edwards y de los Consejeros don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste el Subsecretario de Hacienda, don Alejandro Micco Aguayo.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Juan Pablo Araya Marco;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de División Estadísticas,
doña Gloria Peña Tapia;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Modelación y Análisis Económico,
don Elías Albagli Iruretagoyena;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Jefe del Departamento Análisis Internacional,
don Diego Gianelli Gómez;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
doña 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° 226, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2016 se celebre el día jueves 17 de ese mes.

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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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, da cuenta de opiniones divididas respecto de la decisión de la Reserva Federal de aumentar su tasa rectora en el mes de septiembre; lo que los activos financieros anticipan la postergación de esta medida hacia el mes de diciembre o incluso hacia el año 2016.

Respecto de China, informa sobre las crecientes dudas acerca del dinamismo de la actividad y de la capacidad de sus autoridades para administrar esta transición, y que ello ha disminuido el apetito por riesgo global y ha generado una alta volatilidad financiera en los distintos mercados.

En tercer término, señala que pese a los mejores fundamentos para la actividad en la Zona Euro, el Banco Central Europeo recortó sus proyecciones de crecimiento para este año y el próximo. El mercado, en tanto, especula sobre una posible ampliación del programa de compra de activos.

Asimismo, destaca la alta volatilidad que ha mostrado el precio de los *commodities*, influida principalmente por las dudas respecto de la actividad de China y por aspectos idiosincrásicos en el caso de la gasolina. Añade que Consensus Forecasts corrigió a la baja las expectativas para el corto plazo, en tanto que la visión de largo plazo no ha cambiado significativamente.

Expresa que los últimos registros confirman un escenario de debilidad de las economías latinoamericanas, que se ha visto reflejado en salidas de capitales, aumentos de premios por riesgo y depreciaciones de las monedas, a lo que se sumó la rebaja de la calificación de deuda en dólares de Brasil por parte de Standard & Poor's.

A título de último hecho destacado del mes, plantea que la dinámica cambiaria ha estado detrás del proceso de inflación creciente en varios países de esta región, que ha llevado a adelantar los ajustes esperados en materia de alzas de tasas de instancia monetaria, como es el caso de Perú, que elevó su tasa de manera sorpresiva, y la corrección de las expectativas en Colombia.

El señor Diego Gianelli continúa con su presentación indicando que el mercado se encuentra dividido respecto del comienzo del alza de tasas por parte de la Reserva Federal. En particular, algunos bancos de inversión relevantes discuten si el alza se producirá o no en septiembre, en tanto que la encuesta de Bloomberg a analistas da cuenta de una caída en la probabilidad que se asigna al alza en el mes de septiembre, aunque esta sigue siendo elevada.

Añade que la información obtenida a partir de los precios de activos muestra que la probabilidad de un alza de tasa en septiembre se ubica en torno al 30%, y en 59% hacia el mes de diciembre.

Lo expresado, en un contexto en que los indicadores de actividad y empleo muestran un dinamismo superior al proyectado por la Reserva Federal. En efecto, en el año 2012, dicho organismo anticipaba que la tasa de desempleo efectiva se ubicaría en torno a 6,5% a fines de 2015, pero hoy se ubica en torno a 5,1%, nivel considerado de largo plazo por la propia Reserva Federal. Asimismo, el indicador de condiciones laborales muestra niveles cercanos a sus máximos históricos, y los indicadores de actividad también han resultado positivos, aunque con algunos matices en lo más reciente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la inflación, si bien el PCE y el IPC se encuentran en niveles muy bajos, cercanos a cero, hay pocos argumentos para suponer que no se recuperarán a mediano plazo, alcanzando niveles en torno a 2% sin un estímulo monetario adicional. En particular, si bien su reciente caída se asocia a los menores precios de los combustibles, la inflación de servicios en Estados Unidos de América se ha mantenido relativamente sólida, creciendo en torno a 2% hacia el año 2016, de acuerdo con las expectativas de mercado reflejadas en Consensus Forecasts y Bloomberg.

El señor Diego Gianelli destaca que la alta volatilidad financiera y el ajuste a la baja en el precio de algunos activos podrían llevar a posponer la decisión de alza hacia el mes de diciembre, debido a que condiciones financieras más estrechas producirían efectos equivalentes a un alza de tasas de interés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que su impresión, luego de su reciente visita a Europa en que compartió con expertos, banqueros centrales y personeros del Fondo Monetario Internacional, es que un alza de tasa en el mes de septiembre no debería ser motivo de sorpresa, ya que le asignan a dicho evento una probabilidad mayor que lo sugerido por el mercado. De otro lado, comenta que connotados economistas argumentan que con niveles de inflación *headline* y *core* extraordinariamente bajos, no sería conveniente optar por un alza de tasas en dicho mes.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon comenta que circula la idea de un alza muy gradual, de 12,5 puntos base en septiembre, observar sus efectos y completar el alza de 25 puntos base en el mes octubre.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación indicando que las tasas a 10 años se han mantenido bajas y estables en los últimos meses, en torno a 2,2%; y que los premios por plazo siguen contenidos y en niveles históricamente muy bajos, aunque exhibieron un alza en lo reciente.

Por su parte, las pendientes de los tramos cortos de la curva de 2 años con respecto a 3 meses y de 5 años con respecto a 2 años han mostrado un empinamiento creciente en lo más reciente, lo que sugiere que el mercado financiero espera que el alza de tasa por parte de la Reserva Federal tendrá lugar durante el último trimestre del presente año.

El Consejero señor Sebastián Claro hace notar que China realizó ventas masivas de bonos de Estados Unidos de América, que se concentraron en plazos cercanos a los 2 años o más, que podrían explicar el empinamiento de la curva para dichos plazos y no generarían presiones en los tramos más largos de la curva.

El señor Diego Gianelli continúa con su presentación y se refiere a la economía china. En primer lugar, comenta que diversos indicadores de alta frecuencia de actividad dan cuenta de un dinamismo menor que 7%.

Luego, alude al índice Li Keqiang —construido por Bloomberg a partir de ciertas preferencias sobre las series de actividad que el Primer Ministro chino estima son más indicativas, y donde se otorga una ponderación de 40% al crecimiento del crédito, de 40% a la electricidad y de 20% a las cargas ferroviarias—, que muestra que la actividad podría estar creciendo muy por debajo de lo que indicaría el PIB. Agrega que los PMI manufacturero y de servicios exhiben un descenso en el último año y que los correspondientes indicadores oficiales se ubicaron bajo el pivote 50 en sus últimos registros.

Por otra parte, destaca dos eventos que pusieron una cuota de duda respecto de la conducción macroeconómica de las autoridades chinas: la depreciación de su moneda y las acciones tendientes a sostener los precios de activos. En cuanto a la depreciación del renminbi, señala que, en principio, fue percibida por el mercado como una medida no del todo



BANCO CENTRAL DE CHILE

bien manejada, porque el mensaje sobre permitir un mayor nivel de flexibilidad en la fijación del precio de la moneda fue sucedido de una intervención del mercado cambiario para evitar su depreciación. Tratándose del ajuste en la renta variable, manifiesta que esta vez estuvo acompañado de políticas expresas para tratar de sostener el precio de los activos, en particular los de carácter monetario.

Añade que entre estos dos efectos, el cambiario sería más relevante, pero ambos imprimen una cuota de duda sobre la capacidad de las autoridades chinas para administrar esta transición sin mayores contratiempos, en especial, si se considera que esta economía está mucho más abierta a los flujos de capitales y que su escala es muy distinta que 10 o 15 años atrás.

El Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco consulta si la noticia conocida en el día de ayer, en cuanto a permitir inversiones privadas en empresas públicas chinas, podría traducirse en un aumento de los flujos de capitales hacia ese país y en un mayor dinamismo de dicha economía.

En opinión del Vicepresidente señor Sebastián Claro, es una medida que está internalizada en el precio de las empresas estatales desde hace bastante tiempo, por cuanto estaba contemplada dentro del amplio plan de renovación y de reformas a las empresas estatales anunciado por las autoridades chinas.

Comenta que en el mercado bancario hubo alguna participación extranjera, pero han optado por salir del mercado debido a su limitada capacidad de influencia.

Añade que otras medidas le parecen más relevantes, como el mayor impulso fiscal, la liberalización de restricciones para programas *swaps* de deuda en los gobiernos locales, y la centralización de fondos superavitarios de gobiernos locales en un programa de gastos fiscales de infraestructura.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon comenta sobre la tensión existente entre las autoridades chinas, dado que su Presidente señor Xi Jinping, quien lideró estas últimas reformas, ha querido dar un rol más importante a los privados. En su opinión, el señor Jinping seguirá adelante con el programa que venía ejecutando, a pesar de esta tensión.

El señor Diego Gianelli prosigue con su exposición resaltando la fuerte caída de las reservas chinas desde el año 2014 a la fecha, que se ha visto intensificada con la reciente venta de bonos de Estados Unidos de América por parte del People's Bank of China, POBC, para sostener su moneda y frenar la caída de la bolsa de valores. Agrega que las perspectivas inciertas de actividad para dicha economía han llevado a los inversores a liquidar sus activos en economías emergentes, provocando un debilitamiento de las monedas de estas economías y un aumento de los premios por riesgo; y que el euro y el yen se han fortalecido por los movimientos *flight to quality*, en tanto que el dólar no ha registrado mayor variación.

Manifiesta que esta venta de reservas ha generado depreciaciones, aumento de tasas y caídas en la valorización de activos en las economías emergentes. En términos de paridades, precisa que el yen registró la mayor apreciación en el último mes; que el euro cerró el período con una apreciación acotada luego que alcanzara a 5% en algún momento del mes; que el dólar de Estados Unidos de América exhibe una apreciación muy menor, que contrasta con lo observado en meses anteriores; y que, en general, se registraron depreciaciones importantes en economías emergentes y en las exportadoras de *commodities*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de tasas de interés, se observaron aumentos en América Latina, destacando el caso de Brasil, entre otros aspectos por la caída de su *rating*; y los de Perú y Colombia, vinculados en parte a cambios en las expectativas de política monetaria, activos de riesgo y renta variable.

En cuanto a los mercados bursátiles, se registraron caídas en todas las plazas Y aumentos significativos de CDS *spreads* a 5 años, en particular en Brasil, Perú y Colombia, pero tendieron a contenerse a medida que avanzó el mes.

El señor Diego Gianelli continúa con el análisis de los desarrollos en la Zona Euro. En primer término, presenta una comparación entre los indicadores de inflación de esta región y Estados Unidos de América, destacando que la inflación *headline* exhibe niveles cercanos a cero en ambos casos. La inflación *core*, en cambio, es bastante más alta en Estados Unidos de América, debido a que su inflación de servicios se ha mantenido estable en torno a 2%, mientras que en la Zona Euro ha permanecido en torno a 1% desde el año pasado, lo que ha mantenido las expectativas bastante acotadas. Ello sugiere que la Reserva Federal no elevaría su tasa de política monetaria en septiembre, aunque habría argumentos para suponer que la inflación no se mantendría baja por mucho tiempo, en especial cuando se disipen los efectos por base de comparación. En la Zona Euro, en tanto, la inflación se mantendría baja una vez que se diluyan los efectos base de los precios de energía, luego de lo cual podría tener sentido un mayor estímulo monetario.

En materia de los fundamentos de actividad para la Zona Euro, se observa que el tipo de cambio real se ha depreciado de forma importante en el último año y medio, en línea con los principales socios comerciales. Asimismo, los fundamentos del consumo, esto es, la masa salarial, la confianza del consumidor y las tasas de crédito a hogares, sugieren que el dinamismo de la actividad debería continuar, aunque a tasas moderadas.

Menciona que en materia de decisiones estratégicas, el Banco Central Europeo aún tiene margen para expandir sus compras de activos; que a la fecha ha comprado algo más de 300 billones de euros, equivalentes a un 5% del *outstanding*; y que en caso de completarse el plan de compras anunciado llegaría a una cifra de 834 billones de euros, equivalente al 13,5% del total elegible.

Hace presente que las distintas medidas de relajamiento cuantitativo, *Quantitative Easing*, QE, en la Zona Euro han estado asociadas a depreciaciones de la moneda local. Sin embargo, el mercado no parece haber internalizado aún una ampliación del plan de compras de activos en dicha región, según lo refleja la evolución de la paridad dólar-euro.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro llama la atención sobre la apreciación del euro respecto del dólar y el aumento de los flujos de capitales desde Estados Unidos de América hacia Europa, porque, a *priori*, parecería ser algo incoherente desde la perspectiva de los fundamentos más reales. A este respecto, consulta si ello responde a un ajuste de carácter más bien técnico de anticipación a alzas de tasas en Estados Unidos de América y, por lo tanto, una medida para evitar pérdidas de capital, ya que en un contexto donde Europa anticiparía un cierto QE adicional y Estados Unidos de América se recupera, parecería no ser la decisión más acertada.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que la apreciación del euro no ha sido muy considerable, de solo 4% si se consideran sus valores máximos y mínimos del último mes.

El señor Diego Gianelli consigna que, en el corto plazo, la venta de papeles de Estados Unidos de América por parte de China ha sido identificada por los analistas como uno de los factores que han estado detrás del fortalecimiento del euro y también del yen.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Alberto Naudon hace presente que hubo un *flight to quality* generalizado hacia los mercados desarrollados, que puso presión sobre todas las monedas, efecto que en el caso del dólar fue compensado por la venta de papeles por parte de China.

El señor Diego Gianelli plantea que los riesgos están en la dirección de que el euro se deprecie ante el eventual aumento de tasas en Estados Unidos de América. Agrega que la dirección en la que van la Reserva Federal y el Banco Central Europeo y la macro en ambas economías debería apuntar en esa línea.

El señor Diego Gianelli retoma su presentación y destaca la fuerte volatilidad que exhibieron los precios de *commodities* durante el mes y la caída significativa del precio de las gasolinas en dicho lapso.

En lo que respecta al precio del cobre, se observó un alza en torno a 4%, en tanto que el precio del petróleo registró movimientos mixtos, donde el WTI anotó un alza de 3,1% y el Brent una caída de 5,5%. Hace notar que la volatilidad del precio del petróleo y de la gasolina se encuentra en niveles máximos desde el año 2009, no así la del cobre, que presenta un aumento acotado que no supera los niveles exhibidos en episodios anteriores.

Precisa que el *crack-spread* en Estados Unidos de América se ha ajustado fuertemente a la baja desde la última Reunión, retornando a su promedio histórico del período 2000 - 2014. Ello da cuenta de que la caída experimentada por el precio de las gasolinas en el último mes compensó las caídas del precio del petróleo, en un contexto en que la demanda de Estados Unidos de América, si bien sigue por sobre sus patrones históricos, se ha ido ajustando levemente a la baja después de los meses de mayor estacionalidad; y donde los inventarios de combustibles y petróleo se mantienen en niveles históricamente muy altos.

En relación con el cobre, señala que el valor de las importaciones de China mantiene la tendencia a la baja de los últimos cuatro años, y que desde hace más de seis meses registra tasas de crecimiento anualizadas negativas. No obstante, destaca el mayor dinamismo de las importaciones de cobre concentrado en el último año, que superan en 11% las registradas en 2014.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por el factor que explica el aumento de las importaciones de cobre concentrado.

El Consejero señor Joaquín Vial informa que la mayor parte de la capacidad de fundición en el mundo está centralizada en China; por tanto, resulta coherente que las importaciones de cobre concentrado crezcan significativamente, no así las de procesado.

El señor Diego Gianelli acota que según consigna un informe de Barclays, se debería esperar un aumento de las importaciones chinas de cobre concentrado y una disminución de las de cobre procesado. Luego, estos datos estarían dando cuenta de que esta tendencia ya está operando.

El Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco pregunta por las razones que explican el incremento de los inventarios de petróleo.

El señor Diego Gianelli expresa que el incremento de los inventarios de petróleo se debe a aumentos de producción en Estados Unidos de América en los últimos doce meses y a la mantención de los niveles de producción de la OPEP y de grandes productores, como Arabia Saudita. Agrega que si bien el número de pozos activos ha disminuido, su productividad ha aumentado significativamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon comenta que algunos bancos de inversión, como Goldman Sachs, estiman que el precio del petróleo podría registrar una fuerte caída en los próximos seis meses, porque, históricamente, cuando el nivel de inventarios ha sido excesivo, la única forma de ajuste ha sido la de llevar el precio a su costo marginal, que se estima en torno a los 20 dólares el barril.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que, curiosamente, las proyecciones para el precio del petróleo dan cuenta de una tendencia al alza. Añade que en opinión de personeros del Banco Central de Arabia Saudita con quienes se reunió recientemente, los precios actuales responden a factores cíclicos y deberían recuperarse en un par de años.

El señor Alberto Naudon indica que la visión generalizada del mercado apunta a una recuperación del precio del petróleo en dos años más. Agrega que las proyecciones de precios de largo plazo no han registrado mayor variación, mientras que las de corto plazo reflejan un ajuste a la baja debido a la importante acumulación de inventarios.

El señor Diego Gianelli continúa con su exposición y hace presente que las proyecciones de corto plazo para el precio del cobre y petróleo se han vuelto más pesimistas; y que las proyecciones de agosto de Consensus Forecasts no evidencian correcciones en los precios de largo plazo para ambos *commodities*.

En lo concerniente a la actividad en economías emergentes y América Latina, señala que los datos del segundo trimestre dan cuenta de una desaceleración, salvo en el caso de Rusia, en línea con la visión del último Informe de Política Monetaria, IPoM.

Plantea que esta visión de menor dinamismo se ve reflejada en los PMI. En efecto, los PMI de las economías emergentes y avanzadas registraron caídas en el último reporte, aunque en estas últimas se encuentran aún por sobre el pivote de expansión de 50. En particular, destaca que el PMI de Brasil se ubica en 45, nivel históricamente bajo, a lo que se agrega el *downgrade* por parte de Standard & Poor's, en un contexto de creciente deterioro económico y político, y expectativas de una contracción de la economía superior a 2% en 2015 y algo mayor hacia el año 2016.

El señor Diego Gianelli informa que en el día de ayer, Brasil presentó un nuevo presupuesto, que contempla un superávit primario de 0,7%. No obstante, el mercado ha puesto en duda su capacidad de ejecutarlo, porque implica recortes de funcionarios públicos, nuevos impuestos y otras medidas que deben ser aprobadas por el Parlamento. Agrega que el anuncio contribuyó a una valorización de su moneda y la de otros activos, pero se ha revertido parcialmente durante la presente jornada.

Con todo, expresa que la pérdida de grado de inversión de Brasil ha tenido un impacto significativo en variables financieras locales y de carácter acotado en la región. Añade que el deterioro de los fundamentos ha profundizado la salida de capitales desde cada uno de los mercados de la región, tanto en renta fija como en renta variable, de la mano del aumento de la percepción de riesgo.

Asimismo, señala que la depreciación y el cambio de precios relativos, junto con una inflación de servicios persistente, habrían acelerado la inflación en todas las economías latinoamericanas, salvo en México. En efecto, la inflación *headline* en Chile, Colombia, Perú y Brasil supera en más de un punto los respectivos objetivos de política, no así en México, que tuvo una depreciación comparativamente menor durante el año 2014 y una inflación de servicios que también ha crecido menos. Agrega que las expectativas de inflación para el año 2016 también han ido al alza en las cuatro primeras economías citadas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al concluir su presentación, el señor Diego Gianelli informa que en lo concerniente a política monetaria, los bancos de inversión han incorporado en sus escenarios un sesgo más contractivo para la región, en especial luego del alza inesperada de la tasa rectora en Perú.

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 Pablo García hace referencia al gráfico de flujos de capitales y consulta por el movimiento de capitales en el caso de Chile.

El señor Diego Gianelli indica que se aprecian salidas de capitales del país, precisando que corresponden a flujos brutos de no residentes. Asimismo, se compromete a enviar esta información a los señores Consejeros en el curso de la tarde.

El Gerente de Estabilidad Financiera señor Rodrigo Alfaro agrega que la Encuesta Financiera presentada la semana pasada dio cuenta de una salida de capitales de Chile, tanto en renta fija como en renta variable.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes da inicio a su presentación refiriéndose a los hechos destacados del período. En primer término, señala que la inflación volvió a acelerarse en el mes de agosto, llegando a 5% anual, en un contexto en que las medidas de tendencia inflacionarias se mantienen elevadas y la persistencia de la inflación se ha incrementado en el margen. Asimismo, plantea que las expectativas de inflación a un año y a plazos más largos han aumentado.

Por su parte, los activos financieros han elevado las expectativas para la tasa de política monetaria, TPM, por sobre lo contemplado en el escenario base del último IPoM, en tanto que las encuestas se han alineado con la curva *forward* implícita en el supuesto de trabajo contemplado en dicho escenario.

Respecto de las expectativas de mercado para esta Reunión, informa que un amplio consenso estima que la TPM permanecerá en su nivel actual. En efecto, alrededor del 95% de las respuestas de la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, se ha inclinado por la mantención de la tasa, porcentaje que se reduce a 80% tratándose de la encuesta Bloomberg.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que los últimos resultados de la encuesta Bloomberg dan cuenta de que 11 de los 18 analistas consultados prevén un alza de la TPM en la presente Reunión. El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon atribuye dicho resultado al hecho que esta encuesta puede sufrir variaciones hasta último momento.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y consigna que los indicadores de actividad y demanda conocidos tras la publicación del IPoM se mantienen en línea con el escenario base contemplado en dicho Informe, lo mismo que las proyecciones para el cierre del año.

A título de última noticia destacada del mes, manifiesta que las expectativas de consumidores y empresarios se deterioraron nuevamente en agosto, lo que constituye un riesgo a la baja en la proyección, ya que el escenario base asume una recuperación paulatina de ambas medidas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de proyecciones de actividad y demanda para el presente año, menciona que el crecimiento estimado del PIB se mantiene en 2,1%, a pesar de una nueva revisión a la baja en el crecimiento esperado en minería. En efecto, dicho sector presentó un deterioro mayor que el previsto en el mes de julio por recortes de la producción en yacimientos pequeños, que impactarían hacia el tercer y cuarto trimestre del año.

El Presidente señor Rodrigo Vergara resalta la revisión a la baja del crecimiento del sector minería respecto de lo consignado en el último IPoM, desde 1 a -0,3% en el tercer trimestre y de 0,5 a -0,5% en el cuarto, y consulta por las razones que explican la caída adicional desde entonces

El señor Miguel Fuentes comenta que el dato de producción de Escondida del mes de julio fue particularmente malo, al registrar una caída superior a 40%, y se debe en parte a la tendencia de menor demanda esperada para el año fiscal 2015 - 2016 y a mantenciones no previstas. Agrega que ello que ha generado una caída persistente en el nivel que no se recuperará en los meses siguientes.

Conforme a lo acordado en la Reunión anterior, informa que se reunió con ejecutivos de Escondida, quienes confirmaron una caída de la producción del orden de 25%, en un contexto de baja de la ley del metal de 27%; que están aumentado sus niveles de productividad, lo que permite que la disminución de la producción sea algo inferior que la de la ley este año; y que esta situación sería de carácter transitorio, ya que avizoran una recuperación hacia el año 2017 conforme tengan mayor disponibilidad de agua, lo que coincidiría con el término de la construcción de una planta desalinizadora, que constituye uno de los proyectos más importantes de inversión minera en ejecución.

Hace presente que a ello se suma la situación de Codelco, que en el mes de julio tuvo algunos problemas operacionales algo mayores que lo anticipado; y un anuncio de caídas en las tasas de crecimiento de la producción en yacimientos menores, que tendrán algún impacto hacia el cuarto trimestre. De otro lado, destaca un leve efecto compensatorio en EGA, pero que no se incorpora en las fluctuaciones de corto plazo.

Con todo, expresa que el PIB de recursos naturales sería menos dinámico que lo proyectado en el IPoM, esperándose una variación anual de 0,7% en 2015, menor que el 1,1% consignado en dicho Informe. Tratándose del PIB resto, menciona que los sectores de servicios sorprendieron positivamente en el mes de julio, elevando la proyección del tercer trimestre desde 2,5 a 2,7%, pero no modifican la visión para el año presentada en el último IPoM.

El señor Miguel Fuentes comenta que los efectos de la lluvia sobre el sector EGA fueron acotados, no obstante lo cual se modificó la proyección al alza desde un 1,5 a 1,8% para el año; que, en el largo plazo, la situación de generación hídrica sigue muy complicada, ya que los niveles de los embalses permanecen muy bajos y, por tanto, no habrá un efecto importante en términos del *shock* de oferta como el observado en el período 2015-2016. Añade que, pese a las recientes lluvias, se proyecta un crecimiento anualizado negativo para el mes de agosto y que tampoco se observará un efecto compensatorio importante del déficit acumulado durante los últimos 5 años.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por la proyección de Imacec para el mes de agosto.

El señor Miguel Fuentes indica que la proyección se sitúa en 2,4% para el mes, levemente menor que el 2,5% esperado por el mercado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Fuentes retoma su exposición y manifiesta que la proyección de demanda final y de demanda interna para el año no ha variado, a pesar de la revisión a la baja de las exportaciones por envíos mineros, que alcanza a 3 décimas y explica el 80% de la corrección total.

Asimismo, advierte sobre un menor dinamismo de las importaciones, de acuerdo con los datos de comercio exterior del mes de agosto, en tanto que las proyecciones de consumo privado, consumo de gobierno e inversión permanecen sin cambios respecto del escenario de corto plazo consignado en el último IPoM.

Con ello, se espera que las brechas de capacidad seguirán ampliándose con moderación en el horizonte de proyección de corto plazo. A este respecto, hace especial mención sobre la medida de uso de capacidad de la industria como medida alternativa de medición de brechas, indicando que sin perjuicio de la incertidumbre a la cual está sujeto este registro, tiende a estar correlacionado con medidas bastante más sofisticadas. Agrega que, en promedio, los datos de capacidad instalada del IMCE de julio y agosto son bastante negativos, con niveles cercanos a mínimos históricos, lo que anticipa un riesgo para la proyección y un riesgo a la baja en términos de menor dinamismo y brechas que podrían ser algo mayores.

En lo concerniente a expectativas de consumidores y empresarios, representadas por el IPEC e IMCE, respectivamente, da cuenta de un nuevo deterioro en el margen, en especial de las expectativas de empresarios. Añade que comparativamente, las expectativas de consumidores registran una caída persistente durante los primeros ocho meses del año, mientras que las de empresarios tuvieron alguna recuperación en el primer trimestre del año, que se ha revertido íntegramente hasta ubicarse en niveles inferiores a los de diciembre de 2014 y muy por debajo de su promedio histórico.

Deja constancia que al analizar las preguntas específicas incluidas en ambos índices, se aprecia que el deterioro de expectativas es generalizado. En efecto, los resultados sobre la percepción actual y futura, así como la propia y la del país, figuran en valores inferiores al pivote de expansión 50, a excepción del IPEC de situación familiar futura, que, si bien se ubica algo por sobre dicho valor, es inferior a su promedio histórico.

El Consejero señor Pablo García destaca que los resultados de la encuesta CEP sobre situación personal dan cuenta de niveles de satisfacción sorprendentemente altos, pero, a su vez, la gente señala que es un pésimo momento para adquirir equipamiento para el hogar. En su opinión, la diferencia con los resultados expuestos por el señor Fuentes pueden obedecer a la forma como se pregunta a la gente.

El señor Miguel Fuentes indica que, en general, los índices tienden a moverse de manera correlacionada y que, empíricamente, los modelos no han detectado una diferencia que pueda ser predictiva o muy relevante de considerar en alguna pregunta puntual. Tratándose del IMCE relativo a la percepción futura, agrupa un conjunto de preguntas relacionadas con la percepción de los empresarios sobre el futuro de la empresa —por ejemplo, planes de inversiones a tres meses— y exhibe un descenso significativo y mayor que el del IMCE que refleja las percepciones actuales.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación, señalando que el mercado laboral continúa resiliente. Sobre el particular, manifiesta que la tasa de desempleo registró un aumento de una décima en el trimestre y que los salarios nominales siguen mostrando una tasa de crecimiento superior a su promedio histórico, pese a la desaceleración exhibida en el segundo trimestre del año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sin perjuicio de lo expresado, advierte sobre los signos crecientes de desaceleración detrás de los datos disponibles de creación de empleo. En particular, las encuestas realizadas por el Instituto Nacional de Estadísticas, INE; la Universidad de Chile; y la Asociación Chilena de Seguridad, ACHS, muestran una clara reducción del ritmo de crecimiento de empleo asalariado, que estaría anticipando una reducción en el crecimiento del empleo total y un aumento de la tasa de desempleo en los próximos meses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara, si bien tiende a compartir este pronóstico, hace notar que este se ha mantenido por un tiempo prolongado y no se ha concretado.

El señor Miguel Fuentes indica que los resultados de las preguntas del IPEC relacionadas con las expectativas sobre los niveles de contratación en las empresas y aquellas del IMCE sobre expectativas de evolución de la cesantía hacia el próximo año, dan cuenta de una percepción negativa sobre el empleo futuro, lo que históricamente ha tenido una correlación estadística con la evolución del empleo asalariado en los dos trimestres siguientes. Luego, si bien las actuales tasas de desempleo han sorprendido y son similares a las observadas un año atrás, dichas expectativas mencionadas anticiparían una desaceleración del empleo asalariado.

El señor Alberto Naudon aclara que el ajuste esperado para el mercado del trabajo nunca consideró correcciones rápidas y significativas, y que se ha previsto una moderación de las tasas de crecimiento de los salarios, en línea con la caída que han venido mostrando, junto con un aumento de la tasa de desempleo algo mayor que el efectivo.

Agrega que en los últimos meses, las encuestas a las personas y empresarios dan cuenta de una visión claramente más negativa sobre el empleo futuro, de un empeoramiento del mercado laboral que va más allá de la proyección consignada en el último IPoM, y que genera una alerta respecto de su evolución en los próximos seis meses.

El Consejero señor Pablo García consulta por la información que estarían entregando los datos sobre vacantes, así como el índice de puestos de trabajo calculado por el INE, que se analizaron durante mucho tiempo y que han dejado de seguirse.

El señor Miguel Fuentes indica que la tasa de caída de las vacantes habría disminuido desde 40 a 10% por año, aproximadamente. Por su parte, el índice de puestos de trabajo, que es el indicador de empleo asalariado que se obtiene de la encuesta de remuneraciones, muestra tasas de crecimiento negativas desde mediados del 2014, en línea con los menores niveles de contratación informados por las empresas y con el panorama del empleo asalariado de la encuesta de la Universidad de Chile. Agrega que este antecedente contribuye a una visión más negativa que la proyectada en el margen.

El Consejero señor Pablo García, teniendo presente que se cuenta con indicadores que van en direcciones diversas, sugiere tomar un componente principal que sea el predictor más adecuado.

El Gerente de Modelación y Análisis Económico señor Elías Albagli informa que este trabajo está en etapa de desarrollo y que, de hecho, ya se cuenta con la base de datos del Servicio de Impuestos Internos, Sli, referida al empleo asalariado nacional total para el período 2005-2013, que será útil para identificar las series más correctas.

El señor Miguel Fuentes retoma su exposición mencionando que el escenario base contempla una desaceleración de la masa salarial en el segundo semestre del año, tanto en el componente de salarios reales, que cae como consecuencia de la alta inflación, como por una desaceleración de los salarios nominales, que crecerían en torno a 6% hacia fines de año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, consigna que el crecimiento del consumo privado está por debajo del aumento de los ingresos laborales, lo que es coherente con expectativas más pesimistas de los consumidores, quienes están siendo más cautelosos en sus decisiones de compra. En especial, resalta que el consumo de durables ha registrado tasas de crecimiento negativas durante el año, situación que se mantendría hacia fines del horizonte de corto plazo.

En opinión del Consejero señor Joaquín Vial, resultan llamativos los fuertes ajustes en el crecimiento del empleo y de los salarios reales en los próximos meses del año. En particular, le sorprende la disminución del crecimiento de los salarios reales, en circunstancias que nuestras proyecciones de inflación son a la baja, lo que sugiere que el ajuste se estaría dando por el lado de los salarios nominales.

El señor Miguel Fuentes indica que los salarios reales se corrigen a la baja en alrededor de medio punto, aunque reconoce que existe algún grado de incertidumbre en esa proyección.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación, señalando que las importaciones al mes de agosto siguen reflejando la debilidad del consumo y de la inversión.

Asimismo, comenta que la desaceleración de las colocaciones de consumo y comerciales es coherente con la lenta expansión de la demanda interna, no así las colocaciones para la vivienda, que muestran una aceleración desde hace muchas semanas gracias al dinamismo de las ventas inmobiliarias.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que el título de la lámina N° 49 —“Desaceleración de colocaciones de consumo y comerciales también es coherente con la lenta expansión de la demanda interna”— no es coherente con lo que reflejan los gráficos. Expresa que las colocaciones de consumo y comerciales no se han desacelerado, sino que exhiben las mismas tasas de crecimiento desde hace ya un tiempo.

El señor Miguel Fuentes aclara que las colocaciones comerciales están expresadas en términos nominales y, por tanto, aparecen algo abultadas por las colocaciones en dólares, que se han visto afectadas por una depreciación nominal en torno a 20%. En términos reales, en cambio, se advierte una desaceleración algo más relevante.

El Consejero señor Joaquín Vial sugiere monitorear la velocidad de las colocaciones para la vivienda, cuyo descenso podría estar reflejando que las promesas de compraventa se están deshaciendo. El señor Miguel Fuentes se compromete a continuar monitoreando este tipo de colocaciones con especial atención.

En lo concerniente a las tasas de interés de los distintos tipos de colocaciones, hace presente que no se observan cambios relevantes respecto de la RPM previa y que, en general, están en línea con sus respectivos *benchmarks*. Añade que las tasas de las colocaciones de consumo tuvieron un leve incremento, debido a un cambio en la importancia relativa de los créditos asociados a tarjetas de crédito, cuya tasa es comparativamente más alta.

En materia de inflación, señala que esta volvió a acelerarse en el mes de agosto, llegando a 5% en términos anualizados, levemente por sobre lo anticipado, debido a la sorpresa en el componente no SAE, principalmente en frutas y verduras. El componente SAE, en tanto, registró algunas sorpresas de menor cuantía en el ítem de servicios, mientras que en bienes no hubo sorpresas relevantes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que hacia el final del horizonte de proyección de corto plazo —enero de 2016—, el escenario es similar al planteado en el último IPoM, y que hay algunos efectos que se contraponen. A título ejemplar, resalta el cambio metodológico implementado por el INE en vestuario, que tendría efectos mayores que lo previsto en el mes de diciembre próximo y explicaría en parte la mayor proyección de inflación de bienes; y la mayor inflación en el ítem alimentos por el componente frutas y verduras, cuyo *shock* del mes de agosto se deshacería más lentamente. En contraposición, se prevé una menor inflación por el lado de la energía, asociada a un menor precio de la gasolina.

En términos de los valores mensuales, reitera que la persistencia del *shock* de frutas y verduras mantendría la inflación interanual por encima de la proyectada en el IPoM en los próximos meses. En efecto, en septiembre incrementaría el indicador mensual desde 0,7 a 0,8%, en tanto que al término del año se ubicaría en torno a 4,7%, una décima por sobre el valor consignado en dicho Informe.

En lo que respecta a la inflación de largo plazo, hace presente que la proyección contemplada en el IPoM sugiere una convergencia lenta en el horizonte de política. En este sentido, señala que el IPCSAE se mantiene elevado, debido a la persistencia del *shock* cambiario en la inflación de bienes y porque la acotada brecha desacelera lentamente la inflación de servicios; y que la evolución de ambos *drivers* en el corto plazo es consistente con las estimaciones realizadas. En efecto, la fuerte aceleración de la inflación de bienes —la más alta durante el periodo de metas de inflación— se ha visto afectada por la persistente depreciación del tipo de cambio nominal, en tanto que la inflación de servicios no ha registrado mayor variación en los últimos meses, en línea con la evolución de los salarios, que es uno de sus principales determinantes.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro solicita se precise la magnitud de esta lenta desaceleración de la inflación de servicios.

El señor Miguel Fuentes explica que si bien la proyección de mediano plazo no distingue entre bienes y servicios, la inflación de servicios disminuiría desde el 5,3% registrado en diciembre de 2014 a 4,7% al cierre del presente año, en parte importante por la caída del precio del petróleo, que incide en los ítems de transporte.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación indicando que las medidas de tendencia inflacionaria permanecen elevadas y que la persistencia inflacionaria del componente *core* se ha incrementado en los últimos doce meses.

Plantea que indicadores más específicos, como la proporción de bienes que suben cada mes y el número de bienes con alzas superiores a 3%, se sitúan por sobre sus valores históricos, lo que da cuenta de un proceso inflacionario que es generalizado. Acota que ello es parte de la inercia de la inflación y se encuentra incorporado en la proyección de corto y mediano plazo.

El señor Alberto Naudon comenta que el objetivo detrás de la presentación de estos indicadores es el de transmitir que la trayectoria de inflación esperada no supone que la menor trayectoria de actividad va a ampliar la brecha mayormente y constituirá un *driver* de desinflación en adelante, sino que supone una persistencia importante de la inflación, que, de alguna forma, explica la lenta convergencia en el 2016 y que comienza a ser más evidente hacia el 2017, cuando se hayan disipado los efectos base asociados al tipo de cambio.

Con respecto a las expectativas de inflación, el señor Miguel Fuentes menciona que aquellas a dos años han aumentado desde la Reunión anterior. En particular, precisa que la Encuesta de Operadores Financieros, EOF, da cuenta de un incremento de la mediana y de un desplazamiento de la masa de la distribución hacia valores por sobre 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por su parte, la EEE muestra que la mediana permaneció en 3%, pero la dispersión de las respuestas aumentó en forma asimétrica hacia valores por sobre 3%, lo que también se aprecia en el comportamiento de los activos financieros. De hecho, indica que la compensación swap 1 y 1 registró un aumento en torno a 40 puntos base desde la última Reunión, pasando desde un nivel algo inferior a 3%, a 3,45%.

En términos de las expectativas de inflación a un año, también se observa un aumento; sin embargo, las encuestas siguen mostrando una convergencia relevante desde los valores actuales —en torno a 5%— hacia valores en torno a 3,5% en la EOF y a 3,7% en el caso de la EEE.

A modo de analizar los factores que explican al aumento de las expectativas de inflación, señala que la Gerencia de Modelación y Análisis Económico realizó un ejercicio para estudiar los determinantes detrás de los desvíos de las expectativas de inflación respecto de la meta en una muestra de 44 países con objetivos de inflación explícitos y con datos que abarcan el período comprendido entre enero de 2000 a agosto de 2015.

Hace presente que en el caso de Chile, la incidencia del número acumulado de meses en que la inflación está por sobre la meta es una variable que ha tendido a cobrar importancia para explicar las desviaciones de inflación respecto de la meta. Por tanto, es un elemento que ha sido levantado como un riesgo.

Asimismo, comenta que un segundo modelo indica que la probabilidad de desanclaje de expectativas a un año aumentaría a 33% en el mes de diciembre, desde valores en torno a 20% que se observan en la actualidad.

Añade que a diferencia de episodios anteriores de desanclaje, y sin perjuicio del aumento de la probabilidad de desanclaje mencionada precedentemente, hay factores externos que mitigan las presiones de precios en esta coyuntura, como el índice FAO alimentos en dólares, el precio del petróleo y la inflación de los principales socios comerciales. En lo interno, en tanto, las brechas de actividad son menores, pero la depreciación persistente del tipo de cambio plantea un riesgo.

Al finalizar su intervención, informa que las expectativas para la TPM implícitas en los precios de activos financieros se han incrementado —de hecho, durante la presente jornada han aumentado 40 puntos base respecto del cierre del IPoM—, mientras que las expectativas que se derivan de las encuestas se han acercado a la curva vigente al cierre del IPoM.

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 califica la presentación como muy interesante y transitando en la línea deseada de generar una discusión de carácter más analítico que una revisión de antecedentes. No obstante, sugiere rebalancear los tiempos para favorecer el análisis.

Respecto del análisis de determinantes detrás de los desvíos de expectativas inflacionarias consignado en la última parte de la exposición, consulta si se incluirá en la presentación de antecedentes de esta RPM que se publicará al día siguiente, ya que este estudio podría ser objeto de depuración antes de ser divulgado. Asimismo, observa que un análisis similar fue publicado recientemente por el Economista Jefe para la Región Andina de BTG Pactual, señor Luis Óscar Herrera. En su opinión, si ello no responde a una mera casualidad, sería preciso atribuir las buenas ideas a su autor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta que el ejercicio presentado está bien planteado, aunque podría perfeccionarse con la incorporación de algunas medidas de instancia de política monetaria y de intervención cambiaria, que son elementos que en el pasado pueden haber gatillado fenómenos de desalineamientos de expectativas de importancia, porque ello contribuiría a hacerlo más informativo para la discusión interna y permitiría cuantificar en alguna medida los movimientos que permitirían prevenir un riesgo de desanclaje.

Finalmente, hace referencia al desplazamiento de las expectativas de inflación hacia la derecha desde la última Reunión, tanto en la EEE como en la EOF. A su juicio, ello podría responder precisamente al aumento de las expectativas de inflación consignado en el último IPoM, lo que daría cuenta de que el mercado cree en nuestras proyecciones de inflación más que un desplazamiento genuino de las mismas. Luego, sería preciso revisar el modelo de proyección, en el sentido de verificar que no está replicando el modelo de expectativas privadas, antes de pronunciarse respecto de un eventual desanclaje de expectativas, aunque reconoce los avances alcanzados en la materia en la presente Reunión.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que en materia de actividad no hay muchos datos novedosos desde el último IPoM. Sin perjuicio de ello, le gustaría tener una visión respecto de los cambios en la proyección de crecimiento durante el año y la medida en que estos son atribuibles a uno u otro sector. Asimismo, solicita se precise si los sectores distintos de la minería han crecido conforme a lo esperado.

Manifiesta que su mayor preocupación se concentra en la inflación, que se mantendría en torno a 5% hasta el mes de febrero de 2016 y que descansa en algunos elementos controversiales, a saber, el deterioro de la situación de empleo, reflejado en menor crecimiento de los salarios, que incide en la inflación de servicios; el supuesto de trabajo respecto de tipo de cambio, que si bien es razonable, tiene riesgos asociados a la decisión de política que tome la Reserva Federal; las preocupaciones respecto de China; y, de otro lado, la inflación importada y los precios de transables.

Agrega que estos elementos se dan en conjunto con mayores expectativas de inflación, que si bien no calificaría como un eventual desanclaje de expectativas, generan un ambiente poco favorable para un descenso de la inflación.

Finalmente, sugiere hacer una revisión de algunas reglas tipo Regla de Taylor para el caso de Chile, que, atendidas las variables relevantes como el nivel de desempleo, tasas de crecimiento de la economía y niveles de inflación, indicarían presumiblemente que la TPM se encuentra bastante fuera de rango.

El señor Beltrán de Ramón hace referencia a los valores explícitos *forward* que se contienen en la tabla de la lámina N° 68, restándoles importancia a los resultados allí consignados, por cuanto responden a una reacción racional del mercado derivada del funcionamiento propio de las áreas de inversión, que se autorregulan tomando y deshaciendo posiciones.

A continuación, manifiesta su concordancia con lo expresado por el Consejero señor Pablo García en cuanto a que el cambio de las expectativas en el mes de septiembre no solo respondería al registro de inflación del mes de agosto, dos décimas mayor que lo esperado, sino que principalmente al último comunicado del Banco, en que se señaló que la inflación a un año aumentó y que la monitoreará con especial celo.

Con respecto a la compensación *swap* 1 en 1, plantea que su aumento no es mucho mayor que el observado en los episodios ocurridos entre los años 2012 y 2014, y notoriamente menor que el registrado en los episodios de desanclaje de los años 2008 y 2011.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, expresa que con el fin de matizar el análisis, hizo falta presentar las medidas de seguros de inflación, que van precisamente en dirección contraria de los todos los antecedentes expuestos al mostrar que la inflación a agosto de 2016, RPM contra RPM, caería en 14 puntos base. En su opinión, ello podría dar cuenta de que el mercado no tiene certeza si ello responde a un eventual riesgo de desanclaje de expectativas o si es indicativo de que el tipo de cambio comenzaría a ceder y la inflación a descender.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro plantea que el ejercicio sobre desanclaje de expectativas pone énfasis en la inflación a un año, no así en el horizonte de dos años, que es lo habitual. En su opinión, el que la inflación a un año se desvíe muy significativamente de la meta se puede estar traduciendo en un efecto indexación, que en vez disminuir, como ha sido el caso en los últimos quince años, podría persistir.

En segundo término, se refiere al gráfico de la lámina N° 56, que da cuenta de la diferencia entre inflación de bienes e inflación de servicios SAE. En su opinión, es preciso hacer un esfuerzo mayor en tratar de desglosar ambos componentes con el fin de determinar la medida en que la desinflación proyectada respondería a una caída de precios de bienes o a menores precios de servicios.

Comenta que a partir del análisis expuesto es posible inferir que tanto la persistencia de la inflación como su caída hacia adelante descansan en la desaceleración de la inflación de servicios, influida por un mercado laboral que se verá fuertemente debilitado, o en que la inflación de bienes, que registra valores históricamente altos, caerá en términos de tasa de crecimiento como consecuencia de un tipo de cambio estable.

Enfatiza que esta es una discusión muy relevante; que, a su juicio, no hay antecedentes suficientes para identificar y evaluar dónde están los riesgos; y que se requiere contar con información detallada por componente para poder hacer los matices que corresponde.

Con todo, sostiene que si bien la cifra de inflación es negativa, hay que ponderarla en su justa medida. Expresa que el mayor riesgo desde el punto de vista del desanclaje de expectativas podría ser abordado a partir del ejercicio presentado, reconociendo que la inflación permanecerá alta por muchos meses, que el desvío de expectativas es mayor, y que, por lo tanto, estamos acumulando un riesgo de desanclaje.

Al finalizar su intervención, manifiesta que su preocupación mayor radica en que la información que subyace a esta presentación y al último IPoM da cuenta de que la desaceleración de la actividad no está generando holguras que sean muy desinflacionarias, panorama que consigna como un gran cambio que, en lo personal, ha ido asumiendo en los últimos trimestres.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que el gran tema es la inflación y que la discusión respecto del desanclaje de expectativas es un tema continuo que no debe ser minimizado. En ese sentido, califica como positivo que el Banco lo haya consignado como el tema líder en el Informe de Política Monetaria del mes de septiembre.

En su opinión, es importante que el Banco lo mencione y se haga cargo de él, porque tendrá mayores efectos sobre las expectativas.

Al respecto, enfatiza que estamos viviendo una situación más compleja. Recuerda que en el IPoM de marzo ajustamos nuestras expectativas de inflación fuertemente al alza, ubicándolas en 3,6%, lo que sorprendió al mercado, que en su mayoría la situaba bajo 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La compensación *swap* 1 en 1, en tanto, no muestra variación alguna. Luego, llama a ser cautos al argumentar que el mensaje entregado recientemente por el Banco podría haber reforzado el desanclaje de expectativas, en atención a que simplemente se está reconociendo una realidad y tomando medidas para evitar efectos indeseados sobre la economía.

Finalmente, señala que sería interesante revisar el tema relativo a la Regla de Taylor, planteado por el Consejero Joaquín Vial. A este respecto, hace referencia a su reciente participación en el grupo *Small and Open Economies* del BIS, integrado también por representantes de países con tipo de cambio flexible como Israel, Noruega, Islandia e Irlanda, oportunidad en que pudo concluir que nuestra tasa de interés real a un año —y considerando las expectativas de inflación a ese mismo plazo—, es por lejos la más baja entre las economías que componen dicho grupo, lo que da cuenta de que nuestra TPM ha sido muy expansiva y que ha estimulado la demanda interna. Acota que si bien desconoce si estamos por debajo de la Regla de Taylor, nuestras tasas de interés reales de corto plazo, que son más representativas de la política monetaria, son ciertamente menores que en las demás economías latinoamericanas.

El señor Alberto Naudon señala que el cambio en las expectativas de inflación es motivo de preocupación, porque más allá de su volatilidad, se intensificaron este mes debido a la permanencia en el tiempo de los altos registros inflacionarios.

Precisa que el que las expectativas de inflación aumenten no es sinónimo de desanclaje; que se advierte una sensación de que la inflación es más alta, que ha tendido a incidir en su persistencia y dificulta su descenso; y que utilizar el término desanclaje da una connotación más fuerte que la que se pretende dar.

Manifiesta no compartir lo expresado en cuanto a que el último IPoM haya incidido directamente en el aumento en las expectativas inflacionarias del mercado. En su opinión, el mercado más bien ha ido cambiando su visión en cuanto a que el tamaño de la brecha y su efecto son menores, porque en dicho Informe se consignó una brecha muy distinta de la que tenían algunos analistas.

Por otra parte, según se desprende de conversaciones sostenidas con algunos analistas de la plaza, la sorpresa inflacionaria de agosto estaría asociada mayormente al componente SAE que a frutas y verduras, como fue el caso de la proyección interna. Agrega que la visión del mercado da cuenta de mayor inflación por segundo mes consecutivo y, por tanto, hay una preocupación genuina en el mercado en cuanto a que la inflación será más persistente que la anticipada tres meses atrás, lo que se refleja en las encuestas.

Señala que en materia de seguros de inflación, cuesta entender que el mercado vea una fuerte corrección de la inflación en los próximos doce meses, porque ello significaría pasar de una inflación anual de 5 a 3% en dicho plazo. Hace notar que las encuestas reflejan una caída de la inflación a 3,5% en los próximos doce meses y, curiosamente, su mantención en dicho nivel por los doce meses siguientes, en un contexto en que el mercado es más pesimista que nosotros en materia de actividad para el próximo año. En su opinión, una de las explicaciones posibles —que se está analizando— es que la persistencia de la inflación en un ciclo marginalmente benigno como el actual es mayor que la persistencia promedio, en parte porque el ajuste del mercado del trabajo es mucho más gradual.

Asimismo, hace presente que las estimaciones internas incluyen episodios históricos donde el ajuste de la actividad ha sido importante, lo que de alguna forma podría estar dando una señal equivocada respecto de la persistencia de los procesos inflacionarios. De ahí la relevancia de determinar el impacto sobre las expectativas a uno y dos años.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Resalta que se reconoce una alta persistencia de la inflación y un bajo impacto de la brecha en su reducción; y que su convergencia se explica porque los efectos base asociados al tipo de cambio que subyacen al aumento de la inflación de bienes se disipan en un horizonte de doce meses, provocando una fuerte caída de la inflación hacia el año 2017, no así en 2016.

El señor Alberto Naudon indica que la reciente apreciación del tipo de cambio y la caída del precio del petróleo son elementos que contribuyen a la convergencia; que hay riesgos de corto plazo, como la situación de Brasil y China y la decisión de la Reserva Federal; y que a mediano plazo, el riesgo de mayor persistencia será objeto de mayor monitoreo.

En relación con la TPM, estima delicado validar el alza de 50 puntos base que consigna el mercado, mayor que el que se estima necesario internamente, considerando especialmente que las actuales condiciones de demanda y de actividad son algo peores en el margen y los riesgos son no menores en materia del mercado del trabajo.

En cuanto a la Regla de Taylor, señala que su impresión es que la política monetaria es más expansiva de lo que esta sugiere, comprometiéndose a realizar el ejercicio sugerido.

A modo de comentarios finales, indica que el principal ajuste consignado en el último IPoM corresponde al del sector minería, cuya proyección de crecimiento en diciembre de 2014 se ubicaba en torno a 4%, mucho mayor que lo que se prevé en la actualidad. Agrega que para el PIB Resto, se estimaba entonces una tasa de crecimiento anual en torno a 3%, y terminará el año con un registro algo por sobre el 2%.

Al no formularse otros comentarios y siendo las 13:55 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° 226, incorporándose a esta Sesión el Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de marzo de 2016 se efectuará el día jueves 17 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Alberto Naudon inicia su intervención señalando que los antecedentes conocidos desde el cierre estadístico del IPoM del mes de septiembre, en particular el alto registro inflacionario de agosto y el movimiento al alza en distintas medidas de expectativas de inflación de mediano plazo, confirman la preocupación mencionada en las últimas minutas de opciones respecto de la persistencia de la inflación en niveles elevados y sus efectos negativos sobre las expectativas de mediano plazo para dicha variable.

Como se discutió con ocasión de dicho Informe, expresa que los antecedentes acumulados en el último tiempo son coherentes con una política monetaria menos expansiva, que considere un aumento de entre 50 y 75 puntos base en los meses que siguen. En este contexto, manifiesta que la disyuntiva relevante para la Reunión de hoy es si las noticias en el margen justifican o no adelantar el inicio de dichos aumentos respecto de lo comunicado en esa ocasión como escenario más probable, esto es, un aumento de tasas hacia fines de este año o inicios del siguiente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En línea con lo anterior, y al igual que lo planteado en la Reunión pasada, indica que la Gerencia de División Estudios considera que las opciones de política relevantes para esta Reunión son subir la TPM en 25 puntos base y llevarla a 3,25% o mantenerla en 3%, aunque estima que a partir de la discusión del IPoM es evidente que en ambos casos el sesgo debería ser al alza, ya que, independientemente de la opción que se adopte, en el escenario más probable serán necesarias alzas adicionales de TPM en el corto plazo.

Respecto de los datos aparecidos con posterioridad al cierre estadístico del IPoM, consigna que el análisis de la Gerencia de División Estudios es que, en líneas generales, estos se enmarcan dentro del escenario de baja actividad y mayor inflación presentado en el dicho Informe. Incluso, si bien el registro de inflación del mes de agosto estuvo por sobre las proyecciones internas, la sorpresa estuvo casi totalmente asociada a algunos componentes muy volátiles, toda vez que la inflación subyacente evolucionó en línea con lo esperado. Sin embargo, hay dos desarrollos recientes que se consideran importantes de destacar.

Por una parte, a pesar de que las distintas medidas de expectativas de inflación a un año siguen considerando una importante reducción de la inflación anual en ese plazo —las medidas a un año muestran expectativas que fluctúan entre 3 y 3,7%, bien por debajo del 5% actual—, las expectativas a dos años han aumentado, con una masa relevante de encuestados y varios instrumentos financieros que indican que la convergencia de la inflación al 3% no ocurriría dentro del horizonte de política. Por otra parte, si bien las diversas encuestas sugieren que el mercado espera una trayectoria para la TPM similar a la propuesta en el IPoM del mes de septiembre, la trayectoria implícita en el precio de los activos financieros señala una reducción del estímulo monetario mayor y más anticipada que la considerada en dicho Informe. Expresa que ambos desarrollos son relevantes para la evaluación de las opciones de política.

Respecto de la evolución de las expectativas de inflación de mediano plazo, plantea que es evidente, como se ha mencionado en ocasiones anteriores, que un aumento de las mismas por sobre el objetivo de 3% constituye un riesgo relevante para la trayectoria de inflación, el que de materializarse acotará de manera significativa los espacios para llevar adelante una política monetaria contracíclica. Agrega que en el contexto actual, donde es indudable que la política monetaria está siendo bien expansiva, como se desprende de las bajas tasas reales, los datos de inflación y de expectativas de inflación implican que este riesgo ha aumentado, especialmente si se considera que algunos indicadores sugieren que, en el presente ciclo, la persistencia de la inflación podría ser algo mayor que lo estimado previamente.

No obstante lo relevante de este fenómeno, la Gerencia de División Estudios considera que ciertos factores que acotan este riesgo siguen presentes, especialmente si se compara con episodios pasados. En particular, se estima que, de mantenerse las expectativas de inflación a mediano plazo bien ancladas, no hay evidencia de mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo. De hecho, 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. De este modo, si bien es cierto que la evaluación de las holguras de capacidad presentadas en septiembre no indica que estas holguras estén contrapesando de manera relevante la mayor inflación derivada de la depreciación del peso, también señalan que en el mediano plazo no serán fuente de presiones adicionales sobre la inflación.

En cuanto a la trayectoria implícita en los instrumentos financieros para la TPM, que contempla una reducción no solo más anticipada, sino también mayor del estímulo monetario respecto del escenario base del IPoM, la Gerencia de División Estudios considera que podría infligir un costo adicional a la actividad, y con ello a la inflación de mediano plazo, especialmente en un contexto donde los riesgos a la baja para la actividad provenientes tanto



BANCO CENTRAL DE CHILE

el escenario externo como del interno han aumentado y donde las condiciones financieras externas se han vuelto menos holgadas, lo que podría afectar de manera más intensa a las tasas de más largo plazo.

En este contexto, hace presente que el análisis interno sugiere que la evolución reciente de las expectativas de inflación a mediano plazo hace recomendable anticipar el retiro del estímulo monetario respecto de lo planteado en el IPoM, pero que se debe cuidar que la comunicación no valide una trayectoria de tasas futuras mucho más restrictiva que la considerada en ese Informe. En este contexto, cree que un alza de TPM hoy, contrario a lo esperado por la gran mayoría del mercado, podría entenderse como que el Consejo considera que el análisis del reciente IPoM ha quedado obsoleto a las pocas semanas, validando la necesidad de una trayectoria para la TPM esencialmente distinta de la supuesta en dicho Informe.

El señor Alberto Naudon manifiesta que por las razones antedichas, el *staff* favorece la opción de mantener la tasa en 3%, incluyendo un claro sesgo al alza que señalice que, en línea con el análisis del IPoM del mes de septiembre, la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de proyección requiere disminuir el elevado estímulo monetario actual, lo que, sin embargo, se estima que ocurrirá de manera algo más rápida que lo previsto en dicho Informe.

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

El Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco señala que en los últimos meses, las condiciones externas relevantes para Chile se han vuelto más adversas; que distintos indicadores de actividad de China muestran que su economía se sigue desacelerando y crece por debajo de lo que se esperaba; que los precios de los *commodities*, y del cobre en particular, si bien se han recuperado desde sus niveles mínimos este año, siguen por debajo de lo que se preveía hace un tiempo; y que los mercados financieros mundiales siguen presentando alta volatilidad. Agrega que en la región, la situación de Brasil es particularmente preocupante, ya que la rebaja de su estándar crediticio por parte de Standard and Poor's puede tener impacto en los flujos de capital hacia todas las economías de esta zona.

En el plano local, indica que si bien la inflación del mes de agosto sorprendió al alza, gran parte de la variación del IPC se explicó por componentes volátiles; que en el último mes, y a pesar de las turbulencias externas, el tipo de cambio se ha tendido a apreciar y el precio del petróleo ha caído; y que las expectativas de inflación, si bien aumentaron en un horizonte de un año, siguen bien ancladas en 3% en el horizonte de política.

Expresa que el mercado laboral no muestra grandes holguras, debido principalmente a la prociclicidad que ha exhibido la fuerza de trabajo en esta coyuntura. Sin embargo, el crecimiento se sigue mostrando débil, a pesar del importante estímulo proveniente tanto de la política fiscal como de la monetaria. En el caso de la política fiscal, informa que el Ministerio de Hacienda ha planteado la necesidad de comenzar un proceso de consolidación importante en las siguientes discusiones presupuestarias, de manera de converger gradualmente hacia una situación de mayor equilibrio estructural. Anticipa que este proceso de consolidación le restará impulso a la economía, con el consiguiente impacto sobre las presiones inflacionarias. Dado lo anterior, manifiesta que la política monetaria tiene aún un rol importante que jugar en impulsar la economía y reducir los costos del ajuste al nuevo escenario externo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco 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 han motivado una valiosa discusión en la sesión de la mañana de la presente Reunión.

Indica que, en su opinión, el escenario del reciente IPoM sigue siendo válido, lo que implica, como se ha señalado públicamente, el inicio de un proceso gradual de normalización del significativo estímulo monetario vigente en un plazo relativamente pronto. Como es habitual en el esquema de política monetaria que sigue el Banco Central, plantea que el elemento clave para que la inflación converja al centro del rango meta hacia fines del horizonte de dos años que el Consejo ha establecido, es que la TPM tenga una trayectoria congruente con dicha proyección de inflación. Así, no debiese extrañar entonces el mensaje del IPoM en cuanto a que en una perspectiva a esos horizontes debiese esperar, como supuesto de trabajo, una normalización de la TPM hacia una instancia más neutral.

Señala que desde la divulgación del IPoM a la fecha se han observado dos noticias relevantes, que han sido ya mencionadas por la Gerencia de División Estudios. En primer lugar, por el lado de la inflación, aquella que la lleva a ubicarse por sobre lo previsto en el corto plazo, pero sin modificar, en su opinión, nuestra visión de qué es lo que determina el proceso inflacionario hacia el mediano plazo implícito en las proyecciones de dicho Informe. Expresa que esto es consecuencia natural de que las proyecciones internas de inflación subyacente han sido particularmente acertadas, y que la sorpresa del mes de agosto se concentró prácticamente de forma exclusiva en aquellos componentes más volátiles, como las frutas y las verduras.

En segundo lugar, consigna que los distintos indicadores de expectativas privadas relativos a la conducción de la política monetaria de aquí en adelante se han ajustado. En efecto, las encuestas de analistas y operadores se alinearon de manera bastante cercana con el mensaje del IPoM, pero los precios de activos tuvieron una reacción más acentuada.

Manifiesta que este conjunto de antecedentes lo motiva a preferir la opción de mantener la TPM en 3%, puesto que un incremento llevaría a una lectura, en su opinión equivocada, de que el escenario del IPoM ya no es válido y que se requiere un ajuste monetario bastante más intenso que lo señalado por el Banco públicamente alrededor de ese Informe. Plantea que esta validación de expectativas implícitas en los precios de activos implicaría alrededor de 50 puntos base de mayor TPM que la implícita en toda la trayectoria del horizonte de proyección consignada en el IPoM, lo que tendría un efecto de similar magnitud en las proyecciones de crecimiento del 2016, con un efecto algo más acotado en inflación. Agrega que si bien se puede plantear escenarios de riesgo donde eso sea un ajuste monetario adecuado, es una desviación significativa del escenario base que no estima esté materializándose.

En razón de lo expresado precedentemente, el Consejero señor Pablo García manifiesta que su voto es por mantener la TPM en 3%, con la inclusión de un sesgo que señalice que es altamente probable un alza de tasa en el corto plazo. Acota que ello, de todos modos, es algo que, en su opinión, es compatible con el escenario del IPoM, tal como fue presentado al público.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial agradece el análisis y las opciones presentadas por la Gerencia de División de Estudios, que se han visto enriquecidos además por nuevos aportes respecto de las perspectivas de inflación.

Señala que en esta ocasión prácticamente no hay novedades en relación con la actividad y el empleo respecto del IPoM, por lo que la información nueva en el plano local es la sorpresa negativa en inflación, que en todo caso se concentra en el componente más volátil del IPC, y los ajustes en mercados financieros y en expectativas a esa noticia, al impacto de dicho Informe y a las novedades internacionales.

Plantea que en el ámbito externo, se mantienen los principales focos de volatilidad, que son el inicio de las alzas de la tasa de interés por la Reserva Federal y el menor dinamismo de China, a lo que se agrega la baja en la calificación de riesgo de Brasil por una agencia de *rating* y un alza sorpresiva en la TPM por parte del Banco Central de Reserva de Perú.

En este cuadro, considera que lo más complejo es la evolución de la inflación. A este respecto, manifiesta que en la Reunión anterior, el Consejo destacó la preocupación porque la convergencia a la meta se había postergado; que después del dato de agosto, las proyecciones de inflación en doce meses han vuelto a subir, lo que además coincide con un aumento en las expectativas de inflación, que se observa tanto en los precios de mercado como en la distribución de frecuencias de las diversas encuestas.

En estas circunstancias, estima que el mayor riesgo radica en que nuevas sorpresas inflacionarias consoliden expectativas de inflación alta por un tiempo más prolongado. Sostiene que dichas sorpresas pueden tener múltiples causales: alzas puntuales de alimentos, nuevas depreciaciones del peso derivadas, por ejemplo, de un alza de la tasa de interés de la Reserva Federal, o un ajuste de los salarios nominales más lento que lo que supone nuestra proyección. Expresa que ninguno de estos elementos es parte del escenario base de proyección, pero cada uno de ellos tiene probabilidades relevantes.

Tal como se planteó en la RPM anterior, señala que si se consolidan expectativas de inflación más elevadas, el ajuste monetario deberá ser más abrupto y costoso en términos de actividad y empleo, razón por la que es necesario anticiparse a ese evento. A su juicio, a la luz de los nuevos datos, parece recomendable comenzar a subir las tasas de interés ahora.

En su opinión, existe ciertamente un riesgo de que una acción de este tipo sea interpretada como una confirmación de la trayectoria de tasas de interés que señalan los precios de activos financieros en distintos plazos, que a juicio del Consejo va más allá de lo necesario. Sin embargo, cree que una acción de este tipo, que se adelanta a lo que el mercado anticipa, hace menos probable un ajuste de tasas de la magnitud que proyectan hoy los mercados financieros. Considera que eso se podría comunicar sin grandes problemas.

Atendido lo expresado, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que su voto es por subir la TPM 25 puntos base a 3,25%, incorporando un sesgo al alza, pero señalando que este adelantamiento debería contribuir a evitar que las tasas de interés suban tanto como lo anticipa hoy el mercado.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor Sebastián Claro plantea que el Informe de Política Monetaria publicado a comienzos del mes de septiembre establece algunos lineamientos que son centrales para comprender la actual situación macroeconómica y establecer un curso para la política monetaria. A su juicio, destacan en esta evaluación los siguientes aspectos.

En el ámbito externo, la gradual recuperación de los países desarrollados, especialmente de Estados Unidos de América, y el pronto incremento de las tasas en ese país. Independientemente del momento en el que se produzca el alza de tasas por parte de la Reserva Federal, se vive un período de fuerte volatilidad en torno a ese evento. Además, las economías de países en desarrollo se han debilitado, en algunos casos fuertemente, contribuyendo a ello la debilidad en China, que constituye ciertamente un caso de atención *per se*, como también la aparición de ciertos problemas estructurales en algunas otras economías.

Hace notar que se mantiene así una alta volatilidad en los precios de activos, como el de las monedas, y también de las materias primas. En su opinión, estos movimientos deben ser juiciosamente ponderados, toda vez que en el corto plazo pueden provocar movimientos cambiarios relevantes con impactos de corto plazo en inflación, y también pueden anticipar un panorama externo más deteriorado en el mediano plazo.

En el plano interno, resalta el fuerte impacto que ha tenido la depreciación del tipo de cambio en la inflación, en un contexto de una desaceleración importante de la actividad y de la demanda, pero sin que ello haya generado holguras importantes que contribuyan de manera significativa a una menor inflación. Destaca en este sentido la trayectoria de los indicadores del mercado laboral, como la creación de empleo y la trayectoria de los salarios nominales, y también la inflación de servicios. A su juicio, estos antecedentes son coherentes con la evaluación entregada en el IPoM de un menor crecimiento del PIB potencial coherente con una inflación estable.

Manifiesta que la economía atraviesa por una fase de debilidad, reflejada especialmente en la demanda por inversión, tanto en su componente importando como local. Junto con un cambio relevante en las condiciones externas, ello ha requerido una política monetaria decididamente expansiva, que ha facilitado el ajuste de precios relativos y ha permitido suavizar el ajuste en demanda y actividad por el cual ha transitado la economía en los últimos trimestres. Hace presente que las condiciones generales de crédito, las tasas de interés de mercado, y el crecimiento del dinero y las colocaciones nominales en torno a 10% corroboran lo anterior.

Menciona que la evaluación sobre la posición cíclica de la economía, con brechas de capacidad acotadas y ampliándose levemente en los próximos trimestres, y el efecto inflacionario de la depreciación cambiaria, sugieren que aunque la política monetaria deba mantenerse en un modo expansivo en adelante, la convergencia de la inflación a 3% requiere de un alza gradual de la tasa de política monetaria.

Expresa que los datos conocidos en el último mes refuerzan esta visión general. Sin pretender sobreponderar un dato puntual, considera que el registro de inflación del mes de agosto, junto con las cifras conocidas de actividad, empleo y salarios, validan el juicio sobre el nivel de holguras en la economía y el impacto acotado que estas están ejerciendo sobre la inflación, así como el rol que la depreciación cambiaria está teniendo sobre márgenes y precios.

En su opinión, en un contexto de altos registros de inflación, riesgos de una persistencia mayor de esta y expectativas al alza, la validez de evaluar un alza de la TPM hoy toma fuerza, en especial, si se considera que las tasas de interés reales a un año plazo han caído con fuerza en los últimos meses. Advierte que perspectivas de inflación más altas hacia adelante pueden restringir significativamente los grados de libertad de la política monetaria para mantenerse en una posición expansiva por un buen tiempo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que en las últimas comunicaciones con el mercado, el Banco ha dado señales claras respecto de su evaluación de la dinámica inflacionaria, de la posición cíclica de la economía y de la necesidad de aumentar gradualmente la tasa de interés. Hace notar que las últimas cifras confirman y profundizan este diagnóstico.

Plantea que los riesgos al alza en la inflación en el corto plazo y una mayor persistencia de esta continúan, y se han acentuado con los últimos datos; luego, la política monetaria debe hacerse cargo de ello. Habiendo sido explícitos en el IPoM respecto de esta posibilidad, cree que la estrategia de adelantar el alza de tasas a esta Reunión, siendo válida, tiene como principal inconveniente que puede ser interpretada por el mercado como una señal de un aumento de TPM significativamente mayor y más rápido que lo deseable. En otras palabras, resultaría difícil comunicar al mercado un alza hoy sin entrar a cuestionar de manera importante la evaluación del último Informe, lo que no considera correcto y cree, por tanto, es indeseable. A su juicio, se impone la opción de introducir un sesgo que anticipe al mercado la posibilidad de algunas alzas de la tasa de política monetaria en los meses venideros, a no ser que noticias excepcionales sugieran lo contrario.

En razón de lo expresado precedentemente, el Vicepresidente señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por mantener la TPM en 3% y por introducir un sesgo al alza.

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

Indica que en el ámbito externo, sigue la incertidumbre en China y otros emergentes, pero en la actualidad el foco está en la decisión de la Reserva Federal de esta semana.

En lo concerniente al frente interno, señala que las noticias de inflación siguen sorprendiendo negativamente, mientras que la actividad y el empleo, si algo, lo hicieron positivamente. En todo caso, se espera que estas últimas dos variables muestren algún deterioro en los meses que vienen.

Expresa que la Reunión de hoy es particularmente importante, porque el Consejo tiene dos opciones que, en su opinión, son válidas y ninguna se impone claramente sobre la otra. Acota que hay razones para inclinarse por una y otra, lo que no hace fácil la decisión.

Hace presente que la opción de mantener la tasa se basa primordialmente en sostener una cierta coherencia con el IPoM, sin reaccionar a datos que pueden ser puntuales ni validar una curva de tasas de interés muy por sobre la que teníamos en dicho Informe. También, en que las expectativas a dos años siguen ancladas en 3%, más allá de algunas mediciones que muestran algún aumento en estas expectativas. Por último, en que si bien la brecha es pequeña y no esperamos que se amplíe en forma significativa, ayudará en algo a mitigar futuras presiones inflacionarias. Agrega que en nuestro escenario tampoco hay una depreciación significativa del peso a futuro.

Plantea que la opción de subir dice relación con que ya es evidente que para que la inflación converja a 3% en el horizonte de proyección es necesario retirar algo del significativo impulso monetario actual; que mientras antes se haga esto, damos una señal mayor de nuestra vocación antiinflacionaria; que los riesgos de una depreciación adicional con efectos sobre la inflación no son menores; que, aunque aún no importantes, hay algunos indicios de expectativas a dos años que se han ido moviendo hacia arriba, lo que en sí constituye un riesgo para nuestro objetivo inflacionario; que la inflación, por ya un año y medio arriba de la parte superior de nuestro rango meta, es en sí un riesgo para las expectativas inflacionarias; que la brecha es pequeña y no ayudará mucho en el proceso antiinflacionario;



BANCO CENTRAL DE CHILE

que los salarios y costos laborales unitarios siguen creciendo por arriba de los compatibles con una inflación de 3%; y que el mercado laboral sigue dinámico. Finalmente, y no menos importante, que el impulso monetario que actualmente hemos dado a la economía es sustancial y que en este escenario puede ser excesivo para el logro de nuestro objetivo.

En su opinión, son argumentos contundentes en ambos sentidos, por lo que más allá de si se decide o no subir la TPM en esta Reunión, el Comunicado debe ser muy claro en cuanto a que, en un horizonte muy próximo, esa será la dirección de la política. En otras palabras, debe haber un sesgo claro de aumento de tasas.

Reitera que una ventaja de la opción de aumentar la TPM hoy es que muestra una decisión muy clara de no permitir sorpresas inflacionarias a mediano plazo y así reducir los riesgos que la actual situación conlleva. Con todo, cree que un sesgo claro en el sentido de no dejar dudas que transitaremos en esa senda es un sustituto de aquello, con las ventajas mencionadas previamente.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara se adhiere a la opción de mantener la TPM en 3%, en el entendido que se modificará el sesgo del Comunicado en la dirección antedicha.

En consecuencia, conforme a lo manifestado por los señores Consejeros, el Presidente señor Rodrigo Vergara señala que se acuerda por tres votos a favor y uno en contra, mantener la Tasa de Política Monetaria en 3% anual.

Como es tradicional para el caso de producirse votos disidentes, el Presidente señor Rodrigo Vergara consulta al Consejero señor Joaquín Vial si desea sumarse a la votación de la mayoría de los señores Consejeros y, en ese sentido, el Consejero señor Joaquín Vial reitera su decisión de mantener su voto en orden a aumentar la TPM en 25 puntos base, a 3,25% anual.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por tres votos a favor y uno en contra, 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° 226-01-150915 - 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. Destacan los riesgos relacionados con los desarrollos de la economía china, la incertidumbre acerca de la próxima decisión de la Reserva Federal y el deterioro del escenario para América Latina, en particular Brasil. La volatilidad se ha manifestado también en los precios de las materias primas, especialmente del petróleo y, en menor medida, del cobre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo interno, el IPC de agosto sorprendió al alza, mayormente por sus componentes más volátiles. Con ello, la inflación anual alcanzó a 5%. La inflación subyacente —IPCSAE— no tuvo mayores sorpresas respecto de lo previsto. Las expectativas de inflación aumentaron en algunos plazos. Su evolución se seguirá monitoreando con especial atención. Por su parte, la actividad y la demanda siguen débiles, y los indicadores de confianza se volvieron más pesimistas. La creación de empleo privado y el crecimiento anual de los salarios no muestran mayores cambios respecto del mes previo.

En línea con el IPoM de septiembre, el Consejo considera que la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política requerirá reducir el elevado estímulo monetario actual. Dados los antecedentes recientes, se prevé que este proceso comenzará en el corto plazo. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, acorde con la meta de inflación.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17:10 horas.

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Vicepresidente

RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente

PABLO GARCÍA SILVA
Consejero

JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero

JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe

ALEJANDRO MICCO AGUAYO
Subsecretario de Hacienda