



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 216
celebrada el día martes 18 de noviembre de 2014

En Santiago de Chile, a 18 de noviembre 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 Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Estadísticas Subrogante,
don Francisco Ruiz Aburto;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfare Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudia Soto Gamboa;
Economista Senior,
don Alfredo Pistelli Munizaga;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
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° 216, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2015 se celebre el día jueves 14 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Economista Senior de la Gerencia de División Estudios señor Alfredo Pistelli para efectos de que presente el escenario externo.

El señor Alfredo Pistelli 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, menciona que se ha acentuado la divergencia económica entre Estados Unidos de América y resto del mundo, ya que el primero ha fortalecido su senda de recuperación, registrando sorpresas positivas en actividad, desempleo, confianza y condiciones de negocio; y, por otro lado, han decepcionado la actividad en Japón, que cayó en recesión en el tercer trimestre, y la debilidad de la Zona Euro, que persiste, a pesar de registrar un crecimiento mayor que lo esperado en el tercer trimestre. Añade que las perspectivas europeas también se han visto amenazadas por una probable recesión en Rusia.

Hace presente que América Latina y China se han desacelerado. Tratándose de América Latina, destaca la baja actividad y la mayor inflación en Brasil, así como una mayor restricción de sus condiciones crediticias, lo que se ha traducido en un alza de su tasa de política monetaria, TPM, y en el fortalecimiento del dólar.

Por otra parte, hace notar una divergencia en materia de decisiones de política monetaria, ya que la Reserva Federal, Fed, terminó con su programa de compras de bonos y sorprendió con un tono *hawkish*, mientras que el Banco de Japón sorprendió con mayores estímulos y el Banco Central Europeo adoptaría estímulos adicionales, según declaraciones recientes de su Presidente señor Mario Draghi. Agrega que en las economías emergentes predominaron las mantenciones.

Asimismo, comenta la mejora de las condiciones financieras por normalización de la aversión al riesgo, luego del episodio de alta volatilidad registrado a mediados del mes de octubre, aunque no se descarta un nuevo episodio de volatilidad derivado de la divergencia en materia de política monetaria. Sobre el particular, precisa que el VIX disminuyó desde 25 a 14% frente a la Reunión pasada; los premios por riesgo cayeron; las tasas largas rebotaron en Estados Unidos de América, aunque se mantienen niveles bajos; las bolsas de valores se recuperaron; y que el resultado de los *stress tests* y análisis de la calidad de activos de los bancos europeos fueron bastante bien recibidos por el mercado.

Por último, resalta la caída del precio del petróleo, de 10% en el último mes, y la mantención del precio del cobre.

El señor Alfredo Pistelli prosigue con su presentación señalando que en términos de indicadores de actividad y empleo, destaca la fortaleza relativa de Estados Unidos de América, donde el PIB sorprendió positivamente y la tasa de desempleo lo hizo a la baja; que Japón cayó inesperadamente en recesión, registrando una tasa de crecimiento de -1,6% trimestral, en circunstancias que el mercado esperaba un aumento de 2,2%; que la Zona Euro experimentó un crecimiento mayor que el anticipado, pero se mantiene bajo; y que Alemania registró un crecimiento bastante modesto, pero positivo, lo que fue bien valorado.

Por otra parte, informa que los indicadores de perspectivas mostraron sorpresas positivas en Estados Unidos de América; y que en Europa, los indicadores de expectativas se mantienen en niveles bastante moderados y con algunas sorpresas negativas.



En términos de tendencias, se acentúa la divergencia que se observó en meses pasados entre Estados Unidos de América y el resto del mundo. En este sentido, precisa que los PMI manufactureros y la confianza de consumidores dan cuenta de un aumento de esta diferencia, con resultados positivos para Estados Unidos en el mes de octubre y bastante acotados para el resto de las regiones.

Con respecto a Estados Unidos de América, destaca la sólida recuperación de su mercado laboral. En efecto, la tasa de desempleo disminuyó hasta 5,8% en el mes de octubre, y la creación de empleo, si bien fue menor que lo esperado, generó 214.000 nuevos empleos no agrícolas, mayor que el *benchmark* histórico de 200.000.

Añade que la inflación se mantiene bastante contenida, donde el PCE exhibe registros inferiores a 2% en los últimos 24 meses y no se advierten mayores diferencias entre el PCE *core* y PCE total.

Los costos laborales, por su parte, presentaron una aceleración muy marginal, de 0,8% trimestral, mayor que el aumento de 0,5% esperado, pero en términos anuales exhibe una tasa de crecimiento de 2%, que se considera una variación bastante contenida aún.

Hace presente que la Zona Euro registró en el tercer trimestre una tasa de crecimiento levemente mayor que la esperada, pero mantiene un ritmo lento; que la actividad y perspectivas se mantienen débiles, lo que se ve agravado por el deterioro de Rusia, que registraría una recesión el próximo año. Francia, por su parte, experimentó un crecimiento mayor que el proyectado, aunque moderado, y Alemania registró una tasa de crecimiento positiva, constituyendo esta una buena noticia. Agrega que las proyecciones de crecimiento de la Comisión Europea se han revisado a la baja, esperándose para el próximo año una tasa de crecimiento de 1,1%, menor que el 1,7% anticipado en mayo último; y que el Banco Central Europeo presentará sus nuevas proyecciones el próximo mes, las que deberían concordar con estas últimas.

Manifiesta que en Japón se esperaba un crecimiento de 2,2% para el tercer trimestre luego del débil comportamiento mostrado por la actividad en el trimestre anterior; no obstante, el registro fue menor que lo anticipado, debido a que el consumo creció significativamente menos de lo esperado. Informa que en respuesta a ello, en el día de hoy, el Primer Ministro señor Shinzo Abe pospuso el alza de impuestos para el mes de octubre del 2015 y adelantó para diciembre próximo las elecciones de la Cámara Baja que estaban programadas para el año 2016.

En cuanto a China, indica que el PIS del tercer trimestre, de 7,3% anual, dio cuenta de una desaceleración gradual, acorde con lo esperado; y que el mercado inmobiliario sigue mostrando correcciones en sus precios en la mayoría de las ciudades, los que caen en términos anuales.

Con respecto a América Latina, resalta su bajo dinamismo. Al respecto, advierte que los indicadores mensuales de actividad de Argentina, Venezuela, Brasil y Perú dan cuenta de un crecimiento muy bajo; que la confianza de los consumidores se ve bastante débil; y que desde el último Informe de Política Monetaria, IPoM, las proyecciones de crecimiento se han revisado sistemáticamente a la baja, en particular en Brasil, donde se esperan tasas de crecimiento levemente por sobre 0% este año y de 1% en 2015. Añade que el Banco Central de Perú, en su último Informe de Política Monetaria, revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento para este y para el próximo año.

Además, comenta que las condiciones crediticias en América Latina y en otras economías emergentes se han vuelto más restrictivas en el tercer trimestre.



Al proseguir con su presentación, el señor Alfredo Pistelli señala que la inflación esperada para el año 2015 sigue bastante contenida, salvo en Brasil, donde las proyecciones se han ajustado sistemáticamente al alza.

Hace notar que el contexto de divergencia económica mencionado también se ha materializado en materia de política monetaria, ya que la Fed dio término al programa de compra de bonos con un tono *hawkish*, mientras que Japón aumentó el estímulo y el Presidente del Banco Central Europeo señor Mario Draghi mantuvo sus declaraciones de carácter más *dovish*. En las economías emergentes, en tanto, predominaron las mantenciones de las respectivas tasas rectoras, y en Rusia destacó la flexibilización cambiaria que llevó a una depreciación importante del rublo.

Japón, por su parte, sorprendió al mercado con medidas expansivas adicionales, ya que aumentó su programa de *Quantitative Easing*, QE, e introdujo una modificación en sus fondos de pensiones gubernamentales. Tratándose del QE, aumentó la meta de expansión de la base monetaria de 60 - 70 trillones hasta 80 trillones anuales, principalmente mediante compras de bonos de gobierno. Hace presente que esta medida responde a la caída de la inflación subyacente y a las expectativas para el año 2015, que la sitúan bajo el 2%, explicadas a su vez por el menor precio del petróleo y un efecto menor que lo esperado de las medidas de estímulo, debido al mayor impacto del alza del IVA sobre el consumo. En cuanto a la medida que afectó a los fondos de pensiones, señala que el gobierno rebalanceó el fondo de pensiones estatal, aumentando la participación de acciones de 35 a 60% y reduciendo la de la deuda local de 50 a 25%, lo que se tradujo en un aumento importante en la bolsa de ese país. Resalta que este fondo de pensiones es el más grande del mundo en términos de activos, alcanzando estos a US\$ 1 trillón; y es seguido por el fondo noruego, cuyos activos ascienden a US\$ 850 billones.

En materia de tasas de interés, consigna que las tasas largas repuntaron en Estados Unidos de América y en menor grado en la Zona Euro, pero se mantienen en niveles bajos.

Además, comenta que la aversión al riesgo se ha normalizado. En efecto, luego del episodio de alta volatilidad observada a mediados del mes de octubre, el VIX ha caído y las bolsas de valores han exhibido un rebote importante. En todo caso, no se descartan nuevos episodios de este tipo, considerando la divergencia que se observa en materia de política monetaria en las economías desarrolladas.

Por otra parte, indica que las bolsas de valores se recuperaron en el último mes; que el dólar de Estados Unidos de América se fortaleció de manera generalizada, apreciándose en torno a 2% frente a la Reunión pasada y en 10% desde el mes de julio último; y que el rublo y el yen son las monedas que registraron una mayor depreciación en el período que se informa.

A continuación, hace referencia a los *commodities*. Sobre el particular, consigna que los precios presentaron movimientos mixtos y mantuvieron niveles inferiores a los registrados en el último IPoM. Destaca, en especial, la caída del precio del petróleo, en torno a 10%, que se atribuye no solo al aumento de la producción, baja demanda y la fortaleza del dólar estadounidense, sino que también a ciertas dudas de la OPEP respecto de si se acordarán recortes de la producción en la reunión que se celebrará el 27 de noviembre próximo. A este respecto, informa que Venezuela y Ecuador están presionando por recortes, mientras que otros países que no han manifestado una posición definitiva, como es el caso particular de Irak y Arabia Saudita, que han rebajado los precios de exportación de petróleo a Estados Unidos de América con el fin de conservar su participación de mercado en esa economía.



Atendido lo anterior, comenta que la trayectoria de precios futuros de petróleo y gasolina se ha corregido a la baja y hasta US\$80 el barril tratándose del petróleo WTI.

Agrega que la Agencia Internacional de Energía ha revisado sus proyecciones en lo que concierne al petróleo. En efecto, para el corto plazo anticipa un mercado bien abastecido por Estados Unidos de América, mientras que para el largo plazo mencionan un elemento de riesgo derivado de la mayor relevancia del Medio Oriente en lo que se refiere a aumentos de producción.

En relación con el precio del cobre, manifiesta que no registró mayor variación desde la última RPM; que el CRU, en su informe correspondiente al tercer trimestre, proyecta balances más ajustados; y que las importaciones chinas sorprendieron al alza en el mes de octubre.

Al finalizar su presentación, indica que los precios de alimentos cayeron levemente en el mes de octubre y que las perspectivas futuras son levemente menores.

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

El Consejero señor Pablo García hace referencia al precio de los *commodities*. En relación con el precio del petróleo, señala que se anticipa un posible acuerdo entre Irán y el resto de los países para evitar recortes en la producción, pero también la inexistencia de un déficit de oferta hacia fines de la década, lo cual se traduce en un escenario de precios bajos que es de carácter bastante más persistente. Tratándose del precio del cobre, en cambio, se anticipan aumentos de producción bastante más modestos, a lo que se suma que la demanda del metal por parte de China seguiría creciendo a una tasa de 4% y los inventarios actuales no son tan reducidos. En consecuencia, si bien los precios de *commodities* presentan una caída generalizada, hacia el mediano plazo el panorama para el precio del petróleo sería más negativo que para el precio del cobre.

El Consejero señor Joaquín Vial advierte sobre el resurgimiento de las dudas respecto de las cifras de crecimiento de China, razón por la que plantea la conveniencia de efectuar un análisis más profundo sobre el ciclo de esa economía a partir de los datos de importaciones e identificar posibles impactos por regiones, especialmente Asia emergente, que es un socio comercial relevante.

Con respecto al mercado del petróleo, manifiesta su concordancia con lo expresado por el Consejero señor Pablo García en cuanto a que se advierte un cambio de fondo en dicho mercado. De hecho, precisa que del cambio que ha introducido la Agencia Internacional de Energía en el escenario del precio del petróleo es suficientemente significativo como para tener un impacto macro a nivel global de importancia. Atendido lo expresado, sugiere contar con una revisión de este mercado para la discusión del próximo IPoM.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al precio del petróleo y su corrección a la baja. Sobre el particular, llama la atención sobre la volatilidad que ha exhibido el precio del petróleo WTI y la fuerte caída registrada a mediados del año 2012, oportunidad en que los futuros probablemente anticiparon que su precio se mantendría en ese nivel por mucho tiempo.



Atendido lo expresado, señala que son dos los análisis que se podrían hacer sobre la materia: el primero de ellos, tener algún grado de percepción sobre cuán volátil es el precio del petróleo para fines de determinar si estamos dentro o fuera del rango razonable en términos de movimiento a determinados plazos; y el segundo, confirmar la percepción que da cuenta de un cambio permanente en la estructura del mercado del petróleo, en que se le atribuye un peso mayor a la oferta que a la demanda. Lo expresado, con el objeto de tener una percepción de cuán sensible y volátil puede ser dicho precio.

En lo que concierne al dólar, se ha destacado la creciente divergencia económica entre Estados Unidos de América y el resto del mundo, y el consiguiente fortalecimiento del dólar. A este respecto, plantea la conveniencia de efectuar un análisis más detallado sobre la evolución de dicha moneda frente al euro y al yen en términos históricos, con el objeto de tener alguna noción sobre la magnitud de la apreciación adicional que podría tener esta moneda en los mercados internacionales.

El señor Alfredo Pistelli comparte la percepción de los señores Consejeros respecto del precio del petróleo y del cobre, en el sentido que la baja del primero sería de carácter más estructural, en tanto que en el caso del precio del cobre habría elementos que impiden su caída. Hace presente el *World Energy Outlook* ha enfatizando últimamente sus dudas respecto del aumento en la producción futura. En efecto, advierte un mercado fuerte, bien abastecido en el corto plazo por una mayor producción en Estados Unidos de América, lo que soporta precios bajos, pero reconoce cierta incertidumbre en cuanto a la mantención de este grado de abastecimiento, en particular, cuando el mercado del petróleo comience a depender mayormente de aumentos de producción en el Medio Oriente.

Por último, indica que se profundizará el análisis sobre la fortaleza del dólar con miras al próximo IPoM.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon expresa que el comportamiento del precio del cobre y del petróleo en el largo plazo es un aspecto muy relevante, pero no afecta mayormente las proyecciones que se incorporarán en el próximo IPoM. Agrega que en el horizonte de proyección a dos años, los factores de oferta del mercado del petróleo contribuirán a la mantención de precios bajos; tratándose del cobre, en cambio, se observan variaciones que se asocian mayormente a factores de demanda.

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 materia de actividad, indica que las perspectivas de la economía se han deteriorado. En efecto, las expectativas de consumidores y empresarios son más pesimistas que las observadas con ocasión del IPoM del mes de septiembre, y las proyecciones de crecimiento para este y para el próximo año son menores que lo previsto en dicho Informe.

Atendido lo anterior, se anticipa una tasa de crecimiento para el año 2014 que se sitúa en el límite inferior del rango de 1,75 - 2,25% consignado en el último IPoM. Hace presente que la mayor corrección se observa en las actividades de recursos naturales, particularmente en la minería, que en el tercer trimestre tuvo un comportamiento más bajo que lo previsto por factores transitorios y otros de carácter permanente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión Nº 216

Página 7 de 22

En cuanto a la demanda interna, señala que el consumo evolucionó en línea con lo proyectado, mientras que la inversión registró una contracción bastante mayor, especialmente el componente de maquinarias. Informa que ello se ha traducido en un ajuste significativo del gasto interno, mayor que el contemplado en el último IPoM, con lo cual la proyección preliminar del déficit de cuenta corriente para el año 2014 cercana a 1,3 puntos del PIB, medio punto menor que lo estimado en dicho Informe.

En materia de inflación, menciona que el registro del mes de octubre superó significativamente las proyecciones internas y, con ello, elevó la inflación hasta 5,7% en doce meses, cifra que es alta desde una perspectiva histórica. Agrega que las expectativas de mercado y la proyección interna apuntan a que estos mayores registros inflacionarios tendrían un carácter transitorio.

A título de último hecho destacado del mes, manifiesta que para esta Reunión, el mercado espera mayoritariamente la mantención de la TPM en 3%.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación consignando que en el escenario de proyección, las expectativas de empresarios y consumidores se han deteriorado respecto de lo observado con ocasión del IPoM pasado, esperándose para el año 2015 una tasa de crecimiento del orden del 3%, en circunstancias que un año atrás esta superaba el 4%.

Añade que de acuerdo con las cifras de corto plazo de Cuentas Nacionales publicadas en el día de hoy, el PIB creció 0,9% menos en el tercer trimestre que lo estimado en el IPoM del mes de septiembre, explicado en partes iguales por el PIB Resto y recursos naturales.

En lo que concierne al PIB Resto, comenta que la velocidad estimada para el cuarto trimestre se mantiene en torno a 2% en términos anualizados. En este aspecto, consigna que la menor velocidad de la inversión y del consumo se contraponen con la del sector agro, cuyos antecedentes de empleo y algunas perspectivas recogidas de la propia industria apuntan a una recuperación mayor que la proyectada en el mes de septiembre, y también con la del sector de servicios personales, que ha exhibido un dinamismo sostenido y tiene bastante inercia. Por su parte, la velocidad del PIB total es algo más apreciable que la del PIB Resto, muy influida por el sector de la minería, que si bien no tuvo un buen rendimiento en el tercer trimestre, este sería de carácter transitorio y se recuperaría durante el último cuarto del año.

En términos de la demanda interna, resalta que la contracción registrada en el tercer trimestre es mayor que la del producto -1,6 puntos porcentuales-, lo que significa que el ajuste del gasto en los componentes transables fue muy superior al de los componentes de la oferta. Ello tiene como contrapartida una desacumulación de inventarios mayor que la anticipada, en línea con un crecimiento de las importaciones menor aún que el previsto en el IPoM.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la oportunidad en que los inventarios dejarían de ajustarse.

El señor Miguel Fuentes señala que se está trabajando en determinar el nivel absoluto de inventarios, complementando la información disponible con datos de la nueva encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas y de las FECU, ya que es un elemento de primer orden para la proyección del déficit de la cuenta corriente del próximo año. En todo caso, anticipa que dicho nivel es bajo y que debería seguir disminuyendo.



En lo concerniente al consumo privado, comenta que evolucionó según lo anticipado. No obstante, atendidas las menores expectativas de consumidores y la continua desaceleración del mercado laboral, se ha revisado a la baja la proyección consignada en el IPoM.

En el consumo de gobierno, por su parte, hubo una sorpresa cercana a 2 puntos porcentuales respecto de lo proyectado en dicho Informe, que se asocia a un comportamiento muy contractivo del gasto extrapresupuestario, que cayó cerca de 40% en el trimestre, de acuerdo con las cifras publicadas por la Dirección de Presupuestos. Hace presente que se ha asumido que la caída del consumo no se recuperará en el cuarto trimestre y que la parte bienes y servicios se ejecutará en un 100%, que es la parte que afecta al consumo de gobierno.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación señalando que la inversión exhibió un dinamismo menor que el previsto debido a un retroceso de las compras de maquinarias mayor que el anticipado. El componente construcción y obras, en cambio, registró una caída menor que lo proyectado, pero para los meses venideros se espera que esta sea más débil aún que lo consignado en el último IPoM. En consecuencia, el ajuste más importante en términos cuantitativos se advierte en la parte de maquinarias y equipos, lo que es coherente con un ajuste de la parte transable de la demanda interna muy significativo, que se traduce en un déficit de cuenta corriente menor que el proyectado previamente.

Acorde con lo anterior, precisa que el ajuste del gasto interno llevaría a un déficit de cuenta corriente para este año sería en torno a -1,3% del PIB, medio punto menos que lo contemplado en el Informe de septiembre.

Con respecto al mercado laboral, indica que la tasa de desempleo cayó marginalmente y que la contrapartida ha sido un ajuste de la masa salarial real, que explica, a su vez, parte de la desaceleración del consumo privado.

Además, consigna que el ajuste del mercado laboral ha sido más notorio en el empleo que en los salarios nominales. En efecto, la evolución cíclica de los cambios de la tasa de desempleo ha estado, *grosso modo*, en línea con el crecimiento anual del IMACEC, y si bien el registro actual de desempleo no es alto en una perspectiva histórica, ha subido en línea con la desaceleración de la actividad. El crecimiento de los salarios, en cambio, ha mostrado una persistencia algo mayor.

El señor Miguel Fuentes destaca el repunte del empleo asalariado en los últimos meses, que se asocia a los empleos del sector público y a un efecto base de los empleos en la agricultura, sector que el año pasado se vio afectado por heladas.

Recuerda que otros indicadores utilizados habitualmente para analizar las holguras del mercado laboral son los índices de vacantes y las solicitudes de seguros de cesantía. Sobre el particular, menciona que estos siguen mostrando un panorama similar al observado en meses previos. En efecto, la razón de vacantes a desempleados sigue aumentando; la creación de vacantes todavía exhibe tasas de crecimiento negativas; y las solicitudes de seguros de cesantía, en tanto, si bien registraron algún grado de reversión en el dato reciente, siguen en niveles altos.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que hasta el segundo trimestre del año se advertía una trayectoria del ingreso disponible acorde con la trayectoria del consumo. No obstante, en los últimos meses se observa una fuerte caída del consumo que no se condice con los datos de empleo, de salarios y de masa salarial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes hace presente que el consumo exhibe tasas de crecimiento en torno al 2%, en tanto que la masa salarial lo hace a tasas mayores. De hecho, se ha reducido la proyección de consumo para el último trimestre del año, en línea con un deterioro de las expectativas.

En materia de inversión, comenta que los datos de importaciones de bienes de capital al mes de octubre muestran una contracción adicional, contrariamente a la reversión esperada; y que el Catastro de Bienes de Capital revisó las proyecciones a la baja, apuntando ahora a una disminución del nivel de inversión en el sector construcción.

Con respecto a los datos de comercio exterior al mes de octubre, resalta la contracción interanual de las importaciones de bienes de consumo y que no se anticipa una reversión en lo que resta del año.

Por otra parte, hace presente que el débil desempeño de la minería en el tercer trimestre del año respondió a una combinación de elementos persistentes, como pérdida de ley, y otros de carácter transitorio, como algunas mantenciones que afectaron algunas faenas relevantes. Para el cuarto trimestre, en tanto, se ha asumido que esta situación se revertirá parcialmente. De hecho, consigna que de acuerdo con lo informado por el Sistema Interconectado del Norte Grande, SING, se debería observar un rebote en el Imacec minero. Además, habría un efecto compensatorio o un *semishock* de oferta en EGA, atendido el significativo aumento de la generación hídrica, lo que conjuntamente con lo anterior, explica que nuestra proyección de crecimiento para el cuarto trimestre del año sea algo mayor que la prevista por el mercado.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación haciendo referencia a las proyecciones. Anticipa que el PIB cerraría el ejercicio con un crecimiento de 1,8% en doce meses, cifra que estaría sujeta a los acontecimientos en el sector minero en lo que resta del año.

En cuanto a la proyección de corto plazo para el primer trimestre del año 2015, se espera una variación de 1,9%, esto es, 0,8 puntos porcentuales menor que la implícita en el IPoM del mes de septiembre.

Tratándose de la demanda interna, se anticipa una caída de 0,8% para el presente año, que se explica por un descenso de la formación bruta de capital fijo de 6,3%, empujada a su vez por una mayor contribución negativa de maquinarias y equipos.

El Consejero señor Sebastián Claro hace notar la magnitud del ajuste de la inversión, y consulta si esta corrección refleja la debilidad de la inversión hasta ahora o si incluye también algún juicio sobre una falta de recuperación de los niveles en adelante.

El señor Miguel Fuentes indica que se esperaba un aumento de la inversión de 10% por un efecto base, atendido que el registro del cuarto trimestre del año pasado fue muy bajo, en particular el componente de maquinarias y equipos; que la construcción ha tenido una evolución acorde con lo anticipado; y que para los meses venideros se espera una mantención de niveles, que sería algo más prolongada que lo previsto.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y señala que el registro de Imacec del mes de octubre estaría en torno a 1,7%, mayor que el 1,5% esperado por el mercado. Asimismo, anticipa que durante los próximos seis meses se observarían registros acotados, inferiores a 3%, salvo en diciembre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo que dice relación con el mercado financiero, informa que en el mes de octubre, los créditos de consumo continuaban mostrando un comportamiento mixto. Los créditos comerciales e hipotecarios, en tanto, presentaron una leve aceleración, en un contexto en que las tasas siguieron bajando.

Agrega que las tasas *benchmark* a plazos más largos se mantienen bajas en una perspectiva histórica. Las tasas de los BCU-2, en cambio, exhiben un alza de 20 puntos base, acorde con el ajuste a la baja de las expectativas de inflación para el año y la disminución de la demanda por dichos papeles.

En términos de la descomposición de premios, indica que el modelo interno da cuenta de un reciente aumento de premios en las tasas a 2 y 10 años, pese a la estabilidad que exhibe el nivel de las mismas. Manifiesta que esta alza en los premios obedece principalmente al aumento de la incertidumbre y discrepancias sobre la inflación esperada a un año.

Por otra parte, hace notar que el peso exhibió bastante volatilidad durante el mes, depreciándose \$6 frente a la Reunión anterior. Acota que esta variación es coherente con sus fundamentos, en particular con la apreciación multilateral del dólar; y que con ello, el tipo de cambio real se apreció algo más de 3% respecto del cierre del IPoM del mes de septiembre, ubicándose en 97,5.

En materia de inflación, destaca que el IPC del mes de octubre elevó la inflación total hasta 5,7% en doce meses, y que la mayor aceleración se observa en el IPC total por sorpresas en el componente de alimentos, mientras que el IPCSAE ha tendido a mantenerse en torno a 4%.

Con respecto a la inflación esperada para el mes de diciembre, informa que se ha revisado al alza, hasta 5,1% en términos anuales, y que podría ser objeto de ajuste por algún efecto relacionado con el componente vegetales.

Asimismo, hace notar que las expectativas de inflación a un año muestran un aumento en su dispersión, en tanto que a 23 meses siguen bastante alineadas en 3%.

Añade que la significativa caída que han registrado los precios de la gasolina a nivel internacional se han traspasado a los precios internos; no obstante, el MEPCO ha suavizado las fluctuaciones de estos precios.

Por otra parte, hace presente que la proyección de inflación para los próximos cinco meses se ha corregido al alza por una mayor inflación en el componente servicios del IPCSAE, que se asocia fundamentalmente a efectos directos de segunda vuelta por los elementos indexados del IPC. En particular, comenta que para el mes de marzo, se proyecta una inflación de 0,6%, dos décimas mayor que la que reflejan los seguros, y que la inflación acumulada entre los meses de noviembre de 2014 y marzo de 2015 alcanzaría a 1,8%.

En relación con los precios de los combustibles, se ha asumido en la proyección una caída acorde con la que exhiben los precios internacionales, y que alcanza a dos décimas del IPC hasta el mes de marzo. Agrega que lo anterior tiene una incidencia de alrededor de media décima de menor inflación por mes respecto de lo contemplado en la Reunión previa.

Manifiesta que de acuerdo con la estimación de inflación a fin de año, esta se ubicaría en 5,1%; que el registro del mes de noviembre sería de 0,1% y el de diciembre de -0,1%.



Por último, deja constancia que las expectativas de inflación de mercado se han corregido a la baja con respecto a la Reunión anterior y en mayor magnitud que lo que indica la proyección interna; y que, de hecho, para el mes de marzo, este anticipa un registro cercano a 0,4%, inferior al 0,6% proyectado internamente.

Al concluir su presentación, informa que el consenso de mercado estima que la TPM continuará en 3% en los próximos meses, y que las expectativas de los analistas muestran casi por unanimidad la mantención de dicha tasa en esta Reunión y en la del mes de diciembre.

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 Joaquín Vial hace notar el creciente aumento que exhibe el IPCSAE desde mediados del año pasado, y consulta si los modelos más estructurales anticiparon la trayectoria observada.

En relación con la dinámica de salarios, solicita se precise si cabe esperar un aumento de los salarios reales atendida la menor inflación que se proyecta para el primer trimestre del próximo año. Lo expresado, pensando principalmente en su posible impacto sobre la demanda.

Por otra parte, expresa que la apertura de la inversión entre maquinarias y equipos y construcción es poco informativa, razón por la que sugiere tener alguna aproximación a los datos sobre inversión pública e inversión privada.

Por último, plantea la conveniencia de realizar un monitoreo de los flujos de capitales en las economías emergentes y en Chile en particular, porque pueden convertirse en un factor con implicancias negativas en materia cambiaria, que puede traducirse además en una sorpresa inflacionaria.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea la conveniencia de realizar una evaluación algo más gruesa de la inflación y no sobredimensionar el último dato, que por cierto fue muy significativo.

En su opinión, es preciso dilucidar las razones que explican un aumento de la proyección del IPCSAE desde el 2,8% consignado en el IPoM del mes de marzo a una cifra superior a 4% en el día de hoy, en un contexto en que la proyección del PIB para este año se ha revisado a la baja en casi 2 puntos porcentuales y el tipo de cambio de real no ha experimentado mayor variación frente a lo esperado entonces.

El Consejero señor Pablo García hace notar que por primera vez se presenta el empleo público y privado por separado. Resalta que el empleo asalariado privado, que crecía 4% en el año 2013, hoy lo hace a una tasa de 0%, en tanto que el ajuste del empleo asalariado ha sido menor que 2 puntos porcentuales. Agrega que si bien se desconoce si ha habido alguna decisión de política pública por parte del Ejecutivo en orden a incrementar planes especiales o de emergencia, se advierte que quienes están entrando a la fuerza de trabajo lo están haciendo al sector público. En su opinión, es necesario determinar qué explica este comportamiento sectorial tan peculiar para un mejor entendimiento de lo que acontece en el mercado laboral.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con respecto a la inflación, es preciso tener una perspectiva más estructural, e incorporar un grado de incertidumbre a nuestras proyecciones, que es significativa y mayor que la estimada *a priori*.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que la inflación sigue siendo un factor de riesgo, porque si bien las proyecciones de corto plazo son tranquilizadoras, varios elementos podrían afectarlas, sacándonos de la convergencia que se ha anunciado y dificultando el manejo de la política monetaria. En razón de ello, enfatiza en la necesidad de estar alertas, más aún en un contexto en el que la actividad seguirá mostrando debilidad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que los dos aspectos a destacar son la caída de la actividad y la inflación, que excede significativamente el límite superior del rango meta. Sobre este último aspecto, indica que el Banco ha manifestado que es de carácter transitorio y que está ligada al tipo de cambio y a algunos elementos puntuales en lo más reciente. En su opinión, es un discurso bastante razonable, que debe mantenerse, porque todos los argumentos más fundamentales dan cuenta de ello.

No obstante, plantea que en la medida que se cumplan las proyecciones comentadas previamente, totalizarán doce meses de registros inflacionarios superiores a 4%, situación que, desde nuestra perspectiva, produce incomodidad e intranquilidad.

A su juicio, es preciso reevaluar algunas de las variables que son claves en las tendencias inflacionarias a mediano plazo. En particular, para evaluar las holguras de capacidad, que siempre son difíciles de medir, considera clave mirar, además de nuestros propios cálculos de brecha de producto, los desarrollos en el mercado laboral, los salarios, el traspaso de la depreciación a los precios, entre otras. Agrega que en un ambiente de fuerte ajuste de los precios relativos como el que vive Chile hoy, en que se requiere una reasignación importante de recursos entre sectores, las mediciones de brecha del producto se hacen aún más inciertas.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon precede a responder las consultas y comentarios.

En primer término, indica que la incertidumbre de la proyección es muy significativa, como queda de manifiesto al observar el *franchart*. En todo caso, comenta que la incertidumbre es menor para la inflación *core*, razón por la que los análisis se enfocan mayormente en esta variable y no en la inflación *headline*.

En segundo lugar, señala que, en su opinión, no somos muy mecánicos respecto del uso de la brecha. Sobre este aspecto, manifiesta que la brecha, si bien es uno de los elementos considerados para realizar las proyecciones, no es el más importante y, por lo tanto, no determina completamente dichas proyecciones. De hecho, el utilizar los modelos MAS y MEP por separado apunta justamente a ello. El MEP es un modelo que depende mucho de la brecha, y es por ello que con este modelo la actividad e inflación son más bajas hacia adelante; el modelo MAS, en cambio, no la considera. Es más, si se calculara la brecha implícita en el MAS, esta sería positiva y, por lo tanto, la relativa baja inflación que tiene ese otro modelo no está explicada por la brecha, sino que por otros elementos. Sin perjuicio, de considerar no ser mecánicos respecto del uso de la brecha, señala que se podría avanzar en tratar de encontrar nuevos elementos y nuevas explicaciones de lo que está aconteciendo en la economía.



A su juicio, es muy relevante efectuar el ejercicio de revisar en detalle lo que acontece con el IPC, atendida la importancia de entender la naturaleza de las distintas sorpresas para informar correctamente los modelos de proyección en adelante. En este sentido, plantea que es muy distinto cometer un error producto de un juicio equivocado que cometerlo por hechos exógenos identificables fácilmente y que no se repetirían en el futuro.

Hace presente que el IPoM del mes de marzo, la estimación de la inflación *core* era de 2,8%, pero se corrigió fuertemente en el Informe siguiente hasta 3,7% debido a un error de juicio. En efecto, se consideró que las sorpresas inflacionarias negativas observadas especialmente en los meses de enero y febrero iban a ser de carácter persistente, atendidas las condiciones cíclicas de la economía en ese entonces, pero no lo fueron. Hubo un error de juicio, porque la inflación fue mayor en todos los bienes, no solamente en algunos componentes puntuales. Por el contrario, desde el mes de junio a la fecha, período en que la estimación de la inflación *core* se ha revisado desde 3,7 a 4,1%, hay un grado de error de juicio, pero concentrado básicamente en elementos puntuales. En su opinión, esa diferencia en la naturaleza de la sorpresa es esencial para efectos de las proyecciones del próximo IPoM.

Expresa que, a diferencia de lo que ocurrió con ocasión de los Informes de junio o septiembre, las sorpresas inflacionarias, si bien son de importancia, no cambian de ninguna manera esencial el encuadre macro general.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:35 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° 216, 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 mayo de 2015 se efectuará el día jueves 14 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

Hace presente que las noticias conocidas durante este mes dan cuenta de un escenario externo donde se ha acentuado la divergencia entre la evolución de la economía de Estados Unidos de América y la de la mayoría de los otros países desarrollados, y donde las economías emergentes presentan una mayor debilidad. Asimismo, muestra que distintos factores han intensificado la presión a la baja sobre el precio de las materias primas, especialmente el del petróleo, y que si bien el episodio de aumento de volatilidad del mes pasado se moderó, es muy probable que se registre una mayor volatilidad en los mercados financieros y un fortalecimiento del dólar estadounidense más marcado. Con todo, señala que en lo que dice relación con Chile, el escenario internacional sigue siendo relativamente favorable y no muy distante del planteado en el IPoM.

En el plano local, menciona que los datos del tercer trimestre y los primeros indicadores del cuarto confirman el panorama de marcada debilidad de la economía discutido en los últimos meses. Así, anticipa que durante el presente año, la economía crecería solo un 1,8%, situándose en la parte baja del rango de proyección propuesto en el IPoM pasado.



Plantea que si bien la evolución de la actividad económica en estos meses ha estado dentro de lo esperado, es importante reconocer que durante el mes de octubre las perspectivas de crecimiento para el año 2015 continuaron descendiendo, al tiempo que los distintos indicadores de expectativas empresariales y de hogares no exhibieron señales de mejora. En este contexto, comenta que la inversión continúa sorprendiendo a la baja, especialmente en su componente de máquinas y equipos, pero también en el más persistente de construcción y obras.

Indica que aún es temprano para dilucidar cuáles serán las implicancias del empeoramiento de las perspectivas de actividad local sobre la capacidad de la economía para retomar fuerzas el año que viene, sobre la evolución de las brechas de capacidad y sobre la velocidad de convergencia de la inflación hacia la meta. Sin embargo, informa que el análisis interno preliminar sugiere que el impulso monetario actual es coherente con la convergencia de la inflación a los niveles deseados dentro del horizonte habitual de proyección.

El señor Alberto Naudon consigna que durante el último mes, la noticia más significativa vino por el lado de la inflación, que durante el mes de octubre sorprendió considerablemente al mercado y al Banco, ubicándose en 5,7% en su registro anual. Hace notar que con este registro se cumplieron siete meses en que la inflación supera el rango superior de la banda objetivo y que, de acuerdo con las estimaciones internas, es probable que siga siendo el caso por un período prolongado. Con ello, la inflación a fines de año terminaría en niveles algo por sobre el 5%, lo que implica una corrección de alrededor de un 1% al alza respecto de la estimación del IPoM del mes de septiembre. Agrega que esta sería la segunda vez que se introduce una corrección importante a la estimación de inflación en el año, ya que con ocasión del IPoM del mes de junio se realizó una revisión de magnitud similar, desde 3 a 4%, para la inflación al mes de diciembre de 2014.

Sin embargo, señala que es importante reconocer que la naturaleza de la sorpresa actual es diferente de la analizada en el IPoM del mes de junio, ya que en esa ocasión la sorpresa inflacionaria fue generalizada y respondió más bien a la no materialización de un escenario que suponía que las condiciones cíclicas de la economía hacían probable que ciertas sorpresas inflacionarias negativas observadas a principio de año fueran de naturaleza persistente. En esta ocasión, por el contrario, la mayor parte de las sorpresas inflacionarias de los meses de septiembre y octubre han estado asociadas a elementos puntuales y en muchos casos se relacionan a fenómenos exógenos concretos, cuyo efecto sobre el nivel de precios debiese revertirse o bien, no repetirse en el futuro.

En línea con lo anterior, consigna que la inflación subyacente ha tenido un comportamiento menos volátil, ya que el registro del mes de octubre fue de 4,1% y, de acuerdo con la proyección interna, durante los próximos meses no se deberían observar valores por sobre este número. Agrega que las expectativas de inflación permanecen ancladas en torno a la meta de 3%.

En razón de lo expresado, indica que a pesar de la magnitud de las sorpresas, los datos antedichos no alteran de manera significativa nuestra visión del encuadre macroeconómico de la economía chilena, e incluso, si algo, confirman las líneas centrales delineadas en el IPoM del mes de septiembre.

No obstante lo anterior, y tal como se discutió en la Minuta de Opciones del mes pasado, manifiesta que en opinión de la Gerencia de División Estudios, la situación actual impone importantes desafíos a la conducción de la política monetaria, ya que los altos niveles de inflación observados en estos meses constituyen, sin duda, un riesgo relevante para la convergencia de la inflación, tanto por los posibles efectos de segunda vuelta asociados a



ellos, por el posible efecto al alza en las expectativas de mediano plazo -algo no observado por el momento-, y porque no es totalmente descartable que la alta inflación observada sea reflejo de algo más profundo que, con los datos actuales, aún no somos capaces de identificar.

En este último punto, advierte que la dificultad de medir las brechas de capacidad es, sin duda, un elemento relevante. A este respecto, plantea que si bien es evidente que la economía ha crecido ya un buen tiempo por debajo de su nivel potencial, lo que ha ido generando mayores holguras de capacidad, es importante reconocer que la estimación de las mismas es un proceso difícil y lleno de incertidumbre. En particular, menciona que no es del todo descartable que estas holguras sean menores que las que indican las estimaciones internas, como algunas medidas asociadas al mercado laboral sugieren, lo que hace que hoy sea más valioso recabar información que permita analizar esta hipótesis de mejor manera, labor que será parte del análisis del próximo IPoM.

Con todo, señala que la convicción de la Gerencia de División Estudios es que las noticias de este mes confirman la necesidad de continuar proveyendo a la economía de un estímulo monetario importante, para así lograr la convergencia de la inflación hacia la meta, de modo que la opción de disminuir el impulso monetario no se estima relevante para la discusión actual. Por otra parte, indica que los riesgos que conllevaban los altos registros de inflación observados durante los últimos meses, así como el hecho de que no es evidente que la economía necesite un impulso monetario mayor que el actual, lleva también a descartar la opción de nuevos recortes.

El señor Alberto Naudon manifiesta que por las razones antedichas, la Gerencia de División Estudios propone como única opción relevante mantener la TPM en 3,00%.

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

El señor Alejandro Micco inicia su intervención señalando que las noticias más destacadas para esta Reunión de Política Monetaria fueron la cifra de actividad del mes de septiembre, que mostró un bajo desempeño, y el dato de inflación del mes de octubre, que estuvo por sobre lo esperado. Respecto de este último, indica que las mayores incidencias provinieron de precios volátiles, que debieran revertirse en los próximos meses, y de algunas alzas en niveles de precio que son por una vez. Agrega que las medidas subyacentes, en tanto, no reflejan un cambio en dinámica inflacionaria. En ese contexto, plantea que las expectativas de inflación en el horizonte de política del Banco Central se han mantenido estables en 3%.

Hace presente que los salarios nominales han tendido a estabilizar su ritmo de expansión, mientras que en términos reales se ha moderado de manera sustantiva. Añade que el tipo de cambio ha mostrado mayor volatilidad en semanas recientes y que en los últimos días se ha depreciado en línea con la apreciación generalizada del dólar.

En materia de actividad, advierte que las noticias han seguido dando cuenta de un panorama bastante débil para la economía local. En efecto, el Imacec del mes de septiembre volvió a sorprender a la baja al registrar un crecimiento de 1,4%, y la actividad del tercer trimestre se expandió un 0,8%. Junto a lo anterior, las cifras de cuentas nacionales del tercer trimestre muestran una contracción adicional de la demanda interna, de -0,9% versus el -0,3% el segundo trimestre, producto de una mayor desaceleración de la inversión, la que ha seguido contrayéndose a tasas importantes. Añade que para el último cuarto del año, la baja base de comparación hace suponer una moderada recuperación en el crecimiento.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente al ámbito externo, da cuenta de noticias divergentes. A este respecto, menciona que la economía norteamericana ha seguido dando señales de recuperación en su dinamismo, lo que ha hecho que las tasas de largo plazo se hayan tendido a mover al alza ante la expectativa de una más pronta normalización del estímulo monetario. Por el contrario, las principales economías de la Zona Euro y Japón han seguido mostrando magros resultados. En el caso de Japón, comenta que el dato de actividad del tercer trimestre fue particularmente sorpresivo e indicó que esta economía se encuentra nuevamente en recesión; en China, en tanto, pese a las significativas inyecciones de liquidez, la economía sigue mostrando un crecimiento moderado, muy por debajo de las tasas que se observaron hasta hace algunos años. Añade que el precio del cobre no mostró importantes variaciones en el último mes, y que el precio del petróleo continuó bajando de manera sustantiva y se ha consolidado la visión de que esta caída es de carácter persistente.

El señor Alejandro Micco plantea que la evolución de la actividad doméstica y su trayectoria futura más probable seguirán ampliando las holguras de capacidad. Asimismo, que la dinámica del mercado laboral también debiese incidir en menores presiones salariales en adelante, a pesar que en el corto plazo las cláusulas de indexación habituales podrían hacer que estos presenten algo más de dinamismo por algunos meses. Por último, señala que el tipo de cambio real ha alcanzado niveles históricos elevados, por lo que no debiese tener movimientos muy significativos al alza. Hace notar que a lo anterior se suma que las perspectivas para los precios de los combustibles se han corregido de manera sustantiva a la baja.

En este contexto, manifiesta que la trayectoria más probable de la inflación es a la baja, lo cual está perfectamente reflejado en las expectativas de mercado y en los precios de los activos financieros.

Al finalizar su intervención, el Subsecretario señor Alejandro Micco consigna que, sin duda, siempre existen riesgos de que se produzcan alzas puntuales en los precios, lo cual, dado los niveles la inflación, puede ser problemático. Sin embargo, resalta que todos los fundamentos indican claramente que la inflación deberá moverse a la baja y que todas las expectativas señalan que esta se ubicará en la meta del Banco Central de manera rápida.

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 la opción planteada por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo, en primer término, la palabra al Consejero señor Pablo García.

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo los antecedentes y opiniones expresados por los personeros de la Gerencia de División Estudios en el día de hoy.

En su opinión, es evidente que los antecedentes coyunturales son pobres. En efecto, por un lado, la actividad y la demanda, principalmente la inversión, están por debajo de lo previsto y, por otro, la inflación está por encima de lo esperado. Expresa que el próximo Informe de Política Monetaria permitirá revisar la configuración del escenario central; no obstante, estima que no debiesen observarse diferencias cualitativas respecto de los contornos generales que se elaboraron en el Informe previo, esto es, un proceso de ajuste macroeconómico relevante, con una depreciación real y una disminución en el déficit en cuenta corriente significativo, por razones tanto externas como internas. A su juicio, no se debe minimizar el hecho que la política monetaria ha facilitado y acompañado este ajuste, permitiendo que los costos en términos del mercado laboral hayan sido relativamente acotados. Agrega que hacia el año 2015 se deberían observar mayores ritmos de expansión económica, así como una disminución de la inflación anual hacia el centro del rango meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Pablo García expresa su concordancia con lo consignado en la Minuta de Opciones en cuanto a que los antecedentes sorpresivos del último mes, a diferencia de lo observado en el primer trimestre del año, son esencialmente transitorios.

Señala que nuestro proceso de toma de decisiones de política monetaria es sistemático, razón por la que la decisión que se adopte en esta Reunión debe ser también congruente con la comunicación pasada. A este respecto, recuerda que en el mes de octubre se transitó hacia un sesgo más neutral de la política monetaria. En su opinión, no se advierte que los antecedentes coyunturales recientes modifiquen nuestra visión respecto de que esa fue una decisión acertada.

En el contexto antedicho, el Consejero señor Pablo García manifiesta concordar, en términos generales, con los argumentos planteados por la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la única opción que parece razonable en esta oportunidad es la de mantener la TPM en 3,0%. En razón de ello, señala que su voto es por mantener dicha Tasa en 3% 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 apoyo de los personeros de la Gerencia de División Estudios, reflejado en la Minuta de Antecedentes y en la Minuta de Opciones, que para estos efectos hace suyas, a las que añade los siguientes comentarios.

En lo que respecta al entorno externo, señala que los hechos más destacados son la consolidación de la divergencia entre las trayectorias de crecimiento de Estados Unidos de América, por una parte, y del resto de los países desarrollados, por otra, así como la mantención de un ritmo de expansión relativamente débil en los países emergentes, tal como se consigna en la Minuta de Antecedentes. Indica que a ello se deben agregar las significativas revisiones a la baja de las proyecciones de precios del petróleo, lo que debería ser analizado con mayor profundidad en el próximo IPoM por su importancia sobre el escenario macroeconómico.

En lo atinente a la economía local, plantea que lo más destacado en el mes fue la fuerte sorpresa en materia de inflación. Expresa que si bien hay amplios indicios de que esta alza es transitoria y debería revertirse en los próximos meses, queda en evidencia que este es un problema vigente y que a la luz de las sorpresas, especialmente en lo que concierne a la evolución del IPCSAE, nos obliga a revisar con cuidado los modelos y previsiones internos. Asimismo, hace notar que también se ha observado alguna sorpresa negativa en materia de actividad y demanda interna, ligada en parte al continuo debilitamiento de la inversión.

En este contexto, manifiesta su concordancia con que la única opción relevante es mantener la TPM en 3%. A su juicio, subir la tasa para enfrentar un potencial rebrote inflacionario no se justifica en el escenario actual, y bajarla después de las sorpresas inflacionarias sería muy difícil de explicar y pondría en riesgo la credibilidad de nuestro compromiso con la meta de inflación.

El Consejero señor Joaquín Vial indica que en razón de los fundamentos expuestos, su voto es por mantener la TPM en 3%.

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 señalando que las principales novedades en las últimas semanas se han dado en el ámbito interno, ya que la actividad y la demanda interna han continuado mostrando un desempeño bastante débil, especialmente la inversión, mientras que el registro de inflación fue muy superior a lo anticipado. A este respecto, plantea que distintas hipótesis se discutieron en la parte de esta Reunión de Política Monetaria correspondiente a esta mañana y en muchas otras para entender el fuerte aumento de la inflación en lo que va del año; no obstante, se impone claramente una explicación relacionada con la fuerte depreciación que ha tenido el tipo de cambio y su impacto en el nivel de precios.

Hace presente que por fenómenos externos, y como consecuencia de una política monetaria expansiva y del fuerte ajuste de la demanda interna, la economía ha reaccionado con un fuerte ajuste en precios relativos. Indica que esto último es un fenómeno deseado y, a su vez, en parte buscado por la política monetaria. En su opinión, los altos registros de inflación, más allá de efectos puntuales relevantes sobre el nivel de precios, que hasta hoy se han dado en una dirección y mañana podrían ir en otra, dan cuenta exactamente de este ajuste cambiario.

Expresa que los efectos sobre inflación de la depreciación cambiaría muestran que la política monetaria ha sido bastante expansiva, lo que se corrobora al observar diferentes métricas de condiciones monetarias y financieras. En este sentido, se advierten ciertos límites a la contribución que puede hacer la política monetaria para continuar morigerando la desaceleración, sin poner en riesgo el cumplimiento de los objetivos inflacionarios. Considera, entonces, que los antecedentes con que se cuenta en esta Reunión exigen cierta cautela en nuestro accionar.

A su juicio, en la medida que la actividad y la demanda continúen débiles o, por lo menos, creciendo a tasas bajas, las presiones inflacionarias disminuirán, especialmente si nuevos episodios de depreciación cambiaría resultan acotados. Plantea que esas son nuestras expectativas y también serían las expectativas del mercado, que apuntan a una fuerte caída en inflación durante el próximo año y con perspectivas de inflación a dos años cómodamente en torno a 3%. Todo ello, con perspectivas para la tasa de política monetaria, en lo grueso, estables en los niveles actuales.

Hace notar que la decisión de hoy se da en un contexto donde el Banco Central ha comunicado un sesgo neutral en su política monetaria, la inflación anual está muy por sobre el 3%, y donde las perspectivas de recuperación en los próximos trimestres aparecen débiles.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, el nivel de la tasa actual y los niveles de inflación sustentan con claridad la decisión de mantener la tasa en sus niveles actuales, de manera de evaluar con mayor cautela la trayectoria de la inflación en el mediano plazo y los efectos que la trayectoria de actividad el próximo año puedan tener sobre las presiones inflacionarias y la trayectoria del tipo de cambio.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 3% anual.

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

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



Manifiesta que las noticias del último mes no han estado exentas de algunas sorpresas, pero que procesadas en su conjunto son coherentes con la orientación general de la política monetaria en curso.

Hace presente que en el ámbito externo se ha consolidado la visión de un cuadro algo menos favorable que el de algunos meses atrás; que, las cifras reafirman el crecimiento de Estados Unidos de América, mientras ponen de manifiesto una acentuada divergencia con Europa y Japón; y que las economías emergentes, por su parte, siguen denotando debilidades que podrían profundizarse en adelante.

Asimismo, menciona que los mercados financieros han recuperado cierto grado de calma después de los últimos episodios de volatilidad, aunque varios riesgos permanecen latentes. Precisa que el principal es el referido a los potenciales efectos de la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de América; y que a ello se agrega el debilitamiento de la posición financiera de varias economías emergentes. Agrega que, por el momento, esto se refleja en el predominio de bajas tasas de interés en las economías avanzadas, particularmente, en aquellas que sirven de refugio para los inversionistas, y en un fortalecimiento del dólar.

En lo atinente al ámbito interno, resalta que el último Imacec volvió a confirmar que la economía pasa por una fase de muy lento crecimiento, que se ha tornado más persistente de lo previsto. Indica que con ello, este año cerraría en torno a la cota inferior del rango de nuestra proyección de crecimiento vigente y que las perspectivas para el próximo no se visualizan como auspiciosas. Acota que el sector privado ya ha efectuado ajustes importantes en sus proyecciones.

Asimismo, consigna que las expectativas de empresarios y consumidores, más allá de los movimientos del último mes, se encuentran todas muy deprimidas y que la tarea de revertir este cuadro se ve bastante ardua.

El mercado laboral, en tanto, si bien sigue observando rezagos respecto de la desaceleración de la actividad, se mueve también en la misma dirección.

Añade que los agregados de crédito crecen a un ritmo coherente con la evolución del ciclo, lo que se advierte con particular claridad en las operaciones comerciales y de consumo.

En materia de inflación, señala que el registro del último mes sorprendió nuevamente al alza, con lo cual la inflación anual alcanzó un nuevo máximo en esta coyuntura; y que con todo, se mantiene el diagnóstico de que este es un fenómeno fundamentalmente transitorio y que la inflación anual convergerá a la meta en el curso del próximo año. En su opinión, los argumentos que apoyan esta visión son sin duda poderosos y, además, compartidos por el mercado. Sin embargo, la permanencia de la inflación anual por sobre el rango meta durante varios trimestres es un asunto que despierta preocupación y que, por lo mismo, debe ser monitoreado con atención.

En este contexto, plantea que resulta difícil levantar una opción de política que no sea la de mantener la TPM, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

A juicio del Vicepresidente señor Enrique Marshall, la opción de elevar la TPM es completamente extemporánea y la de bajarla no sería prudente en estas circunstancias, considerando, entre otros elementos, el nivel alcanzado por la inflación en el corto plazo. La opción de mantener, en cambio, es coherente con los desarrollos observados, especialmente cuando estos son procesados en su conjunto.



Por lo expresado, corresponde, en su opinión, hacer una pausa, lo que es coherente con lo que se ha comunicado en el último tiempo. Acota que la preparación del próximo IPoM será una buena oportunidad para actualizar nuestras proyecciones y revisar nuestra estrategia.

Destaca dos antecedentes adicionales. En primer término, que esta es la decisión esperada por el mercado; y en segundo lugar, que la TPM se ubica en un nivel perfectamente razonable, considerando el estado de la economía y los riesgos que se han identificado. Enfatiza que ambos elementos refuerzan la conveniencia de no innovar en esta oportunidad.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel y por mantener el tenor del último Comunicado.

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

En lo que respecta al escenario externo, indica que se siguen ampliando las diferencias entre la economía de Estados Unidos de América, que parece confirmar su fortaleza, y la mayor debilidad de la Eurozona y Japón; y destaca que este último país ha anunciado nuevas medidas luego de que cayera en recesión con la cifra negativa del tercer trimestre. Por otro lado, se sostiene una baja en el precio del petróleo, que pareciera tener características más estructurales, mientras que el del cobre cae marginalmente, aunque, por ahora, mantiene cierta estabilidad.

Hace presente que en el ámbito interno, se cierra un tercer trimestre con un crecimiento de solo 0,8% y con una demanda interna en terreno negativo; y se espera una moderada recuperación en estas cifras en los próximos trimestres.

Expresa que la inflación ha sido significativamente superior a lo esperado en los últimos meses, lo que ha llevado su registro anualizado a 5,7%, que ciertamente está más allá de las proyecciones internas y de mercado, y que ya son varios meses con esta variable por arriba de nuestro rango de tolerancia, situación que duraría varios meses más. Señala que si bien esta cifra evidentemente no nos deja tranquilos, se mantiene el diagnóstico que a mediano plazo las presiones inflacionarias debieran ceder, porque se están generando holguras en un escenario de bajo crecimiento y debilidad en la demanda, a lo que se suma una baja inflación internacional y la reducción en el precio de las materias primas, en particular del petróleo. Añade que la inflación subyacente también ha subido, pero se ubica en un nivel bastante menor que el de la inflación efectiva, solo una décima por arriba de la parte superior de nuestro rango de tolerancia.

Con todo, considera que las sorpresas inflacionarias de los últimos meses, que nos llevarán a corregir nuevamente al alza nuestra proyección para el año, nos deben hacer reevaluar algunas de las variables que son claves en las tendencias inflacionarias a mediano plazo. En particular, plantea que para evaluar las holguras de capacidad, que siempre son difíciles de medir, es clave mirar, además de nuestros propios cálculos de brecha de producto, los desarrollos en el mercado laboral, los salarios, el traspaso de la depreciación a los precios, entre otras, que, por lo demás, es lo que hacemos en forma creciente en esta y otras Reuniones. Estima que en un ambiente de fuerte ajuste de los precios relativos como el que vive Chile hoy, en que se requiere una reasignación importante de recursos entre sectores, las mediciones de brecha del producto se hacen aún más inciertas.



En su opinión, la política monetaria ha actuado de acuerdo a la etapa del ciclo que está viviendo la economía. En efecto, se ha recortado fuertemente la TPM hasta dejarla en 3%, lo que implica un nivel con un impulso monetario importante. Además, las tasas de interés de largo plazo se mantienen en niveles históricamente bajos. Agrega que la política monetaria actúa con rezagos, por lo que fue apropiado imprimirle el impulso que se le dio a la economía, empezando desde hace ya más de un año. De hecho, las primeras comunicaciones en este sentido son del primer semestre del año pasado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta su concordancia con la opción planteada en la Minuta de la Gerencia de División Estudios. Expresa que, hoy, subir la TPM no está de acuerdo con la etapa del ciclo que vive el país, razón por la que, a su juicio, no es una opción relevante. Consigna que la inflación es mayor que la esperada, pero que todos nuestros indicadores apuntan a una normalización en el corto plazo, para estar nuevamente en el rango de tolerancia en el segundo trimestre del próximo año. Más aún, no debieran sorprender inflaciones inferiores a 3% en la segunda parte del próximo año. Acota que las expectativas de mercado siguen ancladas.

En su opinión, bajar la TPM con la actual inflación tampoco parece razonable para una institución que tiene como meta una inflación muy inferior a la actual. Al respecto, considera que debe dejarse en claro que no se trata de mirar hacia atrás, sino de ser conscientes de que hay un riesgo de inercia o traspaso inflacionario que debe tenerse muy en cuenta. Añade que las incertidumbres tradicionales sobre la brecha del producto, con este nivel de inflación y con el sello actual claramente expansivo de la política monetaria, también llaman a la cautela. Por lo mismo, estima que la remoción del sesgo expansivo de la última Reunión demostró, con creces, ser la política correcta.

Por los motivos antedichos, expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 3,0% anual y el sesgo neutral del último Comunicado.

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

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

Nº 216-01-141118-Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, los antecedentes recientes reafirman las perspectivas de buen desempeño económico en Estados Unidos y de menor crecimiento y baja inflación en la Eurozona y Japón, fenómeno que ha acentuado las diferencias en la política monetaria llevada adelante por dichos países. Las condiciones financieras externas tendieron a normalizarse durante el mes, pero nuevos brotes de volatilidad no son descartables. Las proyecciones de



BANCO CENTRAL DE CHILE

crecimiento para Asia emergente disminuyen levemente, mientras que en América Latina confirman la debilidad de parte importante de la región. El precio del petróleo volvió a bajar, mientras que el del cobre ha permanecido relativamente estable.

Los antecedentes de la actividad, la demanda y el empleo siguen dando cuenta del bajo dinamismo de la economía chilena. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario. La inflación de octubre sorprendió significativamente al alza, alcanzando 5,7% anual. En el escenario más probable, se mantendrá algunos meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia. La sorpresa inflacionaria puede ser asociada mayoritariamente a factores puntuales y transitorios. La evolución de los precios se seguirá monitoreando con especial atención. Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3%.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16:50 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ALEJANDRO MICCO AGUAYO
Subsecretario de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe

