



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 213 celebrada el día jueves 14 de agosto de 2014

En Santiago de Chile, a 14 de agosto 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,
don Ricardo Vicuña Poblete;
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 Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesora de la Presidencia,
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

Asiste especialmente invitado el señor Alberto Naudon Dell'Oro, quien asumirá en calidad de Gerente de División Estudios el día 1 de septiembre de 2014.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 213, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2015 se celebre el día jueves 12 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, menciona que el Fondo Monetario Internacional revisó a la baja las proyecciones de crecimiento de los países desarrollados, particularmente de Estados Unidos de América; y que el Vicepresidente de la Reserva Federal señor Stanley Fisher advirtió sobre el menor crecimiento potencial del mundo tras la crisis.

En cuanto a Europa, señala que un grupo de académicos alemanes interpuso una demanda, alegando la ilegalidad de la Unión Bancaria. No obstante, ella carece de fundamentos legales, de acuerdo con lo contemplado en los tratados europeos.

Con respecto a las economías emergentes, indica que en Argentina, el gobierno no llegó a un acuerdo con los *holdouts*, cayendo en *default* técnico, por lo que busca una salida con participación de bancos privados; que persiste la tensión entre Ucrania y Rusia; la Unión Europea y Estados Unidos de América aplicaron sanciones a Rusia y esta respondió con medidas de reciprocidad; y que el Primer Ministro de Ucrania renunció tras la ruptura de la coalición parlamentaria.

Hace presente que en el Medio Oriente se mantiene la tensión; Estados Unidos de América autorizó incursiones aéreas contra insurgentes iraquíes; y en Siria persisten algunas tensiones internas. Además, destaca el cese al fuego transitorio entre Israel y Hamas.

En Brasil, en tanto, falleció el candidato presidencial socialista señor Eduardo Campos, tercero en las encuestas con una preferencia en torno a 10%, generando cierta incertidumbre en los mercados dado el posible impacto de este suceso en las elecciones presidenciales que se celebrarán en el mes de octubre próximo. A este respecto, informa que una primera lectura de los mercados da cuenta de que gran parte de sus votos se traspasarían a la candidata y actual Presidenta señora Dilma Rousseff, desbalanceando a su favor el empate que exhibe hoy con el candidato del Partido Social Demócrata señor Aécio Neves. En todo caso, anticipa que esta elección se definiría en segunda vuelta.

A título de último hecho destacado del mes en materia de economía política, comenta que el señor Recep Tayyip Erdogan fue reelegido como Primer Ministro de Turquía.

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 han disminuido en Estados Unidos de América y en la Zona Euro; que las paridades se han apreciado frente al dólar; que los mercados bursátiles han exhibido caídas; y que los premios por riesgo han aumentado en las economías emergentes.

En segundo término, indica que el estancamiento de la actividad en Europa ha generado expectativas sobre una eventual aplicación de un *Quantitative Easing*, QE, por parte del Banco Central Europeo y/o de un impulso fiscal autónomo en Alemania, con el propósito de estimular la economía tras la caída registrada en el segundo trimestre del presente año.

Agrega que las encuestas de crédito en Estados Unidos de América y la Zona Euro muestran un relajamiento de los estándares en gran parte de las categorías y un aumento de la demanda por crédito.



Asimismo, consigna que en Estados Unidos de América, los resultados de empresas y bancos del segundo trimestre del presente ejercicio han sido mejores que lo anticipado. Sin embargo, el mercado inmobiliario continúa con avances moderados.

Por otra parte, comenta que las autoridades portuguesas ordenaron la recapitalización del Banco Espírito Santo, luego que los datos del primer semestre del 2014 dieran cuenta de una pérdida significativa.

En Brasil, en tanto, se anunciaron medidas para impulsar el crédito a través de cambios en el encaje bancario y la flexibilización de los requisitos de capital mínimo. Hace notar que ello aparece algo contradictorio, ya que, al mismo tiempo, el Banco Central subió su tasa de política monetaria, TPM, para contrarrestar la inflación.

En materia de política monetaria, resalta el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y la continuación del retiro del estímulo monetario, conocido como *tapering*, en Estados Unidos de América.

A título de último hecho destacado en materia de mercados financieros, informa que Moody's aumentó la clasificación de riesgo de Portugal a Ba1 y la de Colombia a Baa2, mientras que colocó a Argentina en *default* técnico.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por la clasificación que ostenta Chile de acuerdo con la empresa Moody's. El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón precisa que la clasificación de la deuda soberana chilena es de Aa3, AA- y A+, de acuerdo con Moody's, Standard & Poor's y Fitch, respectivamente.

El señor Sergio Lehmann continúa su presentación señalando que las tasas de interés de largo plazo exhiben un retroceso en Estados Unidos de América y Alemania, pero en un grado mayor en esta última economía, elevando con ello la brecha entre las tasas de sus bonos a 10 años.

Asimismo, manifiesta que las condiciones de crédito han mejorado en las economías desarrolladas, en particular en el Reino Unido. Entre las emergentes, en cambio, se advierte un mayor estrechamiento en América Latina y un grado de relajamiento en Europa y en las economías emergentes como un todo.

Añade que en las economías emergentes, las tasas de interés de largo plazo no exhiben movimientos de importancia, pero son mayoritariamente al alza, excepto en India e Israel.

En cuanto al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior, informa que las bolsas de valores analizadas registraron movimientos mixtos, con alzas significativas en China, India, Colombia y México, y retrocesos importantes en Alemania, la Zona Euro y también Estados Unidos de América. En lo concerniente a paridades, resalta la apreciación del dólar estadounidense y del yuan, y la depreciación del rublo, del peso chileno y de otras monedas de países productores de *commodities*.

El señor Sergio Lehmann presenta el *heat map* de paridades y hace notar el predominio de las depreciaciones de las monedas analizadas en comparación al dólar estadounidense en el último mes y que han sido más marcadas en América Latina y en Europa emergente, afectada esta última región por las tensiones entre Ucrania y Rusia y los recientes datos de actividad.

Por otra parte, comenta que los premios por riesgo han aumentado en las economías de la periferia de Europa y también en las emergentes, donde destaca el incremento del premio de Brasil, y alguna reversión marginal en el último dato.



Destaca, asimismo, el repunte de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, en particular a Asia.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann presenta un breve análisis sobre la situación por la que atraviesa Argentina. Indica que tras caer en *default*, su mercado bursátil registró un leve descenso y el dólar informal se depreció, pero desde el inicio de las negociaciones entre bancos privados y *holdouts*, hasta ahora sin éxito, se ha observado una reversión marginal en la bolsa de valores.

Agrega que las reservas internacionales de ese país se han estabilizado en una cifra cercana a US\$29 billones, un nivel bajo frente a los US\$49 billones observados a fines del año 2010; y que el balance fiscal seguirá siendo deficitario, en torno a -2% del producto.

A título de resumen, manifiesta que las condiciones financieras en el mundo se han deteriorado, al observarse caídas en las bolsas de valores desde la última Reunión y alguna reversión parcial en la última semana; los premios por riesgo y la volatilidad han tendido a aumentar; y los *spreads* soberanos exhiben una situación mixta, con aumentos de premios en las economías emergentes, mejoras en España y retrocesos en Italia.

A continuación, alude a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, informa que el PIB de Europa del segundo trimestre presenta un estancamiento y el de Alemania e Italia una caída de 0,8% trimestre/trimestre anualizado, dando cuenta de una clara desaceleración en dicho período, que llevará a una probable revisión del crecimiento proyectado para este año a una cifra inferior a 1%.

El PIB de Japón, en tanto, registró una caída de 6,8% en el segundo trimestre, algo mayor que lo previsto en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, y también por el mercado, que se traducirá en una probable revisión del crecimiento para este año. Hace notar que las medidas adoptadas por las autoridades japonesas no han dado el fruto esperado, porque se anticipa una expansión bastante baja en el mediano plazo.

Además, resalta el significativo repunte de Estados Unidos de América en el segundo trimestre, de 4% trimestre/trimestre anualizado, como también la revisión al alza del crecimiento del primer trimestre; que el desempleo aumentó levemente hasta 6,2%, con una creación de empleo en torno a doscientos mil puestos de trabajo; y que el *Beige Book* destacó una vez más el moderado dinamismo de esa economía.

Precisa que el PIB de China del segundo trimestre alcanzó a 7,5%, algo mayor que lo esperado, explicado principalmente por el componente de exportaciones.

Plantea que los datos de corto plazo han sido menos favorables durante el mes, incluyendo los de Estados Unidos de América, ya que si bien el crecimiento del segundo trimestre de esta economía fue mejor que lo previsto, sus datos de corto plazo han sido en el margen algo menores que lo anticipado.

A título de último hecho destacado en materia de actividad y precios, señala que la inflación registró movimientos al alza en la mayoría de las economías latinoamericanas; que persisten las expectativas de baja inflación en la Zona Euro; y que la inflación del mes julio en Europa, de 0,4%, estuvo acorde con lo proyectado.

El señor Sergio Lehmann presenta un resumen de los datos sobre crecimiento del segundo trimestre, conocidos hasta esta fecha. Reitera que el PIB de Estados Unidos de América alcanzó a 4% y que el de Japón, si bien se contrajo 6,8%, constituyó una sorpresa positiva porque hasta solo dos semanas atrás se esperaba una disminución de 7%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 5 de 28

Indica que en la Zona Euro, el PIB de 0,2% trimestre/trimestre anualizado fue levemente menor que lo esperado. Además, resalta la caída de 0,8% de Alemania e Italia, el estancamiento de Francia y la recuperación del dinamismo de España y de Portugal.

Hace presente que los datos de Asia han sido más auspiciosos, donde destaca China con un crecimiento de 7,5%, algo mayor que lo anticipado, seguida por Indonesia y Taiwán. Añade que Corea se expandió 2,4%, menos que lo proyectado.

Plantea que el resumen de indicadores de corto plazo también da cuenta de cifras menores que las esperadas. En efecto, en Estados Unidos de América, los datos de ventas minoristas, producción industrial, sector laboral y sector inmobiliario son más débiles que lo previsto, en la Zona Euro se advierte un predominio de cifras menores que lo anticipado, lo mismo que en Japón, donde destaca la caída de la producción industrial; en China, las ventas minoristas y la producción industrial muestran cierta estabilidad y su PIB fue mayor que lo previsto; y en Brasil, las cifras dan cuenta de bastante debilidad y caídas más marcadas que en el trimestre previo.

En materia de perspectivas, consigna que en Estados Unidos de América, los ISM fueron ligeramente mejores que lo esperado y se sitúan por sobre el pivote 50; que en la Zona Euro, si bien superan ese nivel, particularmente el PMI manufacturero y de servicios, los últimos datos fueron ligeramente menores que lo anticipado en respuesta a una visión de mayor debilidad en los meses venideros; y que en China, el PMI manufacturero y de servicios alcanzaron a 51,7 y 50, respectivamente, pero fueron menores que lo esperado.

Manifiesta que en términos agregados, las perspectivas manufactureras muestran mejoras en el mundo desarrollado y también en el emergente, muy influidas en este último caso por China; y que tanto las perspectivas de servicios como la confianza de consumidores exhiben incrementos en las economías avanzadas y retrocesos en las emergentes.

En lo concerniente a Estados Unidos de América, destaca la recuperación del dinamismo en el segundo trimestre del año, explicado fundamentalmente por la contribución del consumo y en menor grado por la inversión; que el mercado inmobiliario se ha estabilizado después de haber mostrado algunos signos de recuperación; que la creación de empleo se ha mantenido en cifras en torno a los doscientos mil puestos de trabajo; y que los PMI asociados a empleo han mejorado en el sector manufacturo y de servicios, anticipando la mantención del impulso en el mercado laboral y, por tanto, creaciones de empleo relativamente altas.

El señor Sergio Lehmann exhibe a continuación la evolución de la participación laboral desde el año 1990 a la fecha y hace notar la caída que registra la participación de hombres y también la de las mujeres, pero en un grado mayor. Plantea que algunas hipótesis señalan que las mujeres salen mayormente del mercado del trabajo en periodos de crisis; por lo tanto, es probable que en la medida que la recuperación en la economía se fortalezca, la brecha entre la participación de hombres y mujeres se cierre y se observe alguna mejora en la participación femenina.

Agrega que la composición de la fuerza laboral por rango etario da cuenta de que esta ha tendido a envejecerse, atendido el aumento de la expectativa de vida de las personas. En efecto, el grupo de trabajadores de 55 y más años representa hoy un porcentaje mucho mayor de la fuerza laboral que diez años atrás.

En cuanto a la Zona Euro, reitera que los indicadores de expectativas se han debilitado y que la inflación del mes de julio, que alcanzó a 0,4% en doce meses, refleja que las presiones deflacionarias se mantendrían en términos de la inflación total. Añade que la producción industrial exhibe cifras negativas y una desaceleración importante en Alemania;



que las ventas no muestran mayor variación, salvo un repunte muy marginal en Alemania; y que el crecimiento se desacelera en esta región, excepto en España, que registra una recuperación sostenida e importante y tasas positivas a partir del tercer trimestre de 2013.

Con respecto a China, indica que la actividad industrial muestra algún avance y que el PMI manufacturero exhibe un claro aumento. Por su parte, las condiciones monetarias, para cuyo cálculo se incorpora el tipo de cambio, el mercado bursátil, condiciones crediticias y tasas de interés, da cuenta de alguna recuperación producto de las medidas adoptadas por sus autoridades, que hacen prever la mantención del crecimiento en los niveles actuales durante los próximos trimestres.

Asimismo, informa que las exportaciones aumentaron en el último mes, excepto los envíos a América Latina, reflejo probablemente de la debilidad de la actividad que se observa en esta región. Las importaciones, en cambio, exhiben mayor heterogeneidad y una notoria caída de los encargos desde América Latina.

El Consejero señor Sebastián Claro hace referencia al desplome del crecimiento del crédito en China, que ha sido muy discutido y que a juicio de los analistas podría tener un componente de estacionalidad.

El señor Sergio Lehmann señala que si bien hubo una lectura más bien negativa a este respecto, los mercados financieros no creen que esta caída pueda sostenerse en los próximos meses, razón por la que se estará atento a su comportamiento futuro.

Con respecto a América Latina, manifiesta que los movimientos son más bien mixtos y destaca la solidez que exhibe Colombia en relación con el resto de las economías analizadas. Además, hace notar la debilidad de la producción industrial, con algún rebote en el caso colombiano; que las colocaciones no presentan mayor variación; y que la confianza de consumidores registra caídas en algunos países, particularmente en Brasil, y da cuenta de una visión más positiva en Colombia.

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann plantea que la inflación se ha acelerado en América Latina, de la mano del componente de alimentos, y que acorde con ello, las proyecciones para esta región se han revisado al alza para el presente año. Para el 2015, en tanto, destaca una revisión más bien a la baja en Europa emergente, en línea con una mirada más débil para Europa como un todo.

En lo concerniente a política monetaria, resalta el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras; el alza en Nueva Zelanda, acorde con lo esperado; y el sorpresivo aumento de 50 puntos base en Rusia. Añade que hacia el último trimestre del presente año se esperan variaciones adicionales en ambas economías, Colombia y Malasia, y recortes en Hungría, Israel, Turquía y Chile. Acota que las expectativas de TPM para el próximo año no exhiben cambios significativos frente a lo observado en la Reunión pasada.

A continuación, hace referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En este aspecto, indica que el precio del cobre registró una caída cercana a 2% durante el último mes, que se ha concentrado en los últimos días a raíz del fortalecimiento del dólar, los ajustes monetarios en Estados Unidos de América y preocupaciones económicas que han surgido en la Zona Euro luego de conocerse el crecimiento de Italia; y que los datos de comercio de China, mejores que lo anticipado, aminoraron dicha caída.

Plantea que un segundo suceso de importancia en esta materia dice relación con el precio del petróleo. En efecto, el precio del petróleo WTI cayó 4% y el del Brent 3%; los niveles de inventarios en Estados Unidos de América siguen disminuyendo; y la percepción de impactos de los conflictos geopolíticos ha tendido a disiparse. De hecho, informa que el precio del petróleo exhibe una disminución adicional en la presente jornada, debido a la moderación de las tensiones entre Ucrania y Rusia.



Asimismo, precisa que el índice FAO retrocedió 1,4% y alcanza el nivel mínimo en seis meses, debido a caídas en los precios de granos, cereales, lácteos y aceites, lo que ha llevado a corregir las trayectorias de precios.

En lo concerniente a las principales variaciones de precios observadas desde la última Reunión, destaca la fuerte baja del precio del arroz, de 12,6%; la reversión parcial del precio del gas natural luego de exhibir aumentos en meses anteriores producto de las tensiones entre Ucrania y Rusia; y el alza de 0,2% del precio de la celulosa, la única registrada en el período.

Con respecto al precio del cobre, señala que su leve caída se explica por menores importaciones desde China; no obstante, se espera que el crecimiento del consumo de este metal en China se mantenga en los trimestres venideros.

Hace presente que de acuerdo con las proyecciones que se derivan del último informe del CRU, que dan cuenta de la composición del consumo, del crecimiento del consumo y el aporte de las distintas regiones que consumen cobre entre los años 2014 y 2018, China seguirá siendo el mayor consumidor de este metal, a pesar que moderaría su demanda en los próximos años. América del Norte, en tanto, aumentaría su consumo, atendida la recuperación de la actividad en Estados Unidos de América, y Europa presenta un crecimiento y una contribución bastante estable en el tiempo.

En cuanto a la proyección del balance del mercado del cobre, manifiesta que las últimas cifras disponibles llevaron a revisar el balance del año 2013, porque hubo un mayor consumo y menor producción. Para el año 2014, en cambio, se observa mayor producción que lo anticipado un trimestre atrás y un consumo también algo superior, de la mano de un aumento de la demanda por parte de China; y para los próximos cuatro años, menor producción. No obstante, se advierte un balance bastante superavitario en el período 2015 – 2016, que tiende a balancearse hacia el período 2017 - 2018, razón por la que en los próximos dos años se observarán presiones a la baja en el precio y alguna recuperación hacia los años 2017 y 2018.

En cuanto al índice de alimentos, comenta que la nueva proyección refleja una trayectoria menor que la observada en la Reunión pasada, debido a una caída de precios mayor que la anticipada entonces, particularmente de cereales, a lo que se ha sumado una disminución importante del precio del arroz, lácteos y aceites, compensada en algún grado por un precio más elevado de la carne.

En materia de combustibles, indica que las trayectorias son algo menores que las observadas un mes atrás, debido a la caída de precio de petróleo y una mirada más benigna sobre las tensiones geopolíticas, lo que se extiende a las trayectorias del precio del petróleo WTI y del petróleo Brent.

Al concluir su exposición, el señor Sergio Lehmann sintetiza los antecedentes expuestos precedentemente, señalando que las condiciones financieras externas muestran movimientos mixtos, por cuanto las condiciones bancarias exhiben mejoras en el mundo desarrollado, las bolsas de valores y premios por riesgo se deterioran; el dólar estadounidense se aprecia y las tasas largas descienden ante una mayor aversión al riesgo y cifras de actividad más débiles.

Añade que la actividad en las economías desarrolladas presenta un menor dinamismo, la Zona Euro se estanca, China se desacelera controladamente y América Latina vuelve a decepcionar en términos agregados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 8 de 28

Por último, menciona que el precio del petróleo disminuyó ante el alivio de las tensiones geopolíticas; que el precio del cobre cayó debido a un dólar estadounidense más apreciado y la preocupación por la situación de Europa; y que los precios de alimentos retrocedieron por mejores condiciones de las cosechas.

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.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca la continua caída de las tasas de interés de largo plazo internacionales. En su opinión, es preciso entender cabalmente los aspectos que explican esta situación, atendida la información que entregan y su impacto sobre América Latina y Chile, en particular.

El Consejero señor Pablo García señala que la economía mundial sigue moviéndose en dos direcciones. Plantea que una dirección es un escenario de estagnación secular que, de acuerdo con las noticias del último mes, estaría concluyendo. No obstante, las noticias positivas han resultado ser negativas, por cuanto Estados Unidos de América crece, pero menos que lo esperado; China también lo hace, pero sus datos no son creíbles; y España y Portugal se expanden, pero en una situación de depresión. Además, se advierte un retorno de capitales a las economías emergentes, pero las monedas se han depreciado y las tasas largas siguen cayendo, no dando espacio alguno a la expansión del mundo emergente.

Manifiesta que el escenario predominante sería uno de estagnación secular, con tasas de interés más bajas, menor crecimiento y una reducida presión inflacionaria, y en el que se desconoce la posibilidad de descartar el escenario alternativo, donde las noticias antedichas son de carácter transitorio, Estados Unidos de América repunta, la economía mundial crece a tasas más elevadas y la Reserva Federal debe adelantar el alza de tasas para frenar las presiones inflacionarias. En su opinión, no es evidente que la estagnación secular sea el escenario predominante, razón por la que aún existen riesgos de que los desarrollos de la economía lleven a la Reserva Federal a anticipar el alza de tasas, con las consecuencias que ello tiene.

En segundo término, alude a las cifras de crecimiento de China, que califica de pobres e híbridas. Considera poco creíble que una economía de ese tamaño y grado de apertura al mundo tenga crecimientos que oscilan entre 7,4 y 7,7%; y si bien supone que entidades expertas que la estudian en profundidad y emplean indicadores y métricas más precisas para determinar y explicar sus distintos desarrollos, estima que la evolución del comercio internacional podría ser una variable a monitorear para medir el impacto que está teniendo en el mundo. Acota que China está creciendo menos que lo que las cifras oficiales indican, razón por la que será necesario seguir monitoreando esta economía.

El Consejero señor Joaquín Vial complementa lo expresado por el Consejero señor Pablo García, manifestando que un destacado analista chino tampoco le otorgaba credibilidad a las cifras del producto de esa economía y, en su reemplazo, analizaba la carga en ferrocarriles y el uso de energía, entre otras variables. En razón de ello, plantea la conveniencia de determinar cuáles son sus verdaderos indicadores líderes.

Asimismo, llama la atención sobre los últimos datos de crecimiento, producción industrial, ventas, consumo y empleo de las principales economías del mundo, consignados en la lámina N° 16 de la presentación, que han sido menores que lo anticipado y que probablemente llevarán al Fondo Monetario Internacional a revisar las proyecciones a la baja, en particular tratándose de la Zona Euro y Japón. En su opinión, las dudas se centran en China, porque el efecto de las medidas adoptadas para estimular la economía no se observaría en el curso de este año, sino que hacia el 2015.



Por otra parte, plantea que la apreciación del dólar estadounidense, junto con un menor precio del petróleo, podrían generar algún espacio para postergar el aumento de tasas de interés. Lo expresado, en la medida que los registros de inflación no sorprendan al alza en los próximos meses.

A título de último comentario, hace referencia al cobre y específicamente a las proyecciones de McGuire, publicadas en la edición del *Financial Times* del día de hoy, que anticipan un escenario más negativo debido fundamentalmente a una visión menos favorable sobre China. En efecto, espera precios menores que los proyectados internamente y plantea que el déficit registrado en el primer semestre del año se revierte completamente y se convertirá en superávit a final de año. En su opinión, es necesario seguir los desarrollos del mercado del cobre para efectos de las proyecciones que se incorporarán en el próximo IPoM.

El señor Sergio Lehmann, en relación con el comentario sobre las tasas largas, señala que el PIB potencial sería más bajo que el contemplado tiempo atrás. Anticipa que este tema se aborda con algún grado de profundidad en el recuadro que se contiene en el "Informe de países *benchmark* en portafolio de las reservas internacionales", que se presentará al Consejo en el curso de la semana próxima, donde se concluye que un elemento que estaría incidiendo en las tasas de interés de largo plazo es precisamente el comportamiento del PIB potencial.

Con respecto al mercado del cobre, señala que la Gerencia a su cargo realiza un seguimiento continuo del mismo y que se pondrá especial atención a los planteamientos de otros analistas, en particular de McGuire, quien es un gran conocedor de dicho mercado.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que en la medida que se mantenga la recuperación de la economía de Estados Unidos de América, nos situaremos en el escenario que se ha delineado internamente. Agrega que la visión general sigue descansando en esa economía, cuyo comportamiento se ha traducido en un fortalecimiento del dólar estadounidense, flujos de capitales hacia ese país y disminuciones de las tasas de interés. A su juicio, esta situación se mantendrá en los próximos trimestres.

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 las cifras de Cuentas Nacionales del segundo trimestre muestran que la actividad y el gasto agregado crecieron menos que lo proyectado.

En lo concerniente a demanda, destaca el bajo crecimiento del consumo habitual y de la inversión en construcción. Además, que la desaceleración del consumo es levemente más intensa que la que sugiere el menor dinamismo de la masa salarial y las expectativas menos optimistas de los consumidores.

Agrega que el IMCE del mes de julio mostró que todos los rubros de actividad —construcción, comercio, industria— intensificaron su percepción negativa sobre las perspectivas económicas.

Consigna que estos antecedentes han llevado a corregir a la baja la proyección del PIB para el año hasta 2,2%, por debajo del rango estimado en el último IPoM, y que la demanda interna registraría un crecimiento en torno a 0,3% anual, también menor que lo consignado en dicho Informe.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 10 de 28

Hace presente que las menores proyecciones de crecimiento del PIB se explican, en términos equivalentes, por el peor desempeño del primer semestre y un ritmo de reactivación más lento que el asumido en el escenario previo.

Añade que en los mercados financieros se constatan tasas de interés en niveles bajos y crecimiento de los *stocks* de colocaciones con tendencias similares a las observadas en meses anteriores; y que el tipo de cambio se depreció en \$20 desde la RPM pasada, acorde con un diferencial de tasas mayor al observado hace un mes y una apreciación multilateral del dólar.

En materia de inflación, precisa que en el mes de julio las alzas de los precios de alimentos, mayores que las anticipadas, compensaron un dinamismo inferior al previsto en el componente *core* de la inflación, lo que significó que el registro final estuviera en línea con lo proyectado en la RPM anterior. La proyección de inflación subyacente, en tanto, se corrigió marginalmente a la baja en el escenario de corto plazo.

A título de último hecho destacado del mes, manifiesta que las expectativas para la TPM se han ajustado en 50 puntos base respecto de la Reunión previa, y que existe amplio consenso sobre una reducción de 25 puntos base en esta oportunidad.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación planteando que en materia de actividad, el PIB del segundo trimestre tuvo un crecimiento menor que lo anticipado en el último IPoM por un débil desempeño de los sectores Resto. Acota que las velocidades confirmaron con claridad la desaceleración de la actividad.

Hace notar que la demanda final registró un crecimiento anual negativo en el segundo trimestre por una contracción de la formación bruta de capital superior a la anticipada y un consumo menos dinámico, lo que se tradujo en una contracción del gasto interno.

En materia de proyecciones, se anticipa una demanda interna muy inferior a la contemplada en el último Informe, impulsada fundamentalmente por una demanda final que se contrajo en el trimestre y una desacumulación de inventarios algo menos intensa, acorde con la corrección más significativa de la demanda final.

Asimismo, el consumo privado se desaceleró notoriamente en el segundo trimestre, en un contexto de moderación del ingreso laboral y un menor optimismo de las familias. En efecto, se expandió en torno al 1,9% en dicho periodo, explicado fundamentalmente por el componente consumo habitual. Deja constancia de que dicha cifra fue muy inferior a lo consignado en el IPoM, constituyendo, de hecho, la mayor corrección en términos de proyecciones en el último mes.

En lo concerniente a la inversión, señala que las compras de maquinarias y la construcción exhibieron disminuciones y resultaron más negativas que lo asumido en el IPoM del mes de junio, en un contexto de una notoria caída de las expectativas de los empresarios.

El Consejero señor Sebastián Claro observa que la caída en la percepción de los empresarios del sector construcción es similar a la registrada en el año 2009, a pesar que entonces la crisis los sorprendió con un nivel de sobreoferta muy superior al que exhiben en la actualidad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que personeros de dicho sector han comentado que las ventas y los precios en el sector habitacional siguen robustos y que continúan sin inventarios. Las empresas constructoras, en cambio, plantean que sus proyectos han disminuido de manera drástica y son prácticamente inexistentes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 11 de 28

El señor Miguel Fuentes confirma que los niveles de *stocks* disponibles están en niveles bastante bajos, no hay sobreoferta, la desaceleración más importante se observa en el sector de obras de ingeniería y que, de hecho, el Catastro de la Corporación de Bienes de Capital corrigió en forma importante la proyección de crecimiento de la inversión para este año. No obstante, los datos del IMCE y el indicador que extrae la Cámara Chilena de la Construcción de su propia encuesta de expectativas, reflejan una caída de las expectativas de las empresas dedicadas a la edificación habitacional y también de aquellas orientadas a las obras de ingeniería.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que estas perspectivas podrían estar reflejando algún grado de incertidumbre derivado de los temas tributarios en discusión.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que al tema tributario antedicho se suma el referido al financiamiento, ya que se anticipa un estrechamiento en las condiciones para la adquisición de viviendas.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y menciona que en relación con las proyecciones para el año informadas en el último IPoM, los datos negativos del primer semestre explican la mitad de la revisión a la baja del PIB, del PIB Resto y del consumo privado. Hace notar que el cambio de la proyección de la formación bruta de capital fijo es significativamente mayor, lo que se ha traducido en una caída esperada de la inversión de 4,1% para el presente año, versus el -0,7% contemplado en dicho Informe.

En materia de empleo, indica que la tasa de desempleo aumentó hasta 6,5% en el mes de junio, impulsada por el nulo crecimiento del empleo asalariado y por un primer signo de desaceleración de las actividades por cuenta propia. Agrega que la medición alternativa, que considera un ajuste cíclico por el empleo de cuenta propia, exhibe un comportamiento relativamente estable respecto a los meses anteriores, pero ha aumentado desde el 5,5% observado a mediados del año 2013 hasta 7%.

Asimismo, se siguen constatando signos de menor estrechez en el mercado laboral. En este sentido, precisa que el índice de desempleados por vacantes disponibles muestra un incremento y que las solicitudes de seguro de cesantía exhiben una nueva aceleración, lo cual sugiere un cuadro de mayor debilidad del mercado laboral en los meses venideros.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita se detalle cómo funciona y qué motiva el uso del seguro de cesantía, porque a su entender, este debiera ser un buen indicador para efectos de anticipar el comportamiento del empleo.

El señor Miguel Fuentes expresa que el cobro del seguro de cesantía se efectúa previa presentación del finiquito, y que de acuerdo con las correlaciones analizadas, estos seguros tienden a anticipar en cuatro meses los cambios en la tasa de desempleo. Asimismo, en respuesta a una consulta del Presidente señor Rodrigo Vergara, señala que los modelos internos sugieren que, a fin de año, esta tasa alcanzaría a 7%, aproximadamente, en términos desestacionalizados.

A continuación el señor Miguel Fuentes hace alusión a los indicadores más coyunturales de la inversión. Sobre el particular, manifiesta que las internaciones de bienes de capital se mantuvieron débiles durante el mes de julio y que los principales indicadores de edificación, como la producción de hormigón y cemento, el empleo y las ventas de proveedores, tuvieron un retroceso importante en el margen.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 12 de 28

Resalta que el Catastro de la Corporación de Bienes de Capital del mes de junio da cuenta de una corrección significativa de la tasa de crecimiento de la inversión en construcción y obras para el presente año, desde una cifra en torno a 20% en el mes de marzo a una levemente superior a 0%, debido a un aumento de la base —el último Catastro reporta mayor inversión en el año 2013 por la inclusión de un proyecto minero—, y una reducción del monto invertido en un monto cercano a US\$1.200 millones para el año en curso, debido fundamentalmente a una postergación de proyectos energéticos.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por la proyección de crecimiento del sector construcción para el segundo semestre del presente año.

El señor Miguel Fuentes anticipa un segundo semestre significativamente más negativo que lo consignado en el Catastro del mes de marzo, que incluso mostraba un monto de inversión creciente en el año.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall hace notar que los indicadores de edificación presentan un deterioro menor que las expectativas del sector construcción. En su opinión, esta fuerte caída de las expectativas responde a la falta de proyectos, porque la mantención de proyectos en carpeta les garantiza la continuidad de su actividad.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación e indica que el IMCE del mes de julio dio cuenta de que la percepción de inventarios no deseados registró un incremento importante en aquellas empresas del comercio que esperan una caída de sus ventas en los próximos tres meses, lo que sugiere que el consumo privado seguirá débil en los trimestres venideros.

En materia de comercio exterior, consigna que las exportaciones industriales continúan favoreciéndose de una buena coyuntura de precios, en tanto que las importaciones de bienes de consumo completaron en julio siete meses seguidos de caídas en términos anuales, muy influidas por las importaciones de automóviles y, en menor grado, por las líneas de bienes no durables.

En materia de proyecciones, informa que el crecimiento del PIB alcanzaría a 2,2% este año por una mayor debilidad del sector Resto.

Sobre el particular, menciona que el PIB Resto crecería 1,9% este año, una décima mayor que el que se deduce de los Imacec, pero bastante menor que la variación de 3% estimado en el IPoM del mes de junio.

Hace presente que la demanda interna cerraría el año con un crecimiento de 0,3% por un mayor ajuste en la inversión y el consumo. Sobre el particular, comenta que el consumo privado registraría una variación de 2,2% este año, 80 puntos base menos que lo consignado en el IPoM del mes de junio, y la inversión registraría un retroceso de 4,1%, bastante mayor que el -0,7% contemplado en dicho Informe. Indica que esta corrección obedece a un fuerte ajuste en las internaciones de máquinas y también del sector construcción y obras, que experimentaría una caída de 0,1% en el año versus una proyección anterior de 1,8%.

El Gerente de División Política Financiera destaca el significativo repunte que tendrían todos los componentes de demanda en el cuarto trimestre, y consulta si ello responde a un efecto base.

El señor Miguel Fuentes señala que hay un efecto base en algunos sectores y que también se anticipa un repunte moderado de las velocidades de la demanda y del consumo.



El Consejero señor Sebastián Claro señala que si bien se ha registrado una desaceleración bastante significativa de inventarios, las encuestas sugieren que siguen siendo excesivos. Además, las proyecciones internas anticipan que estos se seguirán desacumulando en los próximos dos trimestres.

El señor Miguel Fuentes hace notar que la caída de la demanda final explicada por el consumo fue muy sorpresiva, generando en el segundo trimestre una pérdida de inventarios menor que lo anticipado; por lo tanto, por este efecto base, la desacumulación de inventarios será algo menor que la contemplada en el último IPoM. Agrega que las importaciones han caído en doce meses y que las empresas manifiestan que los inventarios son excesivos.

Destaca que el ajuste más importante se observa en la demanda final por importaciones menos dinámicas e inventarios que exhiben una desacumulación menor en el segundo trimestre que lo previsto.

El señor Miguel Fuentes hace presente que el Imacec del mes de julio crecería en torno a 1,0%. Para agosto, en cambio, los modelos mensuales son algo más pesimistas y sugieren un número negativo, y a partir del mes de septiembre seguirían creciendo en torno a 1%.

En materia de colocaciones, menciona que los créditos de consumo mantienen su ritmo crecimiento; los hipotecarios exhiben un leve retroceso, pero siguen creciendo a niveles elevados en relación con lo observado en los años 2011 y 2012; las colocaciones a empresas registran una desaceleración relevante en doce meses, pero presentan un rebote en los datos mensuales; y las de comercio exterior siguen con valores negativos, en línea con la debilidad de las internaciones de bienes ya comentada. Añade que las tasas de colocaciones continúan descendiendo.

Asimismo, resalta que las tasas *benchmark* de la economía volvieron a descender desde la RPM previa y que las de los BCP-2 llegaron a su nivel mínimo histórico.

Por otra parte, precisa que el tipo de cambio se depreció \$20 desde la RPM anterior, en parte por el mayor diferencial de tasa y una apreciación multilateral del dólar estadounidense; que con ello, el tipo de cambio real se ubica en 100, el nivel promedio del año 1986; y que el movimiento del peso ha sido mayor que el de las monedas del grupo de comparadores y se refleja en la depreciación en términos multilaterales respecto a varias canastas de comparación.

Hace notar que los salarios nominales volvieron a crecer en términos anuales, pero exhiben un registro menor que los promedios históricos para este mes, en parte influido por el sector servicios financieros.

El Consejero señor Joaquín Vial pregunta por el porcentaje de la aceleración de los salarios nominales que es atribuible a aumentos de la inflación no observada y a factores exógenos. El señor Miguel Fuentes informa que si bien no se han actualizado las estimaciones, el reporte del Instituto Nacional de Estadísticas del mes en curso identifica a las cláusulas de indexación que entraron en operación como uno de los elementos que han sostenido la expansión de los salarios en doce meses.

En materia de inflación, manifiesta que el IPC del mes de julio de 0,2% estuvo en línea con la proyección interna y la del mercado. En efecto, el IPC efectivo alcanzó a 0,23%, un punto base superior a la estimación interna, pero registró cambios en la composición, ya que los alimentos registraron una variación superior a lo anticipado, que fue compensada por una variación del rubro servicios del IPCSAE, cuyo dato efectivo fue inferior a lo esperado. Añade que el componente SAE, en tanto, registró una variación negativa por segundo mes consecutivo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 14 de 28

En cuanto a la inflación acumulada al mes de diciembre, señala que el principal cambio frente a lo proyectado en la Reunión pasada es el ajuste a la baja del precio de la energía, de 0,09 puntos porcentuales, que se debe a la caída significativa del precio de la gasolina en los mercados internacionales.

Agrega que la inflación de bienes aumentaría solo 0,01 punto porcentual en los próximos seis meses, porque hay algunos efectos que se compensan. En efecto, hay un alza de los precios de los cigarrillos que contrarresta una sorpresa importante a la baja en vestuario, que podría responder en parte al menor dinamismo en la actividad del sector textil.

En resumen, informa que la proyección de inflación para el presente año se corrige a la baja en dos décimas, desde 4,2 a 4,0%, quedando en el mismo nivel contemplado en el IPoM del mes de junio, pero con una composición distinta.

En lo que respecta a las expectativas de inflación, indica que aquellas a dos años muestran algún descenso, pero se mantienen en torno al 3%; y que la compensación 1 en 1 presenta una caída algo mayor.

Agrega que la mediana se mantiene en 3% tanto a once como a veintitrés meses, pero, a diferencia de lo observado en los dos meses previos, hoy se advierte un número mayor de respuestas que esperan variaciones menores que 3%.

Al concluir su presentación, manifiesta que las expectativas de TPM se han ajustado a la baja en 50 puntos base respecto a la Reunión previa, en gran medida luego de la publicación del Imacec del mes de junio, que sorprendió al mercado y redujo las expectativas de crecimiento hasta 2,5% para el presente año.

En términos de las expectativas para esta Reunión, señala que el 80% de los analistas de mercado espera una reducción de 25 puntos base en esta oportunidad; y para la Reunión del mes de septiembre, poco más del 40% de los consultados espera un recorte adicional y un porcentaje similar, su mantención en 3,50%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes, y al no formularse consultas ni comentarios, siendo las 13:27 horas, 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° 213, 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 febrero de 2015 se efectuará el día jueves 12 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 conflictos geopolíticos en Medio Oriente y Ucrania han afectado, aunque moderadamente, los mercados financieros, generando retrocesos en la mayoría de las bolsas de valores, incrementos de la volatilidad, aumentos de premios por riesgo en países emergentes y depreciaciones frente al dólar en la mayoría de las monedas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 15 de 28

Hace presente que en Estados Unidos de América, el importante crecimiento del segundo trimestre confirmó la transitoriedad de los malos registros del primero, y que los últimos datos disponibles apuntan a que esta economía seguirá su senda de mejora. Agrega que en otras economías de importancia, las perspectivas se han tornado algo menos auspiciosas, aunque sin cambios significativos en su proyección de actividad. En la Eurozona, en tanto, la recuperación se ve algo más lenta y en Japón, los indicadores más recientes se deterioraron en su mayoría, aunque la confianza de los consumidores siguió aumentando. Agrega que China, si bien tuvo un crecimiento en el segundo trimestre algo mayor que lo esperado, los datos más recientes dan cuenta de una menor fortaleza; y que en el resto de las economías emergentes la recuperación avanzaría algo más lento que lo anticipado.

Con respecto a la política monetaria, resalta el predominio de las mantenciones de las tasas de referencia, y que en América Latina destaca el anuncio de algunas medidas adicionales de impulso crediticio en Perú y Brasil. Por otra parte, menciona que la inflación continúa restringida en las economías desarrolladas, principalmente en la Eurozona, y que el panorama sigue dispar en las emergentes, con inflaciones más bajas en Europa y en alza en América Latina, esta última liderada por sus componentes más volátiles.

Añade que los precios de las materias primas disminuyeron, en general. En este sentido, precisa que el precio del petróleo, aunque con vaivenes, siguió bajando en el último mes; que el precio del cobre se redujo levemente respecto de la Reunión previa, aunque continúa cotizándose en torno a US\$3,1 la libra; y que el agregado de los precios de los productos agrícolas, computado por Goldman Sachs, no registró variaciones importantes en el mes.

En el plano local, señala que la principal novedad del mes fue la actividad de junio, que se expandió 0,8% en términos anuales, muy por debajo de lo esperado por el mercado. En la misma línea, informa que las cifras preliminares de las Cuentas Nacionales para el segundo trimestre del año 2014 indican que la economía habría crecido 1,9%, frente al 2,6% consignado en el IPoM pasado; y que las novedades estuvieron en los sectores distintos de recursos naturales, donde se observó una marcada sorpresa a la baja frente a lo proyectado, al registrar un crecimiento de 1,5% versus el 2,4% anticipado en dicho Informe.

Consigna, además, que la variación anual de la demanda final durante el segundo trimestre también fue menor que lo adelantado en el IPoM del mes de junio, alcanzando a -0,3% frente al 1,1% previsto en dicho Informe, debido al bajo crecimiento de ítems más persistentes, como el consumo habitual y la inversión en construcción y obras. Acota que las expectativas de empresas y consumidores continúan deteriorándose con fuerza.

En materia de empleo, manifiesta que ha seguido reduciendo su ritmo de expansión, que la ocupación asalariada se muestra prácticamente estancada en términos interanuales y que incluso la creación de empleo por cuenta propia se desaceleró en el margen. Con ello, la tasa de desempleo se elevó hasta 6,5%, con una tasa marginal algo menor que 7%, lo que si bien es un registro bajo respecto de parámetros históricos, es superior a los registros de dos trimestres atrás. Añade que los salarios nominales continúan creciendo sobre 6,5% en términos anuales.

Por otra parte, señala que el IPC estuvo en línea con lo proyectado en la Reunión del mes de julio y que la inflación del IPCSAE fue algo menor que lo previsto, lo que fue compensado por mayores incrementos de los precios de los alimentos. Para fines de año, en tanto, la inflación proyectada que se recoge de la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, se mantiene en 3,8%, algo menor que la estimación interna de 4%, mientras que a uno y dos años plazo las expectativas de ambas encuestas permanecen en torno a 3%, dando cuenta del carácter temporal del alza de la inflación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 16 de 28

Asimismo, comenta que el peso se depreció 4% desde la RPM del mes de julio, lo que representa alrededor de \$22.

Por último, informa que, coincidentemente con los malos datos de Imacec, las expectativas para la TPM se ajustaron a la baja. En efecto, para esta Reunión, la opinión mayoritaria de los analistas indica que sería reducida en 25 puntos base, hasta 3,5%; y hacia fin de año, los encuestados estiman que dicha tasa llegaría hasta un mínimo de 3,0%, esto es, 50 puntos base menos que en la Reunión anterior. Agrega que en la misma línea, las tasas de los instrumentos del Banco Central han caído entre 30 y 40 puntos base.

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 3,75% anual; reducirla en 25 puntos base, hasta 3,50%; o reducirla en 50 puntos base, hasta 3,25% anual, en razón de los fundamentos que pasa a expresar.

En primer término, indica que en el plano internacional, la evolución de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y Ucrania han afectado, aunque moderadamente, los mercados financieros; que la mayoría de las bolsas de valores retrocedieron; y que la volatilidad aumentó y los premios por riesgo se incrementaron en las economías emergentes, a la vez que gran parte de las monedas se depreciaron frente al dólar estadounidense. No obstante, el escenario internacional de actividad e inflación no registró cambios significativos respecto del mes anterior, aunque los precios de las materias primas, incluyendo el petróleo, las gasolinas y el cobre, disminuyeron.

Consigna que en el plano local, las Cuentas Nacionales del segundo trimestre mostraron que la economía creció solo 1,9%, 0,7% menos que lo previsto en el IPoM de junio, y que el menor dinamismo de la economía estuvo ligado a los sectores distintos de recursos naturales. Expresa que por el lado de la demanda, los componentes más persistentes de la misma, como el consumo habitual y la inversión en construcción y obras, sorprendieron por su bajo dinamismo; y si bien en las próximas semanas se revisarían las proyecciones del IPoM, los antecedentes acumulados a la fecha apuntan a una corrección a la baja del crecimiento del presente año a niveles por debajo del piso de la estimación del Informe del mes de junio y de la mediana de la última EEE, que ha seguido corrigiéndose a la baja. Anticipa que esta rebaja estaría asociada tanto a las sorpresas negativas del primer semestre como a una evaluación a la baja del dinamismo de la actividad en los trimestres que siguen. No obstante, resalta que los datos del mercado laboral no han mostrado correcciones de magnitudes similares, especialmente los salarios nominales, que siguen creciendo a una tasa por sobre el 6,5%.

Por último, comenta que la inflación del IPC estuvo en línea con lo proyectado en la Reunión del mes de julio y que la del IPCSAE fue algo menor que lo previsto, lo que fue compensado por mayores incrementos de los precios de los alimentos. Agrega que para fines de año, la inflación proyectada que se recoge de la EEE se mantiene en 3,8%, algo por debajo de la estimación interna de 4%, mientras que a uno y dos años plazo las expectativas de ambas encuestas permanecen en 3%, dando cuenta del carácter temporal del alza de la inflación.

En este contexto, señala que el mercado anticipa que será necesario un mayor impulso monetario al previsto un mes atrás, anticipando un recorte de 25 puntos base para esta Reunión, y que la TPM alcanzaría un nivel mínimo de 3,0% entre los meses de diciembre de 2014 y febrero de 2015. Añade que los precios de los activos financieros se movieron en la misma dirección y en magnitudes similares, mientras que el tipo de cambio se depreció alrededor de 4% desde la última RPM, en parte como respuesta a las expectativas de menor tasa.



En cuanto a las opciones de política monetaria para esta Reunión, expresa que la opción de mantener la TPM en 3,75% se sustenta en que, a pesar de que la mayoría de las noticias conocidas en el último mes apuntan hacia un deterioro de la actividad claramente mayor que lo estimado en el último IPoM, la evolución del mercado del trabajo, especialmente la de los salarios nominales, ha sido más dinámica que lo previsto. En este escenario, estima que la mantención de la TPM permitiría acumular mayores antecedentes sobre la evolución del mercado laboral y de sus implicancias para la convergencia de la inflación hacia el 3%. No obstante, los antecedentes descritos precedentemente hacen pensar que el riesgo de presiones inflacionarias derivadas de la dinámica del mercado del trabajo se ha atenuado. Por otra parte, mantener la TPM en 3,75% sorprendería a casi la totalidad del mercado y podría entenderse como una señal de que el proceso de relajamiento monetario estaría por concluir.

Plantea que la alternativa de reducir la TPM en 25 puntos base más la mantención del sesgo a la baja es una clara señal de la necesidad de un impulso monetario mayor que el contemplado en el último IPoM, que sugeriría que niveles de la tasa cercanos a 3,5% eran suficientes para asegurar la convergencia de la inflación. Manifiesta que el mayor impulso monetario es coherente con una proyección de crecimiento notoriamente inferior a la contemplada en dicho Informe, en un contexto donde las expectativas de inflación han permanecido ancladas. En estas circunstancias, mantener una trayectoria en línea con lo esperado por la mayoría del mercado no debería cambiar significativamente la actual estructura de tasas de interés.

Por último, indica que una reducción de 50 puntos base se puede justificar en la conveniencia de apurar el proceso de baja de tasas en un escenario de mayor desaceleración. Sin embargo, y en línea con lo anterior, una reducción de esta magnitud sorprenderá al mercado y muy probablemente afectará la estructura de tasas, llevándola a un nivel inferior a la actual. Además, si bien un impulso monetario mayor que el presente en los instrumentos financieros no es una idea evidentemente descartable, su comunicación requeriría una explicación detallada sobre las perspectivas macroeconómicas, la que solo se tendrá con el IPoM del mes de septiembre.

El señor Miguel Fuentes manifiesta que por las razones antedichas, la Gerencia de División Estudios recomienda reducir la TPM en 25 puntos base, a 3,5% anual.

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

El Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz señala que en el último Informe de Estabilidad Financiera, IEF, publicado en el mes de junio, se resaltó que uno de los principales riesgos que enfrentaba el sistema financiero local se relacionaba con el impacto de la evolución de nuestro ciclo económico en la capacidad de pago de los hogares y de las empresas y, por consiguiente, en el riesgo de crédito enfrentado por la banca. Asimismo, dicho Informe llamaba a los bancos y otros oferentes de crédito a tomar las precauciones apropiadas para enfrentar esta evolución cíclica.

Atendidas las consideraciones antedichas y el tiempo transcurrido desde que fueran emitidas, en su opinión, parece relevante contar con una apreciación en cuanto a si en el escenario actual un mayor estímulo monetario podría resultar en aumentos en el endeudamiento por financiamiento riesgoso. A este respecto, estima que deben considerarse los siguientes antecedentes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 18 de 28

En primer lugar, que el crédito se ha desacelerado en términos reales muy rápidamente, observándose tasas de crecimiento similares a aquellas descritas en el escenario de tensión planteado en el IEF pasado, y en un contexto donde la actividad no ha caído tan rápidamente como en tal escenario. Dado que el ejercicio mostraba niveles adecuados de solvencia, un crecimiento algo mayor del crédito en las condiciones actuales no debiera conllevar riesgos inminentes para la banca.

En segundo lugar, y complementario a lo mencionado precedentemente, que el nivel de solvencia de la banca se ha mantenido estable, con índices de adecuación del capital de alrededor del 13%, y que su rentabilidad ha continuado al alza; y si bien es cierto se ha observado una leve alza en el índice de cartera vencida de colocaciones comerciales y de consumo, los indicadores de mora se han mostrado más estables y dentro de niveles históricos. En resumen, no se observa evidencia de un deterioro reciente de la solvencia, rentabilidad y cartera de los bancos, lo cual parece indicar una correcta evaluación de las decisiones de crédito por parte de estos agentes hasta ahora.

En tercer lugar, acorde con lo consignado en el IEF pasado y en la reciente revisión de resultados de empresas SVS, el endeudamiento de hogares y empresas se encuentra en niveles elevados. Sin embargo, la evolución reciente de los volúmenes reales de crédito, en un contexto de baja de tasas de política y de bajo costo de fondeo y tasas de colocaciones, sugiere que este proceso de desaceleración de crédito estaría liderado de manera importante por factores de demanda que son consistentes con hogares y empresas que están intentando reducir rápidamente sus niveles de apalancamiento. Si bien considera que es complejo emitir un juicio respecto de si los niveles actuales de apalancamiento son apropiados y si la desaceleración del crédito es adecuada o excesiva, sí parece que es el caso que este proceso de desaceleración del crédito genere espacio para la acción de un mayor estímulo monetario y algo de mayor crecimiento del crédito, sin modificar sustancialmente el panorama de riesgos frente al planteado en los últimos Informes.

Adicionalmente, en cuanto a potenciales riesgos asociados a movimientos cambiarios resultantes de acciones de política, manifiesta que la información disponible al final del Informe de Estabilidad Financiera no mostraba grandes descalces de las empresas SVS, para las cuales no se tiene información más reciente; sin embargo, para los bancos, la información algo más próxima muestra que los descalces cambiarios se mantienen en niveles acotados.

Finalmente, tal como lo ha descrito la Gerencia de División de Estudios en su minuta de opciones, la actividad y la demanda agregada se han desacelerado rápidamente, más allá de lo proyectado en el IPoM que se presentó en el mes de junio conjuntamente con el IEF.

Como se mencionó en esa ocasión y al comienzo de esta presentación, señala que en opinión de la Gerencia de División Política Financiera, uno de los principales riesgos a la estabilidad de nuestro sistema financiero proviene de un debilitamiento de la situación macro que resulte en caídas importantes de los ingresos de hogares y empresas, que dificulte el cumplimiento de sus obligaciones financieras. En contraste con esta posibilidad, en el escenario actual, estima que el potencial riesgo de sobreendeudamiento asociado a una expansión algo mayor del crédito parece menor.

Por las razones antedichas, plantea que si bien siempre es fundamental continuar evaluando la evolución del endeudamiento de hogares y empresas, la situación de los agentes oferentes de crédito y los riesgos que ello tiene para el sistema financiero, esa Gerencia de División considera que en esta situación existe espacio para entregar a la economía un mayor estímulo monetario a través de bajas en la tasa de política monetaria, tales como las descritas en la minuta de opciones de la Gerencia de División de Estudios. En



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 19 de 28

este sentido, no se ven asociadas a esta acción razones inmediatas para preocuparse por una incubación de riesgos financieros que pudieran a futuro afectar el comportamiento real de la economía o la estabilidad de precios.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón hace referencia a las alternativas consignadas en la minuta de opciones, esto es, un recorte de la TPM de 25 o 50 puntos base, e incluso su mantención, aunque la descarta rápidamente. A su juicio, más que debatir sobre la opción que debe adoptarse en esta oportunidad, cabe preguntarse por el nivel de TPM que cierra la brecha.

Recuerda que en el IPoM del mes de junio, cuando la TPM se situaba en 4%, el Consejo indicó como supuesto de trabajo que la tasa iba a seguir una trayectoria comparable con la que se deducía entonces de los precios de los activos financieros, que en ese momento se situaban alrededor de 3,5%. En otras palabras, plantea que la TPM se sitúa hoy a 25 puntos base de aquello.

En su opinión, si el escenario de dicho Informe se hubiera materializado, el Consejo posiblemente recortaría la TPM en 25 puntos base en esta ocasión, para dejarla en 3,50%, y completaría de esta forma la tarea que había sido un supuesto de trabajo y que finalmente se concretó.

No obstante, hace notar que desde el último Informe, los indicadores de actividad, representados por datos acumulados más la proyección que la Gerencia de División Estudios proporcionó en la sesión de esta mañana, son mucho más débiles que lo anticipado en dicho documento. En efecto, el PIB para el 2014 es 0,9 puntos porcentuales menor que lo consignado en el IPoM, el PIB Resto lo es en -1,1 puntos porcentuales y la demanda interna presenta una caída de 1,4% frente a lo anticipado entonces, constituyendo la variación más significativa y que se explica por el retroceso de la inversión y también del consumo privado, que es -0,8% menor que lo contemplado solo dos meses atrás. A su juicio, si en esa oportunidad se proyectaba que la tasa llegaría a 3,50%, hoy día, la TPM que cierra brechas debiera ser significativamente menor que ese valor.

En razón de lo expresado, estima que, en esta oportunidad, el Consejo debería recortar la TPM en al menos 50 puntos base y mantener el sesgo bajista. A diferencia de lo planteado por la Gerencia de División Estudios, considera que no constituiría necesariamente una sorpresa, porque varios analistas ya lo han presupuestado y los precios derivados de la swap apuntan a una baja más cercana a 50 que a 25 puntos base.

Si bien manifiesta entender que el Consejo podría optar por reducir la tasa en solo 25 puntos base en esta Reunión y hacer una evaluación más precisa en el IPoM que se liberará en pocas semanas, estima que el riesgo de esperar un mes es que se desanclen las expectativas de inflación. Reconoce que ello parece difuso y muy poco probable; no obstante, debe tenerse presente que el mercado reaccionó reduciendo significativamente las tasas largas en pocos días. En su opinión, si el mercado piensa, a futuro, que el Banco está tomando más tiempo que el necesario, no se puede descartar un muy rápido ajuste a la baja en las expectativas de inflación.

En razón de los fundamentos expuestos precedentemente, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón estima que el Consejo debería acordar en esta oportunidad un recorte de la TPM de 50 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 20 de 28

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

El señor Alejandro Micco inicia su intervención señalando que la noticia más destacada para la Reunión de este mes fue, sin duda, el bajo Imacec del mes de junio, de solo 0,8%, muy inferior a lo esperado. Junto a ello, hace notar que las cifras del segundo trimestre muestran que el consumo privado se ha desacelerado de manera mucho más intensa que lo estimado el mes anterior. Consigna que estos y otros antecedentes han llevado a que las expectativas de crecimiento para este año del mercado y las propias proyecciones del Banco se corrijan a la baja de manera significativa.

Manifiesta que los datos del mercado laboral siguen dando muestra de ampliación de holguras. En efecto, la creación anual de empleo asalariado es prácticamente nula, el indicador de puestos de trabajo del INE exhibe una importante destrucción de empleos desde hace ya varios meses y las vacantes han disminuido de manera sustantiva desde el año pasado. Añade que los salarios nominales aún presentan cierto dinamismo, pero que ello se ve fuertemente influido por efectos composición entre sectores y probablemente a nivel de empresas.

Plantea que la inflación ha estado en línea con lo que se esperaba; que las holguras que ya se manifiestan en una serie de mercados han tenido impactos en los precios, como es el caso de los bienes durables, que a pesar de la depreciación de la moneda han visto caer sus precios; y que las expectativas inflacionarias en el horizonte de política del Banco Central permanecen en torno a 3%. Sin embargo, llama la atención que en la última Encuesta de Expectativas Económicas una fracción relevante estime que la inflación estará por debajo del 3% a dos años plazo, a lo que se agrega que la compensación 1 en 1 se ubica en 2,5% y que la última Encuesta a Operadores Financieros señale que la inflación estará por debajo del 3% en el horizonte de política, fenómeno que no se daba desde fines del año pasado.

Advierte que en el plano externo se comienza a perfilar un escenario de menor crecimiento en adelante. En este sentido, menciona que acorde con lo esperado, Estados Unidos de América recobró su crecimiento después de las magras cifras del primer trimestre, pero los indicadores en la punta se muestran más débiles. Agrega que Europa muestra cifras de crecimiento muy bajas, destacando la contracción de Alemania en el segundo trimestre, a lo que se suma una fuerte caída en el PIB de Japón, que revirtió el buen dato del primer trimestre. En su opinión, ello conforma un panorama donde el crecimiento mundial pareciera estarse debilitando. Por otra parte, hace notar que a pesar de que se mantienen las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, el precio del petróleo y las gasolinas a nivel mundial ha tendido a disminuir en las últimas semanas. Acota que el precio del cobre ha aumentado en las últimas semanas.

A juicio del señor Alejandro Micco, la desaceleración de nuestra economía responde fundamentalmente al ajuste que se debe enfrentar ante un nuevo escenario mundial, con menor dinamismo de las economías emergentes, un mundo desarrollado que no logra retomar su crecimiento, peores términos de intercambio y condiciones financieras menos favorables para el mundo emergente. En este escenario, considera que es responsabilidad de las políticas macroeconómicas hacer que el ajuste sea ordenado y con los menores costos posibles.

Al finalizar su intervención, el Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco señala que las proyecciones de crecimiento se han corregido sistemáticamente a la baja y que por lo mismo, las holguras son cada vez mayores. Ello, sin duda, generará presiones deflacionarias. Además, la pérdida de dinamismo en el mercado laboral atenuará



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 21 de 28

las presiones salariales. En su opinión, 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. Agrega que para esta Reunión, el mercado espera en forma prácticamente unánime una reducción de la TPM; que las curvas *forward*, tanto de bonos como la de *swaps*, se han corregido a la baja en 50 puntos base para horizontes de seis meses a un año; y que todas las encuestas indican que el mercado espera una TPM en 3% dentro de los próximos meses.

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 a los personeros de la Gerencia de División Estudios y al *staff* de la Institución los antecedentes y opiniones entregados en esta Reunión. Asimismo, hace suyas las opiniones vertidas por el Gerente de División Política Financiera y Gerente de División Operaciones Financieras, que a su juicio son particularmente acertadas.

Expresa que, desgraciadamente, las noticias más recientes han continuado sorprendiendo de manera significativa en la misma dirección que en meses anteriores, en términos de que se está en presencia de un proceso significativo de desaceleración, o incluso contracción, si se considera la actividad distinta de recursos naturales y la demanda interna. Por otro lado, señala que desde el punto de vista de los precios, no se han producido sorpresas al alza, lo que a estas alturas es muy sugerente de que el registro inflacionario del mes de abril fue producto de un traspaso de tipo de cambio a inflación mayor que el previsto, pero de una sola vez y con persistencia acotada. Agrega que los registros de inflación de los meses de mayo, junio y julio son informativos en cuanto a que los riesgos de que se pudiera haber incubado un proceso inflacionario persistente y que cuestionara el logro de la meta de inflación han disminuido de manera notoria. Además, manifiesta que no le queda claro qué otra información adicional se necesitaría para descartar ese escenario particular de riesgo.

Hace presente que el mercado ha leído estos antecedentes y que los precios de activos y expectativas consideran que el relajamiento monetario continuará en esta RPM y en Reuniones siguientes. En su opinión, ese es un diagnóstico acertado, puesto que las expectativas de inflación a plazos largos se ubican en o bajo la meta del 3% y las expectativas de crecimiento siguen corrigiéndose a la baja. Plantea que la suma de antecedentes hace que la decisión de hoy sea simple, esto es, que la TPM se debe reducir. En razón de ello, no considera que la opción de mantener dicha tasa sea pertinente en esa ocasión y, por lo tanto, que se debería centrar la discusión en la magnitud de la reducción que corresponde aplicar en esta oportunidad.

A juicio del Consejero señor Pablo García, ambas alternativas, la de reducir la TPM en 25 o 50 puntos base, son válidas en esta ocasión. Sobre el particular, no advierte una dicotomía severa entre ambas en la medida que se anticipa que, independientemente de la alternativa que se adopte en esta Reunión, el Consejo deberá continuar recortándola en los meses siguientes. Aunque a título personal estima que una reducción de 50 puntos base se puede justificar más debido a que la magnitud del ajuste monetario pendiente es probablemente significativa, apoyará también una reducción de 25 puntos base en la medida que el Comunicado de esta Reunión continúe indicando de manera nítida un sesgo a la baja en la dirección de la política monetaria.

En términos del escenario de política monetaria que se preparará para el IPoM del mes de septiembre, cree que el Consejo está sujeto hoy día a grados importantes de incertidumbre respecto de la evaluación que se haga del nivel de la tasa de interés neutral. En este sentido, la disminución relevante que han tenido las tasas de interés de largo plazo en



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 22 de 28

Chile y el mundo, junto con un escenario de crecimiento global que sigue siendo decepcionante a estas alturas por lo que ha sucedido en los últimos cinco años, deberían motivar a evaluar con cuidado cuál es el nivel de estímulo monetario normal en las actuales circunstancias.

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, que se ha visto enriquecido por la incorporación de nuevos análisis en el contexto de la preparación del próximo IPoM.

Expresa que los antecedentes sugieren que el panorama internacional no ha tenido hasta ahora desviaciones significativas respecto del escenario delineado en el último Informe, si bien los datos más recientes de Europa, Japón y de algunos emergentes claves, como la propia China, sugieren que el escenario para el año 2015 podría ser algo menos favorable que lo anticipado.

Señala que las novedades más importantes se refieren claramente a la evolución de la economía nacional. En efecto, hasta alrededor del mes de mayo, la economía transitaba ordenadamente desde una situación de aguda estrechez de capacidades en el año 2012, evidenciada por la evolución del mercado de trabajo y la cuenta corriente a precios de tendencia, hacia una de mayor normalidad. Este ajuste se estaba dando con una depreciación mayor que la anticipada y con alzas importantes de salarios nominales, lo que se tradujo en que la inflación superó nuestras previsiones anteriores.

No obstante, plantea que este panorama ha cambiado en los últimos meses, ya que la desaceleración de la demanda final ha sido mayor que la prevista y se ha agregado un ajuste más intenso que el anticipado en el consumo habitual, que ha ido más allá de lo que cabía esperar dada la evolución de los salarios, el empleo y las condiciones financieras. Además, la inversión ha caído más que lo anticipado, aunque esa variable es más volátil y sus proyecciones siempre han estado sujetas a un mayor error.

En contrapunto con lo anterior, los salarios nominales han venido acelerando su crecimiento a lo largo del primer semestre del año, sin reaccionar aún ante el menor dinamismo del empleo asalariado. A su vez, el peso experimentó una depreciación significativa ante expectativas de bajas adicionales de la tasa de interés. A su juicio, la combinación de estos dos factores sugiere un riesgo de que la inflación se ajuste más lentamente en los meses venideros.

Expresa que lo consignado anteriormente se manifiesta en medio de una situación financiera relativamente holgada, con tasas de interés de largo plazo a niveles históricamente muy bajos y tasas de crecimiento del crédito a hogares a un ritmo consistente con la tendencia de crecimiento del PIB de largo plazo.

El Consejero señor Joaquín Vial estima que a favor de mantener la tasa de interés en 3,75% juegan la posibilidad de que esta debilidad del consumo sea una anomalía transitoria y el riesgo de validar expectativas de tasas de interés que alimenten depreciaciones excesivas, en un contexto en que los salarios nominales están creciendo más allá de lo prudente.

Por otra parte, considera que la mayor debilidad que exhibe el consumo en los últimos meses sugiere la conveniencia de un estímulo monetario adicional, si bien su efectividad se verá limitada porque las condiciones financieras son ya muy favorables.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 23 de 28

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que en estas circunstancias, su voto es por bajar la TPM a 3,5% y por entregar un mensaje que evite alentar expectativas de bajas adicionales a las que ya tiene incorporado el mercado en la actualidad, ya que de hacerlo existe el riesgo que depreciaciones adicionales del peso terminen anulando el impacto expansivo de la baja de la tasa de interés, al menos en el corto plazo.

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 tres aspectos que, en su opinión, son relevantes para la decisión de esta Reunión. En primer término, señala que la debilidad de la actividad y de la demanda en Chile se ha acentuado, ya que las perspectivas de crecimiento para este año se ubican bajo 2,5%, la inversión sigue mostrando caídas en doce meses mayores que en el primer trimestre, y el consumo ha mostrado crecientes signos de debilidad. En segundo lugar, la inflación ha mantenido una trayectoria similar a lo anticipado hace algunos meses, esperándose que se mantenga por sobre 4% durante todo el 2014, para acercarse a 3% hacia mediados del próximo año. Por último, las tasas de interés internas a diferentes plazos han seguido cayendo de manera sustancial y el tipo de cambio se ha depreciado de manera importante, casi 4% en términos reales desde la RPM pasada y el último IPoM.

A su juicio, esta combinación de bajas tasas de interés y tipo de cambio real depreciado es positiva en un contexto de debilidad interna de la demanda, y un elemento central en el ajuste que está registrando la economía.

Hace presente que la corrección de las perspectivas de crecimiento de este año y hacia el 2015 sugiere una ampliación de la capacidad ociosa en la economía frente a lo anticipado unos meses atrás. Plantea que todo lo demás constante, ello da indicios de que un mayor estímulo monetario respecto del anticipado en el IPoM anterior podría ser necesario. Agrega que las expectativas de inflación se encuentran en torno al 3% en el mediano plazo y han tendido a descender levemente entre uno y dos años, en un contexto donde la curva *swap* proyecta dos o tres caídas en la TPM.

Por otro lado, señala que se mantiene abierta la interrogante sobre el nivel inicial de las brechas, toda vez que el mercado laboral no muestra una debilidad que se condiga con lo que se podría inferir de la medición de las brechas de capacidad por el lado del producto. A este respecto, hace el alcance que ello no cuestiona el hecho que las brechas de capacidad se estén ampliando, pero estima oportuno plantear el punto respecto del nivel inicial. Agrega que se observan, a su vez, signos de que parte de la desaceleración tiene algún componente estructural o de más largo plazo, tanto por la anticipación de menores tasas de inversión que las observadas en los últimos años, como del reconocimiento de un crecimiento en la productividad menor en la última década.

Así, considera que la importante desaceleración que está experimentando la economía y las perspectivas, hacen necesario continuar con el ajuste de la política monetaria. Al mismo tiempo, consigna que los precios de mercado no dan cuenta de que esta corrección en la trayectoria esperada de la demanda genere una caída relevante en la inflación esperada o una corrección muy importante en el estímulo monetario. En su opinión, ello podría estar revelando una debilidad algo más permanente, en un contexto donde resulta evidente que los factores monetarios o financieros están siendo favorables para las decisiones de consumo e inversión. Añade que la fuerte caída de la confianza de empresarios y consumidores o consideraciones de oferta podrían estar explicando esta trayectoria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 24 de 28

El Consejero señor Sebastián Claro señala que especial mención requieren tres temas. El primero, que la depreciación del tipo de cambio real ha continuado, y que los riesgos de un alza en tasas externas o de premios por riesgo no permiten descartar que las presiones depreciativas sobre el peso mantengan acotada la caída en la inflación que se proyecta en adelante. El segundo tema dice relación con las tasas de interés de largo plazo, tanto de instrumentos públicos como de bonos corporativos, que se encuentran en sus niveles mínimos históricos. A su juicio, si bien diversas hipótesis podrían ser coherentes con esta trayectoria, no se puede descartar que ello refleje una perspectiva de un débil dinamismo más prolongado. Por último, menciona que los aumentos de salarios nominales debieran disminuir a medida que la estrechez del mercado laboral dé mayores signos de ceder. Sin embargo, existe el riesgo de que este proceso demore y tenga un impacto sobre la inflación menor demanda por trabajo no vaya acompañada adecuadamente de un ajuste en salarios, con el consecuente impacto sobre inflación y el mayor efecto sobre el empleo.

Con todo, considera que el conjunto de antecedentes sugiere que existe espacio para que la política monetaria acompañe y facilite este ajuste. Indica que hasta hace dos meses, las perspectivas que la TPM llegara a 3,5% parecían coherentes con un escenario de convergencia de inflación a 3% en dos años; hoy, en cambio, es posible pensar que ajustes adicionales podrían ser requeridos, aunque de magnitud acotada. Agrega que, hoy, el mercado espera mayoritariamente una baja de 25 puntos base, opción que se impone claramente sobre las otras alternativas propuestas.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por bajar la TPM en 25 puntos base, a 3,5% 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* el apoyo proporcionado para esta Reunión de Política Monetaria.

Manifiesta que, en su opinión, la noticia más relevante del último mes es la reafirmación de la marcada debilidad de la demanda y la actividad interna.

Plantea que las señales provenientes del exterior han sido nuevamente mixtas. En efecto, por el lado positivo, están las noticias provenientes de Estados Unidos de América, que mantiene una senda de gradual recuperación; por el lado negativo, en tanto, la pérdida de impulso que se advierte en varias economías europeas, el deterioro bastante generalizado del crecimiento en América Latina y los riesgos geopolíticos que, por el momento, han tenido efectos acotados, pero que siguen presentes. A diferencia de lo que ocurría un mes atrás, considera que a la hora del balance, las noticias del frente externo dejan esta vez una sensación más bien negativa.

En lo concerniente al ámbito interno, consigna que las cifras de demanda y actividad han vuelto a sorprender a la baja, confirmando la presencia de un ciclo de desaceleración más prolongado y más intenso que el que se había previsto. Estrechamente relacionado con ello, señala que los indicadores de confianza, tanto de consumidores como de empresas, han continuado cayendo, y que en el caso de las empresas han entrado en un terreno con connotaciones claramente pesimistas.

Hace notar que con estos antecedentes, las proyecciones de crecimiento para este y el próximo año se han ajustado en forma importante a la baja.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 25 de 28

Comenta que el mercado laboral ha seguido entregando señales que apuntan a una ampliación de holguras y que lo más probable es que ello se intensifique en los próximos meses, considerando la trayectoria observada por la actividad.

Añade que los agregados de crédito denotan debilidad en sus tasas de crecimiento, lo que se advierte con particular intensidad en las colocaciones a las empresas.

En materia de inflación, menciona que el registro del último mes no deparó sorpresas y resulta coherente con el diagnóstico de una inflación que ha subido transitoriamente debido a la devaluación del peso, pero que debe converger a la meta en los próximos trimestres, teniendo en cuenta principalmente que las presiones por el lado de la demanda se han debilitado en forma importante. Agrega que las proyecciones de mercado apuntan también a que la inflación se moderará significativamente en adelante.

En este contexto, considera que las opciones que aparecen más razonables son bajar la TPM en 25 puntos base o en 50 puntos base. A su juicio, la opción de mantener la TPM, que se presenta en la minuta de la Gerencia de División Estudios como uno de los tres cursos de acción plausibles, cuenta con fundamentos bastante débiles, razón por la que la descarta sin mayor detención.

En opinión del Vicepresidente señor Enrique Marshall, la economía requiere que la política monetaria provea estímulos adicionales. A este respecto, estima que la magnitud del recorte requerido, adicional al ya realizado, es difícil de precisar en estos momentos, pero supera en principio los 25 puntos base. Hace presente que, en lo fundamental, el mercado comparte esta visión.

Añade que si bien la opción de un ajuste de 50 puntos base es también coherente con el diagnóstico esbozado, el balance de riesgos lo lleva a preferir que la política monetaria siga operando con gradualidad, lo que implica proceder en esta oportunidad con un recorte de solo 25 puntos base.

Expresa que lo anterior se basa en varias razones. En primer lugar, la TPM se ubica ya en terreno expansivo, lo que obliga a ser más cuidadosos que en otras circunstancias. En segundo término, las tasas de mercado para distintos plazos están en niveles relativamente bajos y algunas de ellas, en mínimos históricos. Por último, un ajuste de 50 puntos base podría ser interpretado por el mercado como un cambio abrupto en nuestro diagnóstico, lo que no se condice convenientemente con los antecedentes que se han revisado.

Manifiesta que la preparación en curso del próximo IPoM contempla ejercicios más completos de análisis y formulación de proyecciones, lo que permitirá precisar nuestro diagnóstico y entregar una adecuada orientación futura para la política monetaria.

Por el momento, considera que corresponde adoptar una decisión que sea coherente con los mensajes que se han transmitido en meses anteriores.

Deja constancia de que le han parecido muy pertinentes las apreciaciones del Gerente de División de Política Financiera, motivo por el cual las suscribe plenamente. Manifiesta no tener recuerdo de que se hayan emitido juicios sobre estabilidad financiera en las Reuniones de Política Monetaria, por lo que le parece una innovación interesante.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por recortar la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 3,5%, y por conservar en lo grueso el tenor del Comunicado anterior.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 concerniente al escenario externo, señala que las noticias positivas se concentran en Estados Unidos de América y con menor fuerza en China. En efecto, el primero tuvo un fuerte crecimiento en el segundo trimestre y China creció algo más que lo esperado en igual período, aunque presenta en el margen algunos indicadores más débiles. En Europa, en tanto, la recuperación sigue lenta, mientras que Japón sorprendió negativamente con su PIB del segundo trimestre. Agrega que el precio de las materias primas, con vaivenes, presentó, en general, una leve disminución. Con todo, no parece haber cambios sustanciales en el escenario externo frente a la Reunión pasada.

Manifiesta que en el ámbito interno, la mayor sorpresa estuvo dada por la actividad del mes de junio, muy inferior a lo previsto, y también por la debilidad de la demanda interna, mayormente en inversión pero también en consumo, y que con ello, se cierra un segundo trimestre que ha estado significativamente por debajo de lo proyectado tanto en actividad como en demanda. Añade que las expectativas empresariales y de consumidores siguen deteriorándose; que la inflación estuvo en torno a lo esperado o algo marginalmente mayor en el mes de julio, con lo que llegó a 4,5% en doce meses; que el IPCSAE está algo por debajo de 4%; y que todo ello no cambia el diagnóstico que las mayores inflaciones corresponden a un fenómeno transitorio, derivado, en lo fundamental, de la depreciación del peso. Plantea que el anclaje de las expectativas en 3% así lo demuestra.

Expresa que el Banco Central ha seguido, en forma decidida y persistente, imprimiéndole mayor impulso monetario a la economía. En su opinión, el Consejo debería seguir en esa senda por un tiempo aún, hasta sentirse conforme con un nivel que le permita hacer una pausa y ver cómo está decantando la situación. Indica que el peso, por su parte, se ha seguido depreciando, y que uno de los efectos esperados de una política monetaria más expansiva es una mayor depreciación, la que tiene impacto sobre la inflación por un tiempo. A su juicio, el problema sería si ello adquiere cierta persistencia. A este respecto, se debe tener presente que el tipo de cambio real está significativamente por arriba de sus promedios de las últimas décadas.

Menciona que las tasas de largo plazo están en gran medida en mínimos históricos o cercanos a ellos, lo que indica que el impulso monetario está incidiendo desde hace ya un buen tiempo en las condiciones de mercado. No obstante, es preciso tener claro que si bien la política monetaria es una herramienta importante, y por eso mismo se ha usado y se seguirá utilizando, sería imprudente e ilusorio pensar que por sí sola puede alterar significativamente variables que están en buena forma determinadas, entre otros, por factores exógenos, como la situación externa o el ciclo minero, y/o por expectativas.

Por último, manifiesta que el mercado laboral se mantiene con tasas de desempleo relativamente bajas, aunque subiendo, y con un alza en los salarios nominales. No obstante, se consolidan señales que permiten proyectar mayor debilidad en este mercado en adelante.

En este contexto, considera que las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios son apropiadas. No obstante, en su opinión, la de bajar 25 puntos base se impone claramente en esta ocasión. En este sentido, estima que la opción de mantener es poco coherente con los datos de actividad que se han ido conociendo, los que deberían tener un efecto de menores presiones inflacionarias a futuro. Plantea que aunque un mayor tiempo permitiría ciertamente tener más conocimiento sobre la persistencia de los aumentos de precios y salarios, no es menos cierto que la evidencia acumulada es suficiente para hacer estimaciones al menos preliminares sobre estos efectos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 213

Página 27 de 28

A juicio del Presidente señor Rodrigo Vergara, si bien es razonable considerar la opción de bajar 50 puntos base, implica un cambio de estrategia cuando ya la TPM está en niveles que son claramente expansivos, lo que la hace una opción inferior en las actuales condiciones a una reducción de 25 puntos base. Implicaría, además, una suerte de precipitación en un proceso de mayor estímulo monetario, que ya tiene un buen tiempo y que ha sido gradual, por lo que un cambio abrupto podría dar señales equívocas. Además, como se consigna en la minuta de opciones, sería difícil de explicar sin un análisis detallado de las condiciones macroeconómicas, lo que se hará en unos días en el IPoM del mes de septiembre.

Por los motivos antedichos, expresa que su voto es por bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, para llevarla a 3,5%, y por mantener el sesgo expansivo del último Comunicado.

Antes de finalizar el proceso de votación, el Consejero señor Pablo García, en respuesta a la consulta del Presidente señor Rodrigo Vergara, manifiesta que en esta oportunidad se inclina por una reducción de la tasa de política monetaria de 25 puntos base.

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 3,5% anual.

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

N° 213-01-140814 - 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 3,5% 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 3,5% anual.

En el ámbito externo, los antecedentes recientes confirman las perspectivas de recuperación de Estados Unidos, a la vez que el crecimiento de la Eurozona ha perdido fuerza. Las proyecciones de crecimiento para Asia emergente permanecen estables, mientras que en América Latina se han revisado a la baja. Las condiciones financieras externas continúan favorables, pero han mostrado cierto deterioro en las últimas semanas. Los precios de las materias primas han disminuido, incluyendo los del cobre y combustibles.

Los antecedentes de la economía local muestran que el ritmo de expansión de la actividad y la demanda se ha reducido con mayor intensidad a lo previsto. A la caída de la inversión se ha sumado una desaceleración más marcada del consumo privado. Si bien se observan señales de menor dinamismo del mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene baja. La inflación llegó en julio a 4,5% anual. El crecimiento en doce meses de los salarios nominales aumentó. Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3%. 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

Política Monetaria
Sesión N° 213
Página 28 de 28

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 17:00 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