



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 212 celebrada el día martes 15 de julio de 2014

En Santiago de Chile, a 15 de julio de 2014, 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 señor Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards, don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste a esta Sesión el Subsecretario de Hacienda, señor Alejandro Micco Aguayo.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Juan Pablo Araya Marco;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas Subrogante,
don Francisco Ruiz Aburto;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
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;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia,
doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia,
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° 212, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2015 se celebre el día jueves 15 de ese mes.



A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann para efectos de que presente el escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de índole político que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, consigna que el Fondo Monetario Internacional señaló que la actividad económica tenderá a fortalecerse en la segunda mitad del año, aunque el impulso podría ser más débil que lo esperado; y que los países deberían estimular su crecimiento con inversiones en infraestructura, educación y salud, pero con deuda externa y pública sostenible.

En cuanto a Europa, comenta que el ex Primer Ministro de Luxemburgo, señor Jean-Claude Juncker, fue elegido Presidente de la Comisión Europea, lo que fue ratificado en el día de hoy a pesar de la oposición de Inglaterra.

Agrega que en Japón, el Primer Ministro señor Shinzo Abe anunció la denominada "tercera flecha" de las reformas que se orientan a impulsar el crecimiento económico, cuyas medidas contemplan desde recortes de impuestos corporativos hasta un rol más importante de mujeres y trabajadores extranjeros.

En relación con las economías emergentes, indica que el próximo 30 de julio vence el plazo para que el gobierno argentino evite un *default* técnico; por lo tanto, se encuentra en proceso de negociación con los *holdouts*, quienes manifestaron su disposición a concederle un plazo mayor para llegar a acuerdo. Los inversionistas de bonos en euros, en tanto, que se encuentran bajo la jurisdicción de las leyes del Reino Unido, buscan anular la decisión del Juez de la Corte del Distrito Sur de Nueva York de prohibir también el pago a los tenedores de estos bonos.

Hace presente que los BRICS anunciaron la creación de un banco de desarrollo, lo que por ahora parece ser una señal de carácter político.

Agrega que Ucrania y Rusia han desarrollado negociaciones mientras continúan algunos enfrentamientos, y que Ucrania firmó un acuerdo económico con la Unión Europea.

Asimismo, menciona que en Medio Oriente persisten las tensiones y que han disminuido en Irak, lo que se ha traducido en una leve caída del precio del petróleo.

A título de último hecho destacado del mes en esta materia, señala que en Indonesia, los resultados de las elecciones presidenciales aún no arrojan un ganador, pero aparentemente habría sido elegido el candidato que tiene una posición más abierta frente al mercado.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, informa que las tasas de interés de largo plazo se muestran estables en Estados Unidos de América y en la Zona Euro, y que las paridades muestran movimientos mixtos. Añade que las bolsas de valores también exhiben movimientos mixtos, con aumentos importantes en países latinoamericanos y algunos retrocesos en Europa, y que en línea con ello, los premios por riesgo en esta región han aumentado, en parte por indicadores de actividad algo más débiles, pero también por una mayor preocupación por la banca portuguesa, que pudiese extenderse a los sistemas bancarios de los países periféricos. Acota que ello ha tendido a moderarse en lo más reciente.



En segundo término, informa que comenzó la entrega de resultados de empresas del segundo trimestre del 2014, que han sido relativamente positivos en Estados Unidos de América y han dado algún impulso al mercado bursátil de esa economía. En la Zona Euro, en cambio, se esperan resultados menos favorables.

Hace presente que la exposición del banco portugués Espirito Santo a préstamos de baja calidad ha impactado el mercado financiero europeo. En todo caso, comenta que de acuerdo con información reciente, dicha exposición sería acotada y no comprometería su solvencia.

En materia de política monetaria, destaca el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras; que de acuerdo con lo consignado en la última minuta de la Reserva Federal, el *tapering* finalizaría en el mes de octubre; y que tanto Suecia como Perú recortaron sorpresivamente sus tasas de política monetaria, TPM, en 50 y 25 puntos base, respectivamente.

Asimismo, comenta que el Banco de Inglaterra anunció la introducción de límites a los créditos hipotecarios, y que el Banco Popular Chino extendió el recorte de reservas a algunos bancos para estimular el crédito.

Consigna, además, que Standard & Poor's mejoró las perspectivas para el Reino Unido a estable y redujo en un *notch* la clasificación de Sudáfrica y Argentina, a BBB- y CCC-, respectivamente. Moody's, en tanto, redujo a negativa la perspectiva de los principales bancos de Canadá, que igualmente están clasificados en AAA y tienen una posición bastante solvente, y aumentó la calificación de Perú en dos *notchs*, a A3, con perspectiva estable.

A título de último hecho destacado del período en materia de mercados financieros, menciona que en el día de hoy, la Presidenta de la Reserva Federal señora Janet Yellen señaló ante el Senado de su país que la política monetaria responderá a los datos que se vayan conociendo, y formuló una advertencia respecto de la valorización de algunas empresas del área de tecnología, que se tradujo en una significativa caída en la cotización de las acciones de Facebook y Twitter.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que el sorpresivo recorte de la TPM acordado por el Banco Central de Suecia y que alcanzó a 50 puntos base, respondería a consideraciones de tipo financiero, específicamente al alza de tasas producto de la preocupación por la estabilidad financiera de ese país y a un ajuste muy significativo en su economía real. En su opinión, sería conveniente analizar en qué medida las consideraciones que tienen relación con la estabilidad financiera debieran o no estar incorporadas en el manejo tradicional de la política monetaria.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición haciendo referencia a las tasas de interés de largo plazo. Sobre el particular, resalta que en Estados Unidos de América, las tasas de los bonos de gobierno a 10 años no mostraron mayor variación en el último mes, mientras que en Alemania continuaron retrocediendo, aumentando con ello la brecha entre las tasas en dólares y en euros que se ha observado desde el año pasado. Hace presente que esta mayor divergencia es reflejo de políticas monetarias en estados claramente distintos, donde Estados Unidos de América comienza a mostrar señales de retiro del estímulo monetario, mientras que en la Zona Euro se advierten necesidades de uno mayor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por su parte, en las economías emergentes, las tasas a 10 años plazo en moneda local exhibieron movimientos mixtos, pero acotados, excepto en Perú, donde tendió a caer, en línea con el recorte de la TPM acordado en el último mes.

En cuanto al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior, reitera que las bolsas de valores presentaron movimientos mixtos. En efecto, las plazas bursátiles de América Latina registraron alzas, en particular las de Perú, México y Chile; las europeas retrocedieron significativamente; y las de Estados Unidos de América aumentaron a propósito de los resultados de empresas conocidos recientemente.

En lo concerniente a paridades, destaca el predominio de las apreciaciones frente al dólar estadounidense, especialmente de las monedas latinoamericanas y de algunos países exportadores de *commodities*, como Nueva Zelanda y Canadá. El peso chileno, en tanto, exhibió una relativa estabilidad durante el mes, cerrando el periodo con una leve apreciación.

A continuación, y como es habitual, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de condiciones financieras que se contiene en la lámina N° 8 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; *spreads* corporativos; *spreads* soberanos y CDS *spreads* respecto del promedio correspondiente al periodo comprendido entre el mes de abril de 2004 a la fecha. Sobre este aspecto, alude nuevamente a la depreciación del dólar y al predominio de las apreciaciones de las monedas latinoamericanas y de Asia emergente, y hace notar que los movimientos se concentraron en las primeras semanas del periodo y fueron más acotados en la última semana.

Por otra parte, expresa que los premios por riesgo no registraron mayor variación en el último mes, observándose leves caídas en algunas economías emergentes, un predominio de alzas marginales en las economías de la periferia de Europa y mayor riesgo en Portugal debido a las tensiones en su industria bancaria.

Con respecto a los flujos de capitales, señala que las entradas de capitales hacia las economías emergentes se moderaron en las últimas semanas, en particular en América Latina, y que en México se registró una ligera salida.

En materia de condiciones financieras, consigna un deterioro en el margen en Europa, con un aumento de los premios por riesgo asociado a la mayor incertidumbre respecto de la banca de las economías periféricas de la región, mientras que en Estados Unidos de América registraron una mejora en el margen, con alzas moderadas de las bolsas de valores.

El señor Sergio Lehmann alude a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer lugar, comenta que los datos de corto plazo fueron menos favorables durante el mes.

En segundo término, precisa que en Estados Unidos de América, la tercera entrega del PIB correspondiente al primer trimestre del año dio cuenta de una corrección a la baja a -2,9% trimestre/trimestre anualizado, inferior a lo anticipado. Sin embargo, el mercado laboral mantuvo cierto dinamismo, ya que la tasa de desempleo disminuyó a 6,1% y se crearon 288 mil empleos.

En cuanto a Europa, informa que el PIB del primer trimestre, de 0,7% trimestre/trimestre anualizado, estuvo en línea con el mayor dinamismo de la demanda interna.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, destaca que en Japón, el comercio registró un rebote mayor que lo anticipado luego de la caída observada tras la materialización del alza de impuestos en el mes de mayo último.

En lo que respecta a China, hace notar que después de cinco meses, las perspectivas industriales se ubicaron nuevamente en la zona de expansión, y que el gobierno sugirió que el crecimiento de la actividad habría sido positivo en el segundo trimestre del 2014.

Por último, manifiesta que la inflación registró movimientos mayormente al alza en América Latina y que en la Zona Euro persisten las expectativas de baja inflación.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann presenta el cuadro que resume las distintas cifras esperadas y efectivas de actividad en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. Consigna que Estados Unidos de América exhibe una situación mixta, con un crecimiento en el primer trimestre inferior al previsto y ventas minoristas también algo menores que lo anticipado, pero una producción industrial y mercado laboral bastante sólidos y ventas de viviendas que se recuperan significativamente.

La Zona Euro, en tanto, exhibe datos más bien negativos, particularmente las ventas minoristas y la producción industrial alemana.

En Japón, reitera que las ventas minoristas experimentaron un manifiesto rebote tras la caída registrada producto de alza del IVA en el mes de mayo.

Por último, destaca el aumento de las ventas minoristas en China, como también el de las exportaciones e importaciones; no obstante, el alza de las cifras de comercio exterior fue menor que lo previsto.

En materia de perspectivas, menciona que el ISM manufacturero de Estados Unidos de América se ubicó en 55,3, ligeramente por debajo de lo anticipado; y que el PMI manufacturero de la Zona Euro disminuyó desde 52,2 a 51,8, dando cuenta de un menor dinamismo de la región, en parte importante por la visión algo más moderada respecto de Alemania.

Añade que en Japón, la confianza de los consumidores y el PMI manufacturero mejoraron, pero las encuestas Tankan y Eco Watchers reflejan un grado de moderación en el crecimiento hacia la segunda mitad del presente año.

En términos agregados, indica que en las economías avanzadas, las perspectivas manufactureras y de servicios se muestran estables; y que en las emergentes se advierte una recuperación si se incluye a China y una caída al excluirla. Agrega que la confianza de los consumidores exhibe una mejora marginal en las economías avanzadas y un deterioro en las emergentes.

En lo que respecta al mercado laboral de Estados Unidos de América, resalta la creación de 288 mil empleos, la caída de la tasa de desempleo a 6,1% y el crecimiento de la masa salarial, medida como empleo más salario, a una tasa algo mayor que la del consumo. Acota que esta positiva evolución del mercado laboral hace presumir un alza en el consumo en los meses venideros.

A nivel sectorial, informa que la creación de empleo se ha concentrado fundamentalmente en el sector servicios, lo que es coherente con el aumento registrado por el ISM servicios; y que ha sido muy marginal en el sector manufacturero, de forma análoga a la evolución del ISM manufacturero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que la duración del desempleo ha tendido a normalizarse. En efecto, en el pasado, aquellos que tardaban menos de cinco semanas en encontrar empleo representaban cerca del 40% de los desempleados, y aquellos que demoraban más de 27 semanas en emplearse alcanzaban al 20% aproximadamente. No obstante, ello se revertió gradualmente, y hoy se observa que quienes se encuentran desempleados por más de 27 semanas han tendido a bajar y aquellos que lo están por menos de cinco semanas han aumentado.

Con relación a la Zona Euro, señala que en términos agregados, la confianza de los consumidores no registró variación en el último mes, mejoró en el Reino Unido, retrocedió levemente en Alemania, y en Francia, Italia y España se advierte un menor pesimismo. Por su parte, los PMI se expandieron, aunque con tendencias mixtas, ya que Francia, Italia y Alemania exhiben mayor debilidad, pero España y el Reino Unido dan cuenta de un mayor optimismo en los últimos meses. Por último, comenta que la inflación continúa en un nivel bastante bajo y, además, con perspectivas a la baja.

Agrega que la producción industrial de la región se ha moderado, lo mismo que las ventas minoristas. Tratándose de estas últimas, resalta su estabilidad en Francia y la moderación en Alemania, así como el derrumbe del consumo en España, en particular a partir del año 2012, y una mejora en lo más reciente,

En cuanto a las proyecciones de crecimiento, informa que las de Consensus Forecast para la Zona Euro dan cuenta de un debilitamiento durante gran parte del año 2013, seguido de un grado de estabilización en el margen y una leve moderación en los últimos dos meses. Tratándose de Alemania, se observa alguna mejora y perspectivas más optimistas para el presente año, aunque podrían ser objeto de revisión atendidas las últimas cifras de crecimiento de esa economía.

Hacia el 2015, no se esperan cambios significativos. En efecto, la proyección de crecimiento para Alemania se mantiene en 2%, mientras que para la Zona Euro se advierte una visión ligeramente más optimista, que se asocia a las medidas de estímulo anunciadas por el Banco Central Europeo algunas semanas atrás.

En cuanto a China, destaca el repunte de las expectativas, en línea con los recientes datos de PMI manufacturero y producción industrial, y el aumento de las exportaciones a la mayoría de las regiones, en particular a la Zona Euro y Estados Unidos de América. Añade que los envíos a Japón y Australia se han moderado, y a América Latina se han recuperado. Tratándose de las importaciones, en cambio, se observa una caída de aquellas desde Estados Unidos de América y Asia, una mantención de la demanda desde América Latina, y una moderación de las importaciones desde Australia.

En lo atinente a América Latina, manifiesta que la producción industrial se muestra débil, pero con algún rebote en México; el desempleo y las colocaciones se mantienen relativamente estables; y la confianza en consumidores da cuenta de algunos rebotes, pero en términos generales no constituyen cifras muy positivas.

En materia de inflación, hace notar que los movimientos son mayoritariamente al alza, debido al aumento de los precios de alimentos. En Estados Unidos de América, el IPC se ha incrementado y supera el 2% anual, mientras que el PCE, que es el deflactor del consumo y la medida que utiliza la Reserva Federal como guía para su política monetaria, es algo menor; sin embargo, se espera una moderación en los próximos meses hasta un nivel levemente inferior a 2%.





BANCO CENTRAL DE CHILE

Tratándose de América Latina, consigna que las perspectivas inflacionarias para el presente año se han revisado nuevamente, de la mano del aumento de precios en Brasil, mientras que para Asia emergente, Europa emergente y las economías desarrolladas se han corregido a la baja, fundamentalmente por las expectativas para Europa. Para el año 2015, en tanto, se advierte una leve revisión a la baja en las proyecciones de inflación de América Latina, en línea con lo que se observa para Asia emergente, Europa emergente y, en algún grado también para las economías desarrolladas.

En lo concerniente a política monetaria, destaca el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y los sorpresivos recortes de 50 y 25 puntos base en Suecia y Perú, respectivamente. Las perspectivas para fines del tercer trimestre, en tanto, dan cuenta de un posible estímulo adicional en Perú y también en Chile, y aumentos en Nueva Zelanda y Colombia.

El Consejero señor Pablo García hace notar que Perú recortó su tasa en 25 puntos base luego de registrar una Imacec del orden de 2% en el mes de abril y de 1,8% en mayo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara considera poco probable que Perú alcance este año la tasa crecimiento esperada, superior a 5%, luego de conocidos los dos últimos datos de Imacec. Por otro lado, señala que desde que fijó su meta de inflación en 2%, la inflación promedio ha sido del orden de 3,3 o 3,4%.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de analizar en detalle el caso de Perú. En su opinión, es probable que su desaceleración esté altamente correlacionada con el ciclo minero, de manera similar a lo que acontece en Chile. Por otro lado, llama la atención sobre la evolución del crédito en ese país, cuya tasa de crecimiento ha aumentado hasta 20%, aproximadamente, y no da cuenta de una política monetaria muy restrictiva. Agrega que a ello se suma un déficit importante en cuenta corriente, generando un cuadro de tensión bastante complejo.

El señor Sergio Lehmann se compromete a presentar un análisis de la economía peruana en una próxima reunión de coyuntura.

En relación con las expectativas en materia de política monetaria, el señor Sergio Lehmann indica que las encuestas a analistas reflejan movimientos muy marginales, no así tratándose del Reino Unido, donde los discursos del Presidente del Banco de Inglaterra señor Mark Carney han tenido cierto impacto en los contratos futuros, que indican un leve retraso en las acciones de política monetaria.

A continuación, hace referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En este aspecto, alude al alza registrada por el precio del cobre de 6,5%, que se asocia principalmente a buenos resultados de las perspectivas manufactureras en China y de empleo en Estados Unidos de América.

En segundo término, expresa que el precio del petróleo retrocedió frente a la Reunión pasada, en línea con la disminución de los riesgos geopolíticos en Irak y Ucrania, y que a ello que se suma el anuncio de Arabia Saudita de suplir cualquier merma en la producción de petróleo iraquí. Además, el gobierno de Libia llegó a acuerdo con los rebeldes para fines de liberar los terminales ocupados y, por lo tanto, el petróleo libio podría volver a los mercados.

0
2



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, comenta que los precios de los productos agrícolas exhibieron bajas en medio de un positivo avance de las cosechas y clima favorable, como también los precios de lácteos y de cereales, como quedó de manifiesto en el índice FAO de alimentos del mes de junio.

En lo concerniente a las principales variaciones de precios observadas desde la última Reunión, destaca el alza del cobre, oro y hierro. No obstante, informa que el oro exhibe un claro retroceso en la presente jornada, que se asocia a una visión algo más optimista de los riesgos geopolíticos.

Asimismo, resalta la caída en el precio de los cereales, que alcanzó a 15% y a 11,2% tratándose del maíz y del trigo, respectivamente, situándolos, de hecho, en los valores mínimos de los últimos cuatro o cinco años.

Por último, precisa que el precio del gas natural disminuyó 10,2%; el de la gasolina, 3,9%; y que el agregado FAO alimentos anotó una caída de 1,8% al cierre del mes de junio.

Con respecto al mercado del cobre, plantea que en línea con indicadores de actividad más positivos para China, las posiciones de especuladores o agentes no comerciales han tendido a alargar sus posiciones, es decir, a apostar menos a favor de una caída en el precio del cobre; y que si bien ello no cambia en lo fundamental la mirada de largo plazo, introduce volatilidad en los plazos más próximos.

Añade que las importaciones de cobre desde China no exhiben un comportamiento muy distinto del observado en años anteriores, pero han tendido a moderarse recientemente, luego de haber aumentado de manera relevante en el mes de abril en términos de monto en dólares.

En materia de crecimiento del consumo de cobre, señala que de acuerdo con el CRU, China ha exhibido una dinámica muy significativa, con un crecimiento de sus importaciones promedio en torno a 10 o 15%. No obstante, se espera que el consumo mundial converja a tasas de crecimiento de 4%, en parte por una menor demanda futura de China, explicada a su vez por una moderación de su inversión.

En cuanto a la demanda de cobre por parte China, informa que el 37,5% de ella se destina a la construcción de infraestructura; el 24,5%, a la construcción de bienes de consumo durables y electrodomésticos; el 11,9%, a transporte y equipamiento; y 6,4%, a construcción de propiedades. Al respecto, hace notar que gran parte de las urbanizaciones ya se ha ejecutado, no así los proyectos de infraestructura y electrificación, atendidas las necesidades que deben ser cubiertas en el interior de China; que el componente asociado a vivienda, si bien no tiene una alta participación en el consumo de cobre, seguirá siendo uno de los más importantes; y que el consumo de bienes durables y de electrodomésticos adquirirá una importancia relativa aún mayor, dado el creciente dinamismo de Estados Unidos de América y también de Europa. En consecuencia, el menor consumo mundial del metal en los próximos trimestres obedecería a una moderación en la dinámica de la inversión en infraestructura, a propósito del plan de las autoridades chinas de rebalancear su demanda interna.

En cuanto al índice FAO alimentos, manifiesta que la disminución registrada en el mes de junio, explicada fundamentalmente por una caída de los precios de lácteos, cereales y aceites, se ha traducido en una trayectoria esperada menor que la observada el mes anterior.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con respecto al precio del petróleo, hace notar que si bien su precio aumentó frente a la Reunión anterior, su trayectoria da cuenta de una moderación en los meses venideros. En materia de gasolinas, los movimientos son bastantes similares, aunque con vaivenes, debido al componente estacional asociado a la demanda en Estados Unidos de América y a los eventuales efectos de huracanes en ese país, que suelen generar interrupciones en la refinación o producción de petróleo.

Al finalizar su exposición, el señor Sergio Lehmann sintetiza los antecedentes expuestos precedentemente.

En primer término, señala que las condiciones financieras internacionales se muestran mixtas. En efecto, por una parte, las expectativas de resultados de empresas del segundo trimestre en Estados Unidos de América, el dinamismo de su mercado laboral, así como las perspectivas para China, las economías emergentes y América Latina en los próximos trimestres, han dado cierto impulso; por otra parte, una mayor incertidumbre respecto de Europa ha tendido a contrarrestar esos factores.

Agrega que los datos de actividad de las economías desarrolladas son algo menos favorables, particularmente los de Europa, pero se mantiene una perspectiva de mayor dinamismo para el segundo semestre y también para el próximo año; que Alemania y Francia ponen cierta nota de cautela en términos de una moderación en su dinamismo; y que en las economías emergentes, mejoran las perspectivas para China, pero la recuperación del resto de las economías sería algo más lenta de lo previsto.

Por último, expresa que el precio del petróleo ha retrocedido debido a menores tensiones geopolíticas; que el precio cobre aumenta por mejores expectativas de China y de empleo en Estados Unidos de América; y que el precio de alimentos han caído por mejores cosechas en el hemisferio norte.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y, a continuación, concede la palabra para consultas y comentarios.

En opinión del Consejero señor Joaquín Vial, los antecedentes expuestos dan cuenta de un escenario internacional similar al consignado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM; no obstante, el balance global es algo más negativo, atendidas las sorpresas en Europa, algunas otras en Estados Unidos de América, y los riesgos que han surgido en las economías emergentes.

En segundo término, alude a la evolución de las tasas largas y de las TPM en ocho economías emergentes, a saber, Perú, Colombia, Brasil, México, India, Turquía, Indonesia e Israel. Sobre el particular, hace notar que cinco de ellas han pasado a tener curvas de rendimiento con pendiente negativa, interpretada simplemente como la diferencia entre ambas tasas, motivo por el cual sugiere efectuar un análisis de las razones que explican esta situación.

En cuanto a China, los indicadores recientes muestran una recuperación de su economía, pero resulta preocupante que algunos de los factores que parecen estar impulsándola, como el aumento de la inversión de gobiernos locales y la expansión del crédito, podrían traducirse en mayores desequilibrios a futuro.

Por otro lado, manifiesta que las importaciones de cobre desde China aumentaron en el primer semestre del presente año respecto de igual período del año 2013, que fue muy desfavorable. Asimismo, plantea la conveniencia de analizar con un grado mayor de profundidad las fuertes interrupciones de oferta que exhibe este mercado, que se



BANCO CENTRAL DE CHILE

han traducido en un consumo sorprendentemente sólido y en la desaparición del superávit físico. A su juicio, si parte de esas disrupciones de oferta se resuelven durante el segundo semestre y constituyen simplemente exportaciones no materializadas de algún país o acumulación no deseada de inventarios en China, este semestre podría ser bastante más débil. En síntesis, señala que estos favorables datos dan cuenta de un mercado del cobre al alza; no obstante, es necesario revisar la solidez de los aspectos que sustentan dichas cifras para efectos de evitar eventuales sorpresas negativas en este sentido.

Por último, expresa que una convergencia del crecimiento del consumo de cobre a 4% anual constituye una proyección extremadamente optimista, por cuanto una tasa de crecimiento superior a 2% ya puede ser considerada como tal.

El Consejero señor Sebastián Claro hace referencia al cambio en las condiciones externas que han enfrentado los países emergentes y la economía chilena, tanto en lo que respecta a los términos de intercambio, el precio del cobre y la demanda externa, como en lo concerniente al financiamiento externo. Al respecto, hace notar que este cambio ha sido algo más lento que lo anticipado, porque las condiciones financieras externas siguen siendo muy favorables y el precio del cobre se ha mantenido en niveles sorprendentemente altos.

Por otra parte, resalta la fuerza que ha mantenido el mercado del cobre. Asimismo, que más allá de que algunas economías aún exhiben un grado de debilidad, considera que el conjunto de antecedentes externos ha constituido una sorpresa positiva en los últimos meses para Chile respecto de lo anticipado.

Hace notar además que las condiciones de financiamiento en Estados Unidos de América no registran mayor variación, y que si bien se ha observado un grado de volatilidad a raíz del retiro del estímulo monetario, las tasas siguen bajas y las condiciones de acceso a financiamiento no se han tornado más restrictivas.

Expresa que las noticias negativas provienen de Europa, donde las cifras reflejan la fragilidad de esa región y los datos de producción industrial, en particular, insinúan un retroceso bastante relevante. Ello imprime una gran presión al Banco Central Europeo desde el momento que este retroceso puede deberse a la fortaleza que ha exhibido el euro y que mantendrá por un período prolongado.

Por último, manifiesta su prevención respecto de las perspectivas menos auspiciosas para las economías latinoamericanas en lo que concierne al *retail* y consumo, en particular para aquellas que podrían considerarse comparables a Chile, como es el caso de Perú y Colombia. Lo expresado, atendida la presencia de empresas chilenas en esos países y, por tanto, los eventuales efectos del deterioro de estas economías en las utilidades y capacidad de inversión de dichas empresas. A su juicio, ello amerita un análisis más profundo de las economías de la región.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que Europa se encuentra afectada por una reciente incertidumbre financiera derivada de situaciones puntuales y que América Latina también exhibe algún grado de volatilidad. No obstante, el balance general es de tranquilidad y similar al observado en la Reunión del mes de junio, en parte importante por las señales positivas de Estados Unidos de América y China, y porque la economía mundial, en general, ha ido evolucionando positivamente.

El Consejero señor Pablo García indica que desde el punto de vista del rebalanceo global, China y Estados Unidos de América siguen creciendo a tasas parecidas a las observadas en meses previos, lo que explicaría que los precios de *commodities* no presenten variaciones significativas y que las condiciones financieras sigan siendo laxas. No obstante, a pesar de que no se advierten cambios sustantivos en dichas economías, sí se



han producido transformaciones muy significativas en otras economías emergentes, donde las perspectivas de crecimiento se han corregido de manera muy significativa, la depreciación de las monedas ha sido muy relevante y se han registrado cambios de precios relativos de importancia.

Asimismo, hace referencia a un ciclo de inversión corporativa global muy débil. En efecto, la demanda por inversión a nivel global tuvo un leve rebote después de la crisis, pero rápidamente se estancó, en especial en economías emergentes como Chile y en menor grado en China.

El Consejero señor Pablo García considera positivo que economías emergentes como la chilena estén ajustando sus balances externos, hayan depreciado sus monedas y estén desacelerando la actividad, el gasto y el crédito, atendida el alza de tasas que se proyecta para el próximo año. El lado negativo, en tanto, es que a pesar de que no se han materializado cambios significativos en las condiciones financieras, se ha producido un importante grado de ajuste en el crecimiento, en las tasas de interés domésticas y en el tipo de cambio; luego, mayor será este ajuste una vez que se concrete el alza de tasas externas. En consecuencia, si bien algunas economías emergentes se encuentran en mejor pie para enfrentar el alza de tasas, es posible que se produzca un ajuste aun mayor cuando Estados Unidos de América comience a subir su tasa rectora.

En opinión del Presidente señor Rodrigo Vergara, resulta complejo hacer un balance del escenario internacional actual, toda vez que se observan aspectos positivos, pero también otros menos auspiciosos, y que además pueden variar repentinamente en uno u otro sentido.

En cuanto a Estados Unidos de América, señala que las condiciones de financiamiento se mantienen muy positivas para su propio mercado y también para el resto del mundo, y que el mercado laboral ha dado sorpresas positivas. De hecho, destaca las últimas declaraciones de la Presidenta de la Reserva Federal señora Janet Yellen, quien, por primera vez, hizo referencia a la posibilidad de un avance más rápido en el mercado laboral, lo que podría traducirse en una anticipación del aumento de tasas antes y posibles efectos negativos sobre muchos países emergentes.

Con respecto a China, manifiesta que los principales riesgos persisten, pero mantiene sus tasas de crecimiento en un nivel igual o levemente superior a lo anticipado. Europa, en cambio, exhibe un panorama más negativo, lo mismo que América Latina, donde las revisiones a la baja han sido significativas y reiteradas.

Con todo, estima que las mejores noticias de Estados Unidos de América y China configuran un escenario en el margen algo más positivo.

Además, hace notar la situación por la que atraviesa Perú, que en la medida que se consolide su desaceleración, explicada principalmente por el término del ciclo minero, sería semejante a la que se observó primero en Australia y luego en Chile. Acota que esta desaceleración es mucho mayor que la anticipada en dicho país.

En materia de *commodities*, destaca que el precio del cobre es mayor que un mes atrás y que lo previsto; que de mantenerse, llevaría a una revisión de sus proyecciones; y que si bien su alza podría ser de carácter transitorio, también ha exhibido bastante resiliencia durante un período prolongado. Agrega que el precio de los alimentos han retrocedido y el del petróleo ha aumentado, y que este escenario de precios es algo más favorable para nuestra economía.



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, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes.

El señor Miguel Fuentes da inicio a su presentación refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno acontecidos desde la Reunión anterior.

En primer término, indica que en el mes de mayo, la actividad económica registró un crecimiento menor que el previsto internamente y por el mercado, por un débil desempeño de los sectores Resto, especialmente aquellos vinculados a la inversión y al consumo de servicios.

Hace notar que en el mercado laboral se perciben algunos signos de menor dinamismo, ya que los ingresos laborales se han desacelerado; y que las expectativas de los consumidores se han tornado menos favorables.

Asimismo, advierte sobre un estancamiento de varios indicadores, que sugieren que la inversión será menos dinámica que lo anticipado.

En este contexto, informa que las proyecciones de actividad y demanda para el segundo y el tercer trimestre se han corregido a la baja.

Resalta que los salarios nominales han mantenido un ritmo de crecimiento elevado, pese a la desaceleración de la actividad.

Además, consigna que la inflación se ubicó en torno a una décima por debajo de lo proyectado en el mes de junio, pero la inflación proyectada para el corto plazo se ha corregido al alza por mayores precios de la energía, tanto en su componente de combustibles como en el de electricidad.

A título de último hecho destacado del mes, manifiesta que el mercado ha corregido a la baja las proyecciones para la TPM y anticipa una reducción en esta Reunión.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación, señalando que en materia de actividad, el Imacec del mes de mayo creció menos que lo proyectado, debido a una contribución negativa de los sectores resto y un menor dinamismo del comercio, que fue compensada parcialmente con una mayor actividad en recursos naturales, tanto en minería como EGA.

Precisa que el menor crecimiento del consumo y de la inversión explica la desaceleración del PIB resto. En efecto, el comercio exhibe tasas de crecimiento en torno a 0% y los servicios, tanto empresariales como personales, han retrocedido, dando cuenta del menor dinamismo del consumo de servicios.

Hace presente que la demanda interna registró una significativa caída en el mes de mayo, que se asocia fundamentalmente a una fuerte desacumulación de inventarios en el sector energético, particularmente en el de refinación de combustibles, que ya se habría revertido en el mes de junio. Agrega que el consumo durable exhibe una tasa de crecimiento anual prácticamente nula y el consumo habitual, una desaceleración algo menor.

Con respecto al comportamiento de los distintos componentes de la demanda, indica que el consumo no durable, después de mostrar registros muy bajos en los cuatro primeros meses del año, retomó algo de vigor en el margen en los meses de abril y mayo, impulsado por las ventas de alimentos y vestuario.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por su parte, el consumo de durables exhibió un repunte en el mes de mayo, que sería de carácter transitorio, muy asociado a la compra de artículos para el hogar, mientras que las compras de automóviles siguen mostrando caídas muy significativas. No obstante, hace notar que los datos disponibles del mes de junio, que corresponden a los de la Asociación Nacional Automotriz de Chile, ANAC, indican que esta caída se ha moderado levemente, y que las importaciones, si bien se sitúan en niveles bajos, se han estabilizado en el margen.

Agrega que las expectativas de los consumidores han seguido descendiendo y se aproximan al nivel neutral.

Los ingresos laborales, en tanto, siguen reduciendo su tasa de crecimiento, debido a la caída de los salarios reales y una contribución menor del nivel de empleo, que también ha mostrado una desaceleración en su tasa de crecimiento anual.

Hace presente que el menor dinamismo del mercado laboral se explica por una desaceleración del empleo y de la fuerza de trabajo, lo que ha redundado en un repunte de la tasa de desempleo hasta 6,3%, que si bien es baja en términos históricos, es mayor que la observada a mediados y fines del año pasado.

Agrega que al efectuar el ajuste de la tasa de desempleo por el componente cíclico del empleo por cuenta propia, que está sosteniendo la mayor parte del aumento del empleo, el incremento de la tasa de desempleo sería mayor y posiblemente algo más concordante con la desaceleración de la actividad que reflejan las cifras de producto interno bruto.

Con respecto a los indicadores de alta frecuencia de la inversión, manifiesta que las importaciones de bienes de capital tuvieron un repunte puntual en el mes de junio, acorde con lo anticipado, debido a la internación de aeronaves. Sobre el particular, hace notar que estas importaciones, que totalizarán US\$ 1.200 millones este año, se concentrarán en la segunda mitad del presente ejercicio. Añade que las internaciones asociadas a inversión presentaron una debilidad algo mayor que en meses anteriores, y que la tasa de crecimiento de la inversión en doce meses se mantiene en valores negativos, superior al 10%, en línea con el escenario consignado en el último IPoM.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que a título de hecho destacado del escenario interno se mencionó que el estancamiento de varios indicadores sugiere que inversión se mostraría menos dinámica de lo anticipado. Sobre el particular, consulta si este menor dinamismo responde al comportamiento de los otros componentes de la inversión.

El señor Miguel Fuentes expresa que este menor dinamismo obedece al comportamiento de los otros componentes de inversión, que en el mes de junio fue particularmente débil. A título ejemplar, consigna que las importaciones de bienes intermedios asociados a la inversión, que comprenden productos metálicos, aparatos eléctricos y partes y piezas de maquinaria para la minería y construcción, se mantienen débiles, con niveles contrayéndose en el margen, y explican la mayor debilidad de la inversión en el futuro.

Por otra parte, hace presente que el Imacec del sector construcción registró un crecimiento levemente superior a 2%, en un contexto en que los indicadores de expectativas, en particular el IMCE, señalan que estas volvieron a deteriorarse en el mes de junio; que el indicador de construcción y obras, como el referido a servicios empresariales asociadas a la inversión, que representan las actividades de ingeniería y de arriendo de maquinaria, exhibe una caída en doce meses; y que el indicador de comercio mayorista, en particular sus líneas asociadas a la inversión, también ha retrocedido.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial observa que el sector construcción y obras, luego de registrar tasas de crecimiento negativas durante un par de trimestres, exhibe nuevamente una tasa de crecimiento positiva. Al respecto, consulta por los indicadores que explican esta recuperación.

El señor Miguel Fuentes aclara que de acuerdo con el último Catastro de Bienes de Capital, la actividad de las obras de ingeniería está aportando crecimiento al sector. Aclara que este Catastro corresponde al primer trimestre del presente año y que el del segundo semestre aún no está disponible.

El señor Miguel Fuentes prosigue con el análisis del sector construcción, informa que la producción de hormigón exhibe un repunte desde comienzos del presente año, mientras que los demás indicadores se encuentran estancados o bien contrayéndose en el margen, como es el caso de la producción de cemento, del nivel de empleo en la construcción y las ventas de proveedores.

El Consejero señor Joaquín Vial pregunta por la factibilidad de construir un indicador de consumo de cemento que incluya las importaciones de este material. Lo expresado, porque la recuperación de la producción de hormigón contrasta con la caída de la producción de cemento. El señor Miguel Fuentes se compromete a analizar la posibilidad de construir este indicador en los términos requeridos.

En materia de comercio exterior, señala que de acuerdo con los datos nominales del cierre del mes de junio, las exportaciones industriales aumentaron, en particular las líneas asociadas a la producción forestal y de salmones, mientras que las agrícolas presentaron un crecimiento negativo. Por su parte, las importaciones se recuperaron después de haber caído en forma significativa durante el mes de mayo, gracias al aumento de las importaciones de capital.

Asimismo, alude a la caída puntual de las importaciones de productos energéticos, que se asocia a problemas climáticos en el sur y explica parte de la fuerte desacumulación de inventarios en el mes de mayo. Resalta que este retroceso se revirtió en el mes de junio, confirmando la presunción que sería de carácter transitorio.

En materia de proyecciones, hace presente que la corrección del PIB resto, donde se concentró la sorpresa negativa del Imacec del mes de mayo, se ha corregido desde el 2,4% contemplado en el último IPoM, hasta 1,8% en el segundo trimestre; que parte de esta revisión se traspasaría al trimestre siguiente; y que con ello, el producto interno bruto mostraría una expansión en torno a 2,3% en el segundo trimestre del presente ejercicio. Agrega que la corrección antedicha se manifiesta en todos sus componentes, particularmente en el sector comercio.

En lo atinente a la demanda final, destaca la corrección a la baja para el segundo trimestre, desde el 1,15% a un 1,06%, que se asocia al menor crecimiento del consumo privado y a un retroceso aún mayor de la formación bruta de capital fijo.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la corrección marginal a la baja del sector construcción, desde 2,2% a 2,0% para el segundo trimestre del año, que daría cuenta de una reversión de la visión algo más positiva que se tenía del sector.

El señor Miguel Fuentes consigna que la magnitud de la corrección para el tercer trimestre es mayor, desde 2,0% a 1,3%, y responde, en parte, a un cambio en la evaluación del comportamiento futuro del sector construcción, fundamentalmente de aquellas líneas de servicios empresariales relacionados con la inversión que exhiben muy



BANCO CENTRAL DE CHILE

poco dinamismo en la actualidad. Agrega que el continuo y violento cambio en las expectativas del sector es otro elemento que explica esta corrección a la baja, a lo que se suma que la Encuesta de Crédito Bancario reflejó condiciones más restrictivas para la oferta de créditos y una demanda más débil que en los trimestres previos.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación y señala que de acuerdo con las proyecciones para la presente Reunión, el Imacec crecería en torno a 2,4% anual y se mantendría bajo 3% hasta el mes de septiembre próximo.

Hace notar que para efectos del análisis, en esta ocasión se ha incorporado el consumo de energía eléctrica, que exhibe un significativo repunte en los meses recientes y sustentó en parte una proyección de crecimiento algo mayor para el Imacec de los meses previos.

Por otra parte, indica que las colocaciones de consumo mantienen su ritmo de crecimiento y que las hipotecarias registraron un retroceso en el mes de junio, lo que podría constituir un signo incipiente de menor actividad del sector. Las colocaciones de empresas, en tanto, continuaron profundizando su desaceleración en doce meses; y las colocaciones de comercio exterior, medidas en dólares, pese a algún repunte en el margen, profundizaron su caída.

Agrega que las tasas de interés de las colocaciones comerciales disminuyeron, en línea con la rebaja de la TPM; y que las tasas hipotecarias siguieron cayendo en el mes de junio, en línea con el menor nivel de los BCUS, y se situaron en el menor nivel de los últimos diez años. Las tasas de consumo, en tanto, exhiben un comportamiento más volátil y, en promedio, son algo menores que las observadas a mediados del año anterior. Hace notar que junto con esta leve caída se advierte un incremento incipiente del índice de cartera vencida ICV, calculado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras con datos hasta el mes de mayo.

El señor Miguel Fuentes menciona que conforme a la última Encuesta de Crédito Bancario, los bancos reportan condiciones más restrictivas para el financiamiento de hogares y mayor debilidad de la demanda, lo mismo que tratándose de las operaciones con empresas. Agrega que este último dato explica la menor fortaleza de la demanda por crédito de las empresas constructoras y, en parte, el menor crecimiento proyectado para dicho sector.

En materia cambiaria, precisa que el tipo de cambio se apreció \$1 desde la RPM anterior, en un contexto en que el dólar estadounidense se depreció multilateralmente y el cobre se apreció. Con ello, el tipo de cambio se ubicó en 97,7 al cierre de este Informe, advirtiéndose una leve depreciación multilateral en el último mes.

Hace presente que los salarios nominales continúan al alza, en parte importante por las elevadas tasas de crecimiento que exhiben los salarios del sector servicios financieros y empresariales. Consigna que al excluir este sector del análisis, que representa alrededor de un cuarto de la muestra de salarios, la tasa de crecimiento de los salarios nominales disminuye en torno a medio punto porcentual.

En materia de inflación, precisa que el IPC del mes de junio registró una variación de 0,1%, una décima menor que lo anticipado en el último IPoM, y constituyó una sorpresa negativa por primera vez en cinco meses. Hace presente que la mayor sorpresa negativa se concentró en el componente servicios del IPCSAE, mientras que los alimentos más elaborados experimentaron un alza mayor que lo previsto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta que la mitad de la sorpresa negativa que se explica por el componente servicios se concentró en el ítem gastos comunes, que es un nuevo producto que mide el INE. Añade que las líneas asociadas a servicios resto vinculadas a tipo de cambio y algunos elementos más indexados, crecieron por debajo de lo anticipado, mientras que los ligados mayormente a salarios tuvieron un crecimiento un poco mayor que lo esperado.

El Consejero señor Pablo García observa que, por un lado, se afirma que los gastos comunes estarían probablemente muy asociados a salarios, y que dada la evolución de estos últimos, la sorpresa negativa sería de carácter transitorio. Por otro lado, se indica que la sorpresa explicada por el grupo de servicios más ligados a salarios sería persistente. En su opinión, ambos planteamientos son contradictorios, razón por la que solicita una aclaración al respecto.

El señor Miguel Fuentes señala que la afirmación "los gastos comunes están asociados a salarios" responde a la metodología empleada por el Instituto Nacional de Estadísticas, INE, donde los ítems que se incorporan bajo gastos comunes son básicamente el costo del personal de los departamentos y de los condominios, y algunos gastos de reparación y mantención, que se vinculan a salarios. Agrega que el significativo aumento de estos gastos en el mes de octubre del año pasado se debió a los reemplazos de turnos de septiembre, que generaron un número mayor de horas extras; y que la caída observada en el mes de junio, se explica fundamentalmente por gastos de mantención de sistemas de calefacción realizadas en el mes de mayo y que en junio no se capturaron. Por lo tanto, se ha asumido que la evolución de esta caída debería ser relativamente parecida al patrón estacional del mes anterior.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación y manifiesta que el aumento de los precios internacionales de las gasolinas tendrá una incidencia relevante en la inflación de los meses de julio y agosto. A partir del mes de septiembre, en cambio, debería observarse una caída sostenida por razones de carácter estacional en el hemisferio norte.

Con respecto a la proyección de inflación de corto plazo, informa que el IPC se ha revisado al alza en una décima y media para los próximos cinco meses, en parte importante por el componente energía, esto es, electricidad y combustibles. Agrega que la corrección al alza de la electricidad obedece a un adelantamiento del momento en que entrarían en vigencia los decretos de reajuste de tarifas.

Manifiesta que la inflación de servicios también se ha revisado al alza, debido al reajuste de las tarifas de taxis anunciada recientemente y porque el alza del salario mínimo incidiría en las remuneraciones del servicio doméstico. Por su parte, la inflación de bienes se ha corregido a la baja por una evaluación aún más negativa de los precios de los automóviles.

El Gerente de División Operaciones Financieras observa la diferencia entre nuestras proyecciones de inflación, de 0,2% y 0,4% en los meses de julio y agosto, respectivamente, versus el 0,25% esperado por el mercado.

El señor Miguel Fuentes precisa que las proyecciones internas se sustentan en las alzas del salario mínimo, de los gastos comunes, las tarifas de taxis, la gasolina, la electricidad y el petróleo. En su opinión, la diferencia entre ambas proyecciones se debe a que el mercado no ha contemplado el alza de las tarifas eléctricas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala que las expectativas inflacionarias para el segundo semestre del año se mantienen constantes, y que a dos años, el indicador sintético también continúa en torno a 3%. La curva *forward*, en cambio, exhibe un movimiento algo más pronunciado en la compensación 1 a 1; no obstante, se estima que esta serie no es muy informativa.

En términos de las expectativas de inflación al mes de diciembre, destaca que la proyección interna es superior a la del mercado. Sobre este aspecto, hace notar que esta última registró una fuerte baja el día 8 del presente mes, cuando se publicó el IPC del mes de junio, llegando a 3,6%, pero luego se revirtió, situándose hoy en una cifra cercana a 3,8%. Añade que un patrón similar se observa todos los meses, en particular cuando se registran sorpresas negativas, como en mayo y junio últimos.

Consigna que la información de la Encuesta de Expectativas Económicas es menos volátil que la referida a los seguros de inflación; de hecho, la mediana de esta encuesta, de 3,8%, no sufrió cambios luego de la publicación de los dos últimos IPC.

Por último, menciona que para el mes de julio se espera una inflación mensual de 0,2%, de forma similar que el mercado.

Al concluir su presentación, manifiesta que las expectativas de TPM que se derivan de los precios financieros descendieron frente a la Reunión previa y se ubican marginalmente bajo 3,5% durante algunos meses. Asimismo, informa que el 60% de los analistas de mercado espera una reducción de 25 puntos base en esta oportunidad, similar a lo que reflejan la Encuesta de Operadores Financieros y la encuesta Bloomberg; y para el mes de agosto, el 50% anticipa una mantención y el 40% cree que se acordará un recorte adicional hasta 3,50%.

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

El Consejero señor Sebastián Claro alude a la corrección adicional de las proyecciones de crecimiento, explicada por el débil desempeño de la inversión y del consumo. A este respecto, consulta si la inversión es el componente que sustenta principalmente esa corrección, habida cuenta que el consumo no se ha desacelerado mayormente y que el consumo de durables ha retomado un cierto vigor.

En materia de inflación, considera que las sorpresas inflacionarias son informativas, pero no lo suficientemente relevantes para modificar las proyecciones. En su opinión, el mercado sobrerreacciona inicialmente a ellas corrigiendo fuertemente las expectativas de inflación, pero las suaviza a medida que se van conociendo nuevos datos. Con todo, resalta que las proyecciones de corto plazo, tanto internas como del mercado, se mantengan entre 4,5 y 5% anual por varios meses y sean inferiores a 3% después del mes de diciembre, porque ello indica que tanto el Banco como el mercado consideran el aumento de la inflación de meses pasados como un fenómeno de carácter transitorio.

Por otra parte, plantea la conveniencia de continuar profundizando la discusión sobre empleo y brechas de actividad, con miras al próximo IPoM.

Por último, menciona que la pendiente de la curva de rendimiento se ha corregido al alza y sugiere que el mercado no anticipa una brecha muy significativa, sino que una desaceleración de la actividad que no necesariamente es tan desinflacionaria.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que el escenario interno está marcado por una debilidad de la actividad y la demanda.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Observa que las colocaciones exhiben alguna desaceleración, y advierte que tasas de crecimiento nominales del orden de 5 o 6% podrían indicar que la actividad se ha estancado en términos de número de operaciones.

Asimismo, menciona que los ingresos laborales se desaceleran y que el índice de remuneraciones crece 6 o 7%. En su opinión, la presión sobre la planilla de las empresas podría ser menos dramática de lo que refleja dicho índice, toda vez que la masa salarial se ha ido ajustando y, por tanto, han disminuido los trabajadores asalariados y también la presión de costos.

Por último, señala que en la Reunión pasada, las proyecciones de inflación anticipaban registros mensuales moderados, pero hoy se advierten nuevamente algunas alzas puntuales que generan un grado de inquietud por posibles aumentos de la inflación anualizada en los próximos meses. En su opinión, se requiere un esfuerzo adicional para explicar estas alzas, como también las proyecciones de menores registros hacia adelante.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa que a la aceleración de los salarios nominales se suma el reajuste del salario mínimo, lo que probablemente se traducirá en un efecto adicional en los próximos meses. A su juicio, ello constituye un hecho negativo, debido a la caída que exhibe el empleo asalariado.

Por otra parte, resalta la primera sorpresa a la baja en la inflación desde el mes de enero último, que podría constituir un punto de inflexión. Sin perjuicio de ello, hace notar que las proyecciones internas y de mercado todavía anticipan una aceleración de la inflación en doce meses, influida fundamentalmente por la energía, cuyo comportamiento es incierto.

A su juicio, la lectura sobre la situación de actividad y demanda interna resulta algo compleja, ya que el empleo se ha debilitado; las importaciones de automóviles y de otros bienes durables también se han desacelerado; y los indicadores de confianza han retrocedido, en especial los referidos a los sectores construcción e inmobiliario, probablemente a raíz de la discusión sobre la reforma tributaria.

Con respecto al sector construcción, hace presente que el empleo muestra un retroceso, pero otros indicadores exhiben una tendencia al alza, dando cuenta de un panorama más bien positivo del sector, contrariamente a la sorpresa a la baja que se ha insinuado.

En la agricultura, en tanto, se observa una caída de carácter transitorio, que obedecería a un desfase de los efectos climáticos sobre este sector. En su opinión, sería interesante determinar la incidencia de este efecto en la desaceleración del sector resto.

En cuanto al incremento de las importaciones de bienes de capital, si bien reconoce que están muy influenciadas por la compra de aeronaves, hace notar que ellos permanecerán y prestarán servicios en Chile. En consecuencia, este constituiría una noticia con signo más bien positivo. Acota que a su juicio, la lectura sobre actividad no es tan negativa como se señala en la presentación.

Expresa que su comentario final dice relación con la redacción de la Minuta de Opciones, específicamente la referida al tema de las brechas y de las holguras. Al respecto, considera que es distinto plantear que las holguras están aumentando que señalar que están apareciendo holguras. En su opinión, hoy no estamos en presencia de grandes holguras.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Pablo García hace notar que en materia de actividad, aparte de los componentes del consumo habitual, los demás componentes de la demanda y de las expectativas están en niveles similares a los observados en el año 2011, como es el caso de las importaciones de bienes de capital que excluyen la compra de aviones; las importaciones de bienes intermedios asociados a inversión; el IMCE de la construcción, cuyo nivel es similar al de mediados del 2009; y los indicadores de edificación, que si bien exhiben un rebote respecto de principios de este año, son inferiores a los registrados desde el 2000 en adelante y a fines de 2010.

En su opinión, la revisión a la baja de las proyecciones del PIB resto y de la demanda interna, de 1 punto porcentual, son significativas. La proyección de la inflación subyacente, en cambio, no se ha corregido significativamente, y se ha supuesto que la sorpresa del mes pasado es de carácter transitorio.

Por el lado de las brechas, manifiesta su concordancia con lo expresado precedentemente en cuanto a la necesidad de determinar tanto el nivel inicial como el punto en el cual nos situamos hoy día.

Asimismo, hace notar que las colocaciones hipotecarias exhiben una caída cercana al 2%, luego de crecer a tasas del orden del 5 o 6% durante varios meses. En su opinión, correspondería dilucidar si la magnitud de esta caída obedece a un problema con los datos o si coincide con el ciclo de baja de las tasas de interés, en cuyo caso debería traducirse en una mayor aceleración y no en una menor expansión en el margen, como la que se advierte en la actualidad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara enfatiza sobre la necesidad de efectuar análisis y mediciones rigurosos de las principales variables económicas, como el producto, los salarios y la inflación, porque de lo contrario, pueden inducir a errores que no pueden ser advertidos por falta de información o de capacidad para detectarlos.

En términos de tendencias, manifiesta que la actividad y demanda no solo crecen menos que lo proyectado internamente y también por el mercado, sino que ambas variables han sido revisadas a la baja.

En lo que respecta a la inflación, el Banco ha señalado que su aumento es transitorio y es por ello que se ha incorporado un sesgo negativo en la política monetaria. En su opinión, hay que mantener este mensaje en tanto no se tenga certeza de lo contrario. Más aun, sería un gran error modificarlo basados en el dato puntual del último mes, ya que un mes en particular no necesariamente marca tendencia.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes procede a responder las consultas y comentarios. En relación con la pregunta del Consejero señor Sebastián Claro sobre la incidencia del consumo y de la inversión en la desaceleración de la actividad, manifiesta que la evolución del consumo tiene una incidencia mayor, porque su participación en la demanda agregada también lo es. Precisa que la revisión del consumo del segundo trimestre, desde 2,9 a 2,8%, responde principalmente al consumo de servicios, que ha exhibido un menor dinamismo de manera persistente; y que la inversión se ha revisado a la baja para el presente año desde el -0,8% contemplado en el IPoM del mes de junio a un -1,1%, pero esta corrección tiene una incidencia mucho menor en la demanda agregada que la del consumo.

Por otra parte, señala que el tema relacionado con las brechas se seguirá analizando con miras al próximo IPoM.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la evaluación de corto plazo de la inflación, señala que el bajo registro del mes de junio no se ha traducido en una corrección relevante; y en lo que concierne a la inflación de servicios, se ha asumido que la caída es transitoria, tanto por el efecto de los gastos comunes, las tarifas de los taxis y algunos elementos vinculados a salarios, como los del servicio doméstico. En consecuencia, no se advierten cambios en el escenario de corto plazo, como tampoco una corrección relevante en el ítem *core* o un cambio en la proyección importante en ese sentido.

Con respecto a la corrección del PIB, aclara que la revisión a la baja del sector agrícola, en torno a cuatro puntos porcentuales en el segundo trimestre, tiene una incidencia menor que la revisión del consumo de servicios y de la inversión.

En lo concerniente al Mecanismo de Estabilización de Precios de los Combustibles, Mepco, manifiesta que de acuerdo con las simulaciones que se han realizado internamente, este mecanismo reduciría la volatilidad de los precios de las gasolinas en el corto plazo, al suavizar las alzas y las bajas de precios, porque su propósito es el de evitar fluctuaciones relevantes en el precio de las gasolinas. Agrega que este mecanismo tendría alguna incidencia en la inflación final en la medida que entre en vigencia en diciembre o enero próximo, pero en el horizonte contemplado internamente no afectará la inflación acumulada al mes de diciembre.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:50 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella 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° 212, 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 enero de 2015 se efectuará el día jueves 15 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Miguel Fuentes inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

En lo concerniente al escenario externo, indica que los mercados financieros internacionales registraron movimientos mixtos. En efecto, los premios por riesgo soberano descendieron en general, pero aumentaron en las economías de la periferia europea ante mayores percepciones de incertidumbre en torno a su banca; los índices bursátiles mostraron incrementos en América Latina y en Estados Unidos de América, mientras que en el resto de las economías predominaron las bajas; y la mayoría de las monedas se apreciaron respecto del dólar.

Hace presente que en Estados Unidos de América, los datos del segundo trimestre sugieren que la actividad retomó dinamismo luego de mostrarse más débil de lo anticipado en el primer cuarto del año. En la Eurozona, en cambio, los indicadores de actividad han sido menores que lo previsto, especialmente en Alemania, pero, con todo, se sigue anticipando un repunte de la actividad en Europa en el segundo semestre. Agrega que en las economías emergentes, los datos de China sugieren una mejora en sus perspectivas, mientras que en el resto de las economías la recuperación avanzaría más lento de lo esperado.

X
ms



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, señala que el panorama inflacionario mundial no muestra cambios significativos. Sobre este aspecto, precisa que en la Eurozona persisten las expectativas de baja inflación; en las economías emergentes de esa región se esperan registros aún menores; y en América Latina, estas se han corregido al alza. En materia de política monetaria, resalta el predominio de las mantenciones de las tasas de instancia.

Por último, comenta que los precios de las materias primas registraron movimientos mixtos, ya que el del cobre se incrementó cerca de 6,6% frente a la Reunión anterior, impulsado por mejores perspectivas para China y Estados Unidos de América; los del petróleo y sus derivados descendieron; y condiciones climáticas favorables indujeron retrocesos en el precio de los alimentos.

En el plano local, consigna que la actividad evolucionó en un grado menor que lo anticipado en el escenario base del IPoM del mes de junio, debido fundamentalmente a los sectores de servicios cuya evolución está asociada al consumo privado y a la inversión, que concentraron los registros más alejados de las proyecciones.

Añade que el empleo continúa exhibiendo una caída en su ritmo de expansión y que la ocupación asalariada se muestra prácticamente estancada en términos interanuales. Con ello, la tasa de desempleo se elevó marginalmente hasta 6,3%, lo que si bien es bajo comparado con los parámetros históricos, supera los registros de los dos últimos trimestres.

Además, resalta que la inflación del mes de junio fue inferior a las proyecciones internas y de mercado, y que los registros agregado y subyacente experimentaron variaciones casi nulas. Por su parte, las expectativas para los próximos seis meses no presentaron variación e indican que la inflación será menor en la segunda parte del año que en la primera, mientras que a dos años plazo permanecen en 3%.

Hace notar que a pesar del repunte del precio del cobre y el debilitamiento multilateral del dólar, el peso se mantuvo en niveles similares a los observados un mes atrás. En términos multilaterales, en tanto, no registró un movimiento apreciable.

Por último, indica que las expectativas para la TPM se ajustaron levemente a la baja frente a la Reunión anterior; que para esta oportunidad, la mayoría de los analistas espera una reducción de 25 puntos base, a 3,75%; y que en el escenario más probable, se estima que la tasa de instancia llegaría a un mínimo de 3,5% antes de fin de año.

El señor Miguel Fuentes manifiesta que los antecedentes antedichos llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta ocasión, mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,0% anual o rebajarla en 25 puntos base, a 3,75% anual, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

En primer término, plantea que el escenario internacional no registró cambios significativos, que las perspectivas para China han tendido a estabilizarse y que las condiciones financieras externas se mostraron similares a las del mes previo.

En segundo lugar, informa que en el segundo trimestre del presente año, la actividad resto y la demanda final mostraron un crecimiento menor que el previsto en el último IPoM, lo que ha inducido una corrección a la baja en la estimación de crecimiento para el año 2014, tanto interna como de los analistas de mercado. Hace notar que esta nueva proyección, así como la contenida en dicho Informe, es inferior a la tasa de crecimiento potencial estimada, por lo que la economía habría seguido acumulando más holguras que las previstas en el uso de la capacidad instalada. A su vez, esta acumulación de holguras reduciría las presiones inflacionarias internas y el déficit en la cuenta corriente



BANCO CENTRAL DE CHILE

que se espera para el año. Agrega que aun cuando la estimación de las holguras está sujeta a incertidumbre y la caída de la inversión y el menor crecimiento de la productividad media sugerirían una revisión a la baja de la tasa de crecimiento potencial de la economía, ello no modificaría el diagnóstico respecto de que la economía ha acumulado holguras en los últimos trimestres dado el crecimiento registrado por el PIB resto.

Por otra parte, expresa que en junio, la magnitud de las sorpresas inflacionarias fueron, por segundo mes consecutivo, menores que lo observado en los meses precedentes, cuando se observaron sorpresas significativas vinculadas en gran parte a los efectos directos e indirectos de la depreciación del tipo de cambio. Añade que los rubros del IPC más directamente vinculados a la trayectoria de los salarios siguen exhibiendo una evolución inercial, al tiempo que los índices de remuneraciones nominales han presentado un repunte en los últimos meses; y que las expectativas de corto plazo se han mantenido estables, lo mismo que las relevantes para el horizonte de política monetaria.

En lo referente a la opción de mantener la TPM, manifiesta que dicha alternativa permitiría acumular mayores antecedentes sobre la convergencia de la inflación a 3%, como se contemplaba en el escenario del IPoM; y si bien se estima que en dicho escenario el aumento de la inflación sobre 4% sería de carácter transitorio, la magnitud y sucesión de las sorpresas al alza en varios meses previos, junto con la persistencia del crecimiento de los salarios, justificaría algún grado de cautela en esta materia. No obstante, este riesgo se ve atenuado en algo por la evolución reciente del mercado laboral, en particular la creciente debilidad del empleo asalariado y el mayor aumento que habría tenido la tasa de desempleo cuando es ajustada por la dinámica del empleo por cuenta propia.

Por su parte, la alternativa de recortar la TPM en 25 puntos base es consistente con el escenario base del IPoM, que contempla niveles de la tasa menores que 4,0% para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política. En su opinión, el que la proyección de crecimiento sea hoy inferior a la contemplada en dicho Informe refuerza la necesidad de otorgar un estímulo monetario adicional al actualmente vigente. En cuanto a los aspectos tácticos, señala que un recorte de la tasa rectora coincide con la expectativa mayoritaria del mercado para esta Reunión. Además, atendido que las expectativas de consenso para la TPM que se derivan tanto de los activos financieros como las encuestas contemplan que esta llegue a un nivel mínimo de 3,50%, la curva de tasas no debería verse afectada en la medida que se mantenga el sesgo a la baja en la política monetaria.

El señor Miguel Fuentes expresa que por las razones antedichas, en esta oportunidad, la recomendación de la Gerencia de División Estudios es por recortar la TPM en 25 puntos base, a 3,75% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes y no habiendo otros comentarios, ofrece la palabra al Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco.

El señor Alejandro Micco plantea que el crecimiento económico continúa mostrando signos de debilidad. En efecto, el Imacec de 2,3% en el mes de mayo fue nuevamente inferior a lo esperado; se mantienen los signos de desaceleración del consumo, sobre todo de su componente durable; y el empleo crece a tasas muy bajas. Agrega que la última Encuesta Trimestral sobre Crédito Bancario del Banco Central da cuenta de una percepción de desaceleración generalizada de la demanda por créditos, tanto en las empresas grandes como pequeñas; y que las expectativas de crecimiento para este año se han vuelto a corregir a la baja y se ubican por debajo de 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que los salarios nominales muestran aumentos en sus tasas de crecimiento anual, pero reflejan principalmente alzas ocurridas en meses pasados; y que en términos reales, siguen con una importante trayectoria de desaceleración. Por su parte, el tipo de cambio se ha mantenido en niveles nominales relativamente estables ya por varias semanas.

En materia de inflación, indica que el registro del último mes fue acotado y levemente inferior a lo anticipado; que la inflación subyacente tuvo una variación nula; y que con ello, la variación anual del índice de precios de referencia retrocedió desde un 4,7% a 4,3% en el último mes y la del índice subyacente desde 3,8% a 3,6% en igual periodo. Por su parte, las expectativas inflacionarias en el horizonte de política que se desprenden de las encuestas se mantienen ancladas en torno a 3% y a plazos más cortos se ubican dentro del rango de tolerancia, en tanto que las implícitas en los precios financieros están por debajo del 3% en el horizonte de política. Por último, menciona que en el registro de inflación del mes de junio destaca la importante caída de los precios de los automóviles, que es coincidente con la fuerte desaceleración de las ventas de este tipo de bienes y refleja que las holguras en este mercado ya comienzan a traspasarse a precios.

En lo concerniente al plano externo, señala que no se observan cambios relevantes frente a los meses previos. En este sentido, se sigue esperando un paulatino repunte de la actividad en las economías desarrolladas y cierta estabilidad en el crecimiento de las economías emergentes, en particular de China, aunque los indicadores blandos de esta última dan cuenta de algún repunte en su sector manufacturero. Por su parte, a pesar de que se mantienen las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, el precio del petróleo y de las gasolineras a nivel mundial ha tendido a disminuir en las últimas semanas. Del mismo modo, los precios de los productos agrícolas han retrocedido de la mano de buenas cosechas. En contraposición, el precio del cobre ha subido con fuerza en los últimos días.

El señor Alejandro Micco expresa que la evolución de la actividad doméstica hasta ahora y su trayectoria más probable en los próximos trimestres seguirán ampliando las holguras de capacidad, las que ya son visibles en algunos mercados, como el de bienes durables, lo que ciertamente generará presiones deflacionarias. Además, la pérdida del dinamismo en el mercado laboral atenuará las presiones salariales. El tipo de cambio, por su parte, no debiese exhibir movimientos al alza significativos, toda vez que el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio real lo ubica en un nivel elevado en términos históricos. En su opinión, todos los antecedentes disponibles indican que la inflación tendrá una trayectoria a la baja.

En este contexto, estima que es fundamental seguir aumentando el estímulo monetario de la economía. Lo expresado, atendido que desde la última vez que el Banco Central ajustó su tasa de política, en el mes de marzo pasado, las expectativas de crecimiento para este año se han corregido a la baja en casi 1%, desde 3,7% hasta un 2,9%; asimismo, las propias proyecciones del Banco para la actividad y la demanda interna se han ajustado de manera sustantiva. En consecuencia, considera que ante las evidentes muestras de desaceleración, que van más allá de lo esperado en meses previos, el no imprimir un decidido impulso monetario pone cada vez más en riesgo que la política monetaria llegue tarde en el cumplimiento de su objetivo inflacionario e induzca costos innecesarios a la economía.

Al concluir su intervención, el Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco consigna que para esta Reunión, el mercado espera en forma mayoritaria una reducción de la TPM; que el 40% de los consultados en la Encuesta de Expectativas Económicas señala que dicha tasa debiese estar en 3,5% o en un nivel inferior el próximo mes, mientras que la mediana de los operadores financieros considera que en tres meses debiese alcanzar ese valor; y que la curva *forward* indica que la tasa de política debiese situarse en torno a 75 puntos base por debajo de su nivel actual antes de fin de año.



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 el análisis y opiniones de los personeros de la Gerencia de División Estudios y del *staff* de la institución.

Expresa que, en su opinión, la desaceleración de la economía continúa sorprendiendo y que desde el mes pasado se ha extendido al consumo privado y a los sectores productivos asociados a este, además sin antecedentes que den cuenta de algún punto de inflexión. En este sentido, indica que en relación con la Reunión del mes de mayo, los niveles de actividad y demanda interna para el segundo y tercer trimestre del presente año se estiman ahora en cerca de 1 punto porcentual por debajo de lo previsto en ese momento. Asimismo, reitera lo expresado en la parte de esta Reunión de Política Monetaria correspondiente a esta mañana, esto es, que una gran cantidad de componentes de la demanda y de las expectativas, como los indicadores de confianza; los volúmenes de importaciones de bienes intermedios y de capital, excluyendo transporte; y los indicadores de insumos para la construcción, entre otros, están en niveles cercanos a los observados tres años atrás y han deshecho el crecimiento acumulado desde entonces. Además, en el margen se aprecian atenuaciones o caídas adicionales en muchos de ellos, y las cifras más recientes de colocaciones, estándares de otorgamiento de crédito, agregados monetarios y percepciones de demanda crediticia confirman el débil estado de la demanda y la actividad agregada. Menciona que el único componente de la demanda que tendría una tendencia positiva de expansión es el consumo no durable, pero se asocia a la expansión de la masa salarial real, la que también se está desacelerando. Añade que el mercado laboral continúa ajustándose de acuerdo al rezago cíclico habitual.

Por el lado de los precios, señala que las proyecciones actuales para la inflación subyacente son similares a las consideradas hace dos meses, lo que, grosso modo, supone un escenario conservador que incluye el sorpresivo menor registro de inflación del mes de junio como un fenómeno transitorio. De todos modos, consigna que las expectativas privadas tienen implícita menos inflación hacia el segundo semestre, por lo que hay congruencia en términos de que el proceso de mayor inflación anual registrado recientemente no es de carácter permanente.

Manifiesta que en este contexto se deben situar las opciones de política, de manera de darle coherencia temporal a nuestro proceso colegiado de toma de decisiones. En efecto, con un escenario de inflación subyacente idéntico al del mes de abril, pero con indicadores de actividad significativamente peores que en ese momento y expectativas privadas de inflación a mediano plazo incluso menores, estima que no es plausible considerar hoy las mismas opciones que dos meses atrás. Además, lo expresado no le parece congruente con que se haya mantenido el sesgo a la baja desde entonces. A su juicio, la opción de bajar la TPM en 50 puntos base es al menos igualmente plausible en esta ocasión que mantenerla en su nivel actual.

Más allá de las opciones planteadas, el Consejero señor Pablo García expresa su concordancia con la alternativa planteada por la Gerencia de División Estudios de rebajar la TPM en 25 puntos base, manteniendo el sesgo a la baja de la última Reunión. Deja constancia que el argumento principal que no lo lleva a considerar una reducción de 50 puntos base en esta oportunidad, es que una reducción de esta magnitud no es esperada por el mercado hoy día. No obstante, manifiesta que ello no es un asunto ajeno al proceso de toma de decisiones del Consejo, sino que refleja, entre otras cosas, las distintas alternativas de política que se consideran en las Reuniones de Política Monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En razón de lo expresado precedentemente, el Consejero señor Pablo García manifiesta que en esta ocasión, su voto es por reducir la TPM en 25 puntos base, a 3,75% anual.

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 inicia su intervención agradeciendo el análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios que se contiene en la Minuta de Antecedentes para esta Reunión de Política Monetaria y en la Minuta de Opciones.

En lo que concierne al panorama internacional, expresa que, a su juicio, no se observan desviaciones significativas respecto del escenario planteado en el último IPoM; y que si bien se aprecia un grado mayor de debilidad en Europa y en los países emergentes, se mantiene el impulso proveniente de Estados Unidos de América y el crecimiento de China tiende a estabilizarse. Sin embargo, advierte que en esta última economía preocupa que algunos de los factores que parecen estar impulsándola, como el aumento de la inversión de gobiernos locales y la expansión del crédito, podrían traducirse en mayores desequilibrios a futuro.

En el plano interno, señala que la actividad ha seguido desacelerándose, con una mayor influencia de la demanda por bienes de consumo durables, especialmente automóviles; y que la inversión en capital fijo parece haberse estabilizado, en especial las importaciones de bienes de capital. Por su parte, el empleo sigue creciendo, aunque casi exclusivamente por el aporte del empleo por cuenta propia, mientras que los salarios nominales se han seguido acelerando y es previsible que ello se vea reforzado en el corto plazo por el ajuste en el valor del salario mínimo.

Añade que la inflación sorprendió ligeramente a la baja en junio; sin embargo, en los meses venideros debería ubicarse nuevamente por encima de 4,5% como resultado de las alzas de precios de la energía. Con todo, se mantiene la visión del Consejo de que el alza es transitoria y que ella retornará al interior de la banda a comienzos del próximo año.

En estas circunstancias, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que si bien su inclinación es por mantener la TPM en 4%, está dispuesto a votar por su recorte a 3,75%, dado que ello es consistente con el escenario delineado en el IPoM y con las expectativas casi unánimes del mercado en ese sentido. En su opinión, de no hacerlo, se corre el riesgo de dar una señal de duda sobre la transitoriedad de los desvíos de la inflación, algo que no está respaldado por los datos.

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 inicia su intervención destacando los siguientes aspectos que se han acumulado desde la Reunión anterior.

En lo concerniente al ámbito externo, destaca que en las últimas semanas se ha ido corroborando un fenómeno observado en los últimos meses, donde las condiciones de financiamiento externo y los términos de intercambio se han mantenido más favorables que lo anticipado algunos trimestres atrás. En su opinión, si bien ello no modifica el análisis general respecto de un cambio en el ciclo global, por ahora permite acotar el impacto que la variación de las condiciones externas ha tenido sobre el dinamismo de varios países en desarrollo, incluido Chile.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Menciona que en Europa han surgido nuevos signos de preocupación por los débiles datos que exhiben algunos países, particularmente Alemania, como por aspectos de orden financiero en algunos países de la periferia, que si bien no alteran nuestra proyección de que esa región debiera vivir un largo periodo de estabilidad, pone de manifiesto que su situación sigue siendo frágil.

En lo concerniente al ámbito interno, indica que las cifras de actividad fueron menores que lo anticipado, especialmente las referidas a los sectores ligados a la demanda interna, mientras que la inflación sorprendió marginalmente a la baja.

Agrega que en materia de actividad, se confirma que la economía ha entrado en un ciclo de desaceleración relevante, con una caída importante de la inversión, aunque ciertos indicadores exhiben estabilidad en la punta. Por otra parte, algunos componentes del consumo continúan desacelerándose, en línea con el menor dinamismo del mercado laboral y del crédito y el ajuste a la baja que presentan las expectativas de los consumidores.

Hace notar que la caída de la demanda coincide con la desaceleración del crédito, cuyas condiciones en el margen son algo más restrictivas, consecuencia natural del ciclo por el cual está atravesando la economía. En contraposición, las condiciones financieras y las tasas de interés se mantienen *grosso modo* bastante favorables y en algunos casos en mínimos históricos, reflejando que las condiciones monetarias han acompañado adecuadamente este proceso.

En relación con las proyecciones del IPoM, señala que el crecimiento para el presente año se ha corregido marginalmente a la baja, mientras que la inflación se ha revisado marginalmente al alza y superaría el 4% a fin de año. Por su parte, las proyecciones de inflación subyacente se mantienen virtualmente iguales a las de dos meses atrás. Añade que las condiciones macroeconómicas justifican la idea de que la alta inflación es un fenómeno transitorio, como se ha enfatizado anteriormente y lo consideran también las distintas expectativas del mercado; no obstante, por su importancia, merece ser seguido de cerca.

Por otra parte, comenta que las proyecciones de crecimiento del mercado para el próximo año también se han ajustado a la baja, anticipándose cifras algo inferiores al 4%. Manifiesta que ajustes en la estimación del crecimiento potencial podrían sugerir que la proyección del crecimiento antedicha no necesariamente generaría holguras que sean tan desinflacionarias, y que similar conclusión podría obtenerse de otros indicadores o precios financieros, como, por ejemplo, la estructura de tasas de los papeles. En su opinión, ello justifica que las expectativas de inflación a mediano plazo se encuentren cómodamente en torno a 3%, con proyecciones en la TPM que son similares a las consideradas en el último IPoM.

A juicio del Consejero señor Sebastián Claro, los elementos antedichos justifican validar el supuesto de trabajo del IPoM que considera que durante el segundo semestre se requerirían una o dos bajas de la TPM. En este sentido, indica que las condiciones macroeconómicas han evolucionado en línea con lo planteado en el IPoM, aunque ahora se espera una desaceleración algo más pronunciada, mientras que las proyecciones de inflación se mantienen altas en el corto plazo, pero contemplan una caída en los registros hacia el próximo año.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por bajar la TPM en 25 puntos base y por mantener el sesgo del Comunicado anterior y la cautela por la mayor inflación, entregando una señal al mercado de que si bien nuevos ajustes pueden ser posibles, esta decisión no debe ser interpretada como el inicio de un ciclo de bajas de la tasa rectora.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 y, en particular, al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes por la extraordinaria tarea que le ha correspondido asumir debido a la partida del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fines del mes de agosto próximo.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall consigna que las noticias acumuladas en el último mes reafirman el cuadro de marcada debilidad de la demanda y la actividad.

En lo que respecta al escenario externo, manifiesta que se han observado señales mixtas, no obstante las noticias provenientes de Estados Unidos de América, por el lado de las economías avanzadas, y las que se han conocido de China, entre las emergentes, dejan finalmente una sensación más bien positiva.

En este contexto, llama la atención sobre el deterioro en las perspectivas de algunas economías emergentes y, entre ellas, varias de América Latina.

En lo que dice relación con Chile, señala que el precio del cobre se ha mantenido en una trayectoria por sobre lo esperado, pero no se advierten elementos que permitan proyectar cambios permanentes de niveles de tendencia hacia adelante.

En el frente interno, observa que el comportamiento de la actividad y la demanda configuran un ciclo de desaceleración algo más prolongado e intenso que el anticipado, lo que encuentra correlato en el deterioro de los indicadores de confianza tanto de consumidores como de empresas.

Agrega que el mercado laboral entrega señales de mayores holguras, pero no se reflejan todavía en los índices de desocupación ni en el comportamiento de los salarios, que mantienen el dinamismo que traían.

Por su parte, el mercado del crédito da cuenta de contención o restricciones tanto por el lado de la oferta como de la demanda, lo que se traduce en una desaceleración de las colocaciones que resulta bastante pronunciada en algunos de sus componentes.

En materia de inflación, plantea que el registro del último mes sorprendió a la baja, lo que no ocurría desde hace varios meses. En su opinión, si bien ello no configura tendencia, brinda apoyo a nuestro diagnóstico de que el alza de la inflación observada en meses anteriores es esencialmente un fenómeno de carácter transitorio. Por ello, más allá de eventuales vaivenes que podrían presentarse en el corto plazo, considera que la tasa de inflación anual debería iniciar un proceso de convergencia a la meta en los próximos meses, tal como está contemplado en el escenario base.

En este contexto, señala que las opciones que deben ser evaluadas son las que sugiere la minuta de la Gerencia de División Estudios, que son la de mantener o bien bajar la TPM en 25 puntos base.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall comparte la visión de que la economía requiere un nuevo estímulo monetario. Por lo tanto, la disyuntiva, en su opinión, es proceder de inmediato o bien esperar hasta tener un escenario inflacionario más despejado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A su juicio, las últimas cifras inclinan la balanza a favor de la opción de recortar la TPM. En efecto, la debilidad en materia de demanda y actividad persiste e incluso se ha intensificado, mientras que el diagnóstico de un alza transitoria de la inflación permanece plenamente vigente. Además, el mercado comparte esta visión y espera mayoritariamente un recorte en esta Reunión. Por razones de orden táctico, ello refuerza la conveniencia de proceder con un ajuste en esta oportunidad.

Con todo, hace notar que la inflación anual se mantiene en niveles relativamente altos, que los salarios nominales siguen observando cierto dinamismo, y que el diagnóstico interno supone que ello debería moderarse en adelante. Sin embargo, considera que por razones prudenciales corresponde mantener un sesgo de política a la baja, pero supeditado siempre a la información que se vaya acumulando.

Antes de concluir su intervención, el Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa su positiva evaluación del acuerdo alcanzado por el Gobierno en materia de reforma tributaria. Más allá de los detalles, que no le corresponde comentar, estima que este acuerdo debería tener un efecto positivo, particularmente vía expectativas, en el proceso de recuperación económica.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que en esta oportunidad, su voto es por recortar la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 3,75%, y por conservar el tenor del Comunicado de la Reunión anterior.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el planteamiento efectuado por el Vicepresidente señor Enrique Marshall e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis que se ha presentado a consideración del Consejo.

En primer término, manifiesta que en el escenario externo se observan tendencias mixtas. En efecto, la economía de Estados Unidos de América continúa su proceso de recuperación, con mejoras claras en el empleo y también en la actividad, luego de la sorpresa negativa del primer trimestre; Europa mantiene sus ya tradicionales debilidades; en China, parece que se consolidan datos de crecimiento de acuerdo con lo esperado, esto es, algo mayores que 7%; y el resto del mundo emergente sigue desacelerándose, en particular América Latina. Con todo, estima que el panorama es ligeramente más positivo que hace un mes, debido a las mejores condiciones en Estados Unidos de América y China; porque los precios de las materias primas, en particular el del cobre, han aumentado; y las condiciones financieras en el mundo siguen siendo favorables. En todo caso, advierte que esto último podría cambiar si la Reserva Federal acelera su proceso de normalización monetaria, lo que es un riesgo a considerar.

En el ámbito interno, señala que la inflación sigue superando el rango de tolerancia del Banco Central, a pesar de que el registro del mes de junio fue menor que lo esperado. Más aun, de acuerdo con las proyecciones internas, es posible que suba de sus niveles actuales antes que bajar a dicho rango de tolerancia. Asimismo, más allá del dato del último mes —recuerda al efecto que el Banco Central no basa su análisis ni sus decisiones en datos puntuales—, la dinámica inflacionaria ha sido mayor que la esperada. En todo caso, se espera que estos niveles sean transitorios en cuanto la mayor parte del traspaso de la depreciación ya se habría producido y el menor crecimiento ampliaría las brechas de capacidad que implicarían menores presiones sobre los precios. Añade que la inflación subyacente está cerca de la parte superior del rango de tolerancia, esperándose que se mantenga en ese nivel por algunos meses, y que las expectativas siguen ancladas en el horizonte de política.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que el crecimiento del mes de mayo fue inferior a lo esperado, con lo que se consolida un primer semestre de baja actividad que no se revertiría en el futuro inmediato; que la inversión se mantiene con crecimientos negativos en doce meses, mientras que el consumo privado, liderado por el consumo de durables, ha mostrado signos importantes de desaceleración; y que la confianza empresarial muestra un deterioro significativo, como también la confianza de los consumidores, aunque en menor grado.

El mercado laboral, por su parte, sigue sólido en términos de la tasa de desempleo, aunque se aprecia un menor dinamismo en el empleo asalariado, compensado por el mayor dinamismo en los empleos por cuenta propia. Añade que los salarios nominales muestran una tendencia al alza.

En el escenario expuesto, considera que las opciones que presenta la Gerencia de División de Estudios son las correctas, aunque estima que la de reducir la TPM en 25 puntos base se impone en esta oportunidad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara considera que la opción de mantener la tasa de instancia es más concordante con una inflación que sigue por arriba del rango meta y respecto de la cual no se pueden descartar sorpresas en lo inmediato. Más aun, las estimaciones internas dan cuenta de que la inflación superará el 4% a fines de este año, lo que constituye un cambio frente a lo esperado hace un par de meses y en el último IPoM. Por otra parte, también es consistente con los salarios, que continúan subiendo por arriba de la inflación meta más el aumento esperado de productividad. Además, se espera que tanto la inflación como los salarios se moderen en los próximos meses debido a la actividad más débil, lo que permite privilegiar en esta ocasión la baja de la TPM. No obstante, plantea que esta baja en la actividad no debe llevar al Consejo a perder la calma y la prudencia, y debe evitar el actuar precipitadamente. De hecho, considera que lo hecho en los últimos meses, que ha sido gradual y sin precipitaciones, pero a su vez decidido, debe marcar la tónica en sus actuaciones futuras. Resalta que el mercado ha validado el accionar del Consejo y hoy, *ex - post*, se percibe como una estrategia exitosa. En este sentido, expresa que el Banco Central ha acompañado al ciclo con una política monetaria más expansiva, adelantándose a los hechos, pero sin precipitarse. Enfatiza que esta es la mejor contribución que puede hacer a un crecimiento sano y sostenible de la economía nacional.

Por otra parte, destaca que el Banco ya ha bajado la TPM en 100 puntos base —125 puntos base con el recorte que se acordará en la presente Reunión— desde el pasado mes de octubre y que las tasas de largo plazo se mantienen en niveles particularmente bajos. Añade que los costos de financiamiento se encuentran en niveles no vistos en años e incluso constituyen mínimos históricos en algunos casos, las tasas de los créditos hipotecarios están cerca de sus mínimos, los *spreads* en las tasas cortas son muy bajos, y hay amplia liquidez. A su juicio, todo ello lleva a concluir que la política monetaria más expansiva, junto con las condiciones de mercado, están produciendo un impulso relevante a la economía.

Manifiesta que la opción de bajar 25 puntos base, que a su juicio es la adecuada en esta ocasión, se basa en una actividad que sigue mostrando debilidad, incluso algo mayor que la esperada, lo que se traduciría en menores registros inflacionarios hacia adelante. Deja constancia que esta opción no dice relación con un dato de inflación puntual inferior a lo esperado, sino que con una moderación esperada de esta variable hacia adelante; y que también se fundamenta en un mercado laboral que si bien se mantiene estrecho en términos del desempleo y con salarios creciendo más que lo consistente con la meta de inflación, comienza a dar signos de mayor debilidad en cuanto a su composición, lo que hace prever menores presiones sobre los salarios y los precios en adelante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por los motivos antedichos, señala que su voto es por recortar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a 3,75% anual, y mantener el sesgo expansivo del último Comunicado.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a 3,75% anual.

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

N° 212-01-140715 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 3,75% 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 reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 3,75% anual.

En el ámbito externo, los antecedentes recientes confirman las perspectivas de recuperación de las economías desarrolladas, en particular de Estados Unidos, en tanto se observa un deterioro en las proyecciones de crecimiento para las emergentes. Las condiciones financieras externas continúan favorables. Respecto del precio de las materias primas, resalta el aumento del precio del cobre, mientras que los precios de los productos agrícolas han disminuido. El incremento de la inflación en América Latina contrasta con los bajos niveles que aún se observan en las economías desarrolladas.

Los antecedentes de la economía local muestran que el ritmo de expansión de la actividad y la demanda ha seguido reduciéndose. A la caída de la inversión se ha sumado una desaceleración del consumo privado. Aunque se observan señales de menor dinamismo del mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene baja. La inflación llegó en junio a 4,3% anual y se redujeron las medidas de inflación subyacente. Los salarios nominales incrementaron su tasa de crecimiento anual. Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3% anual. El escenario más probable sigue considerando que la inflación se mantendrá por algunos meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia para retornar luego a la meta, evolución que se continuará monitoreando con especial atención.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de la TPM de acuerdo a la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, 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.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16:45 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



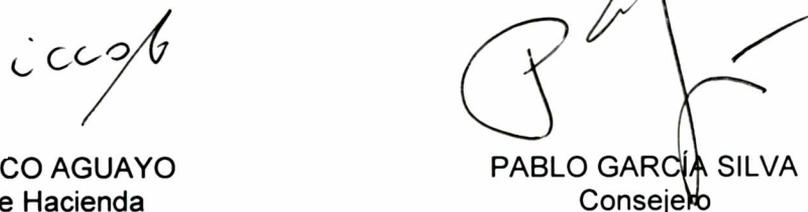
JOAQUÍN
UIZ-TAGLE
ro



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ALEJANDRO MICCO AGUAYO
Subsecretario de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe