



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 214 celebrada el día jueves 11 de septiembre de 2014

En Santiago de Chile, a 11 de septiembre 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 Ministro de Hacienda, señor Alberto Arenas de Mesa.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Juan Pablo Araya Marco;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudia 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 Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudia Soto Gamboa;
Asesora de la Presidencia,
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 214, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2015 se celebre el día jueves 19 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, destaca que en el marco de las reuniones celebradas en Jackson Hale, la Presidenta de la Reserva Federal señora Janet Yellen señaló que el mercado laboral estadounidense se mantiene débil y que no se descarta un alza de la tasa de política monetaria, TPM, antes de lo previsto. El Presidente del Banco Central Europeo señor Mario Draghi, en tanto, dio señales de mayor expansividad monetaria, que se materializaron días después.

En segundo lugar, expresa que en el Reino Unido ha ganado fuerza la opción independentista de Escocia, que se definirá en el referéndum que se celebrará el próximo 18 de septiembre, y que el gobierno inglés se ha puesto en campaña para fines de mantener la unión. En cuanto a los efectos económicos de una eventual salida de Escocia del Reino Unido, indica que la cuenta corriente del Reino Unido se vería afectada por menores ingresos derivados del petróleo, ya que los grandes yacimientos del Mar del Norte son, en parte, propiedad de Escocia; ello se traduciría en un aumento de la deuda a PIS en torno a 10%; y podría existir una menor probabilidad de que el Banco de Inglaterra eleve su tasa rectora en el primer trimestre del próximo año, atendida la mayor incertidumbre.

En cuanto a Francia, comenta la renuncia del gabinete por discrepancias con las políticas económicas del Ministro de Economía y Finanzas señor Emmanuel Macron, quien promovería la austeridad fiscal.

Con respecto a las economías emergentes, menciona que Estados Unidos de América reforzó la intervención militar en el Medio Oriente para detener el avance del Estado Islámico; y que Israel y Hamas acordaron un cese al fuego.

Resalta que Ucrania y Rusia alcanzaron un acuerdo de paz. Sin embargo, la Unión Europea aplicó nuevas sanciones a esta última, que contemplan restricciones de préstamos a bancos y a grandes empresas energéticas, que entrarían en rigor próximamente.

Agrega que Argentina propuso pagar en Buenos Aires o París bonos bajo legislación extranjera.

Asimismo, consigna que en Brasil, la candidata señora Marina Silva lidera las encuestas de las próximas elecciones presidenciales, y que la corrupción en Petrobras y el desempeño económico dominan el debate.

A título de último hecho destacado del mes en esta materia, informa que en Venezuela, los premios por riesgo han subido hasta 1.500 puntos base debido a la incertidumbre de poder cumplir importantes vencimientos de deuda en el mes de octubre próximo, existiendo, por tanto, algún grado de preocupación respecto de un eventual *default* venezolano en lo que se refiere a deuda interna.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, hace presente que el estancamiento de la actividad y el riesgo financiero en Europa llevaron al Banco Central Europeo a adoptar nuevas bajas de tasas y a comprar activos.



En segundo lugar, comenta que las tasas de interés de largo plazo aumentaron levemente en Estados Unidos de América, mientras que en Europa no registraron mayor variación. Agrega que el primer efecto de las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo fue una caída de toda la curva de rendimiento en euros, aunque ha tendido a balancearse en lo más reciente.

Asimismo, indica que el dólar estadounidense se apreció, que los mercados bursátiles exhibieron alzas, y que los premios por riesgo disminuyeron.

Reitera que los planteamientos en Jackson Hole demostraron una discrepancia importante entre las políticas de Estados Unidos de América y la Zona Euro, siendo las primeras de carácter más agresivo y las segundas, más moderadas.

Añade que el *tapering* finalizaría en el mes de octubre próximo.

Por su parte, el Banco de Inglaterra señaló que el foco de la política monetaria estaría puesto en la tendencia subyacente de los salarios reales y que la primera alza de tasa se materializaría en el primer trimestre del año 2015, aunque el resultado del plebiscito escocés podría eventualmente condicionar esta decisión. En otros países, predominaron las mantenciones de las tasas rectoras.

A título de último hecho destacado del período en materia de mercados financieros, consigna que el Banco Central de Brasil redujo el encaje con el objeto de estimular el crédito.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición recalcando el marcado contraste entre la política monetaria de la Reserva Federal versus la del Banco Central Europeo. En efecto, este último recortó las tasas de interés en 10 puntos base, ubicándose todas cerca de 0%, mientras que en Estados Unidos de América se esperan aumentos hacia mediados del próximo año, el *tapering* finalizaría próximamente, y se discute acerca del tono que deberían adoptar los comunicados de la Reserva Federal.

Expresa que lo anterior ha respondido claramente a una creciente brecha entre el desempeño de Estados Unidos de América y la Zona Euro. Sobre este aspecto, menciona que el diferencial que exhiben el crecimiento en doce meses de la producción industrial y de los PMI manufactureros ha tendido a aumentar durante el presente año; que en materia de empleo se advierte una clara brecha, ya que en Estados Unidos de América exhibe una recuperación sostenida luego de la significativa caída registrada a propósito de la crisis del 2009, superando el nivel alcanzado antes de la crisis, mientras que en la Zona Euro se advierte una caída algo más moderada a partir del año 2009, que tendió a acrecentarse hacia mediados del 2011, cuando aumentó la tensión en esa región. Añade que los diferenciales de inflación también se han ampliado, lo mismo que el diferencial de tasas largas.

Hace notar que esta diferencia también se ha visto reflejada en las curvas de rendimiento. A este respecto, indica que a propósito de los planteamientos de la propia Reserva Federal y algunos indicadores de perspectivas para Estados Unidos de América, tanto la curva de rendimiento *spot* como la curva *forward* a un año se han movido al alza, dando cuenta de un movimiento relativamente importante de tasas largas en los próximos doce meses. En la Zona Euro, en cambio, los movimientos han sido muy marginales y algo a la baja durante el último mes, y se relacionarían más bien con premios por plazo.

Añade que en las economías emergentes, las tasas a 10 años plazo en moneda local exhibieron movimientos predominantemente a la baja, destacando una caída algo más marcada en Israel y Brasil y más moderada en Turquía, Indonesia e India.



En cuanto al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior, reitera que las bolsas de valores exhibieron movimientos predominantemente al alza, en particular en la Zona Euro, que se asocia a una política más expansiva por parte del Banco Central Europeo. En materia de paridades, destaca el predominio de las depreciaciones frente al dólar estadounidense, con excepción del yuan chino y del dólar multilateral.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de paridades que se contiene en la lámina N° 10 de la presentación, y hace notar que la depreciación de las distintas monedas frente al dólar se acentuó durante la última semana, en particular la del euro. No obstante, informa que en el curso de la presente jornada, este último registra una ligera apreciación, en respuesta a las cifras de inflación de Alemania, algo más altas que en meses anteriores, que podrían dar cuenta de alguna recuperación en esa economía o de una moderación de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo.

En materia de premios por riesgo, consigna una disminución muy acotada durante la última semana; y tratándose de flujos de capitales, a una moderación de las entradas de capitales hacia las economías emergentes en igual período.

Con respecto a las condiciones financieras, informa de movimientos positivos, con alzas significativas de las bolsas de valores, en particular en algunas economías de la periferia de Europa; y *spreads*, corporativos y soberanos, que registraron caídas relevantes.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, aludiendo a las principales noticias en materia de actividad y precios. Manifiesta que se confirma el estancamiento del crecimiento de la Zona Euro en el segundo semestre del presente año y que los PMI siguen reflejando una desaceleración de la actividad en esa región.

En segundo término, precisa que en Estados Unidos de América, el crecimiento del segundo trimestre se corrigió al alza, dando cuenta de una sólida recuperación de esa economía. Agrega que el desempleo exhibió una leve baja, pero la creación de empleo fue algo menor que lo previsto.

En cuanto a Japón, indica que la actividad creció bajo lo esperado al comienzo del tercer trimestre y que el crecimiento del segundo trimestre se corrigió a la baja, a -7,1%, reflejando una actividad más débil que lo anticipado. Sin embargo, las autoridades niponas han manifestado su disposición a adoptar medidas para reactivar la economía. De hecho, durante la presente jornada ha comprado bonos, llevando las tasas a tres meses de dichos papeles a terreno negativo, dando cuenta de su disposición a hacer esfuerzos aún más importantes por el lado monetario.

Con respecto a China, comenta que el PMI manufacturero decepcionó, mientras que el PMI servicios fue mejor que lo esperado; que las exportaciones registraron un crecimiento mayor que el anticipado, pero las importaciones volvieron a caer en el mes de agosto; y que los precios de viviendas siguieron moderando su crecimiento en doce meses y cayeron en el margen.

Asimismo, menciona que la inflación volvió a bajar en la Zona Euro, pero hace el alcance que dicha información no incorpora los datos de Alemania y Francia conocidos en el día de hoy, que muestran un ligero aumento en la inflación, aunque menores que 1%. Acota que en América Latina presentó movimientos mixtos.

Por último, hace presente que en materia de expectativas, persisten las de baja inflación en Zona Euro y se desaceleran en América Latina.



El señor Sergio Lehmann señala que una mirada más global de la actividad da cuenta de cifras mixtas para Estados Unidos de América, con una producción industrial positiva, pero algo más negativa en lo concerniente al mercado inmobiliario; para la Zona Euro, de un predominio de lecturas negativas en materia de ventas minoristas y producción industrial; para Japón, de un panorama negativo y mixto para China; y tratándose de América Latina, de un PIB para Brasil más negativo que lo previsto y una producción industrial que presenta algún grado de recuperación en términos mensuales.

En cuanto a perspectivas, destaca una visión más positiva para Estados Unidos de América y más negativa para la Zona Euro; una mirada para Japón más negativa y para China algo más mixta, ya que el PMI manufacturero fue más débil que lo esperado, el PMI servicios algo mejor que lo anticipado y los datos de comercio exterior, mixtos.

En términos agregados, indica que los PMI manufactureros de las economías desarrolladas reafirman una mirada más positiva, que se asocia principalmente a la situación de Estados Unidos de América; para las emergentes, en cambio, sigue siendo de debilidad, excepto en lo que concierne al PMI servicios de China. En materia de confianza de consumidores, en tanto, se advierte un alza en las economías desarrolladas y estabilidad en las emergentes.

En lo que respecta a Estados Unidos de América, resalta que el crecimiento del segundo trimestre se apoya en el consumo, la inversión y también en el gasto del gobierno, luego de ser predominantemente negativo durante gran parte de los últimos tres años. El mercado inmobiliario, en cambio, exhibe una débil recuperación, con precios de viviendas sin mayor variación, venta de viviendas pendientes que aumentan y ventas de viviendas nuevas que caen o se estancan. Asimismo, destaca la creación de empleo por los sectores servicios y manufacturero; y que las expectativas, medidas por el ISM manufacturero y de servicios, también reflejan que se mantendrá una trayectoria positiva en dicho aspecto.

El señor Sergio Lehmann indica que un elemento central en la dinámica laboral en Estados Unidos de América dice relación con la participación laboral. Hace presente que el aumento registrado entre los años 1970 y 1990 se asocia fundamentalmente a la participación de la mujer en el mercado del trabajo, en tanto que las caídas más recientes se relacionan con el envejecimiento de la población, con elementos estructurales asociados a los *baby boomers* y a la participación de población más joven, que han llevado a niveles de participación laboral similares a los observados a comienzos de los años ochenta.

En una perspectiva comparada, hace notar que la participación laboral en Estados Unidos de América es menor que la que exhiben Japón, el Reino Unido y Alemania.

En lo concerniente a la Zona Euro, reitera que los indicadores de expectativas son algo más débiles, que la confianza de consumidores se ha estancado e incluso exhibe una caída en el margen, y que la inflación sigue siendo motivo de preocupación.

En cuanto a China, los indicadores son mixtos. En efecto, el PMI manufacturero mostró un retroceso, acorde con lo esperado; el PMI de servicios fue algo mejor que lo anticipado; la producción industrial no registró mayor variación, exhibiendo una tasa de crecimiento en torno a 7 y 8%; y los precios de vivienda se moderaron.

Resalta que las importaciones exhiben una caída a nivel global y, en especial, desde Asia emergente y Australia. En contraposición, la demanda desde América Latina se mantiene en torno a 10%. Las exportaciones, en cambio, continúan mostrando cifras positivas, en particular los envíos a Estados Unidos de América, reflejo de una economía que se recupera, y también hacia la Zona Euro, donde se observan algunos aumentos.



En América Latina, continúa el deterioro de Brasil; la desaceleración de Perú sería algo más marcada; y México exhibe cifras algo más positivas, ya que la confianza de consumidores se ha mantenido estable, la producción industrial ha crecido y las colocaciones han tendido a estabilizarse.

Con respecto a la inflación, no presenta mayor variación en Estados Unidos de América y la medida subyacente se modera en América Latina. De esta forma, destaca un mayor optimismo en materia de proyecciones, con una ligera revisión a la baja para este y el próximo año; que las proyecciones también se han revisado a la baja para Asia emergente y Europa emergente para ambos períodos, mientras que para las economías desarrolladas se anticipan registros más bien estables.

En lo concerniente a política monetaria, resalta la nueva baja de tasas acordada por el Banco Central Europeo, así como el programa de compras de ABS. En el resto de las economías analizadas habitualmente, en tanto, predominan las mantenciones, con excepción de la reducción de 25 puntos base en Israel y el incremento de 25 puntos base en Colombia, economía que acumula un alza de 125 puntos base durante el presente año.

En relación con las expectativas en materia de política monetaria, indica que se ha adelantado ligeramente el alza esperada de tasas en Estados Unidos de América; y que en las economías emergentes, particularmente en América Latina y Asia, la visión es algo más expansiva.

Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann hace referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En este aspecto, alude a la caída registrada por el precio del cobre hasta un nivel en torno a los US\$ 3,10 la libra, debido a que las cifras positivas de Estados Unidos de América se han visto contrarrestadas por malas perspectivas para la Zona Euro y un desempeño acotado en China. Además, la apreciación del dólar estadounidense ha acentuado la caída del precio este metal.

En segundo término, expresa que el precio del petróleo retrocedió 5% frente a la Reunión pasada, en línea con un aumento de la producción en Libia y Estados Unidos de América, que compensó eventuales premios por riesgo asociados a los conflictos en el Medio Oriente y Europa del Este. Agrega que el precio de la gasolina registró un alza de 0,7% por una mayor demanda.

Por último, comenta que el índice FAO de alimentos retrocedió casi 4%, que se explica básicamente por la caída del precio de lácteos asociada a una alta producción en Nueva Zelanda.

En lo concerniente a las principales variaciones de precios observadas desde la última Reunión, destaca la caída del precio de la soya, del hierro y del maíz, de 15,1% 11,8% y 7,2%, respectivamente. Asimismo, resalta el nuevo retroceso del índice FAO, que responde al comportamiento de los precios de lácteos y también de los cereales.

Con respecto al mercado del cobre, informa que las posiciones largas de los agentes no comerciales han tendido a moderarse, lo que ha llevado a acentuar en algún grado la caída del precio de este metal.

Además, hace notar que las importaciones de cobre desde China han disminuido frente a lo observado en el año 2013 y al promedio del período 2010-2013. Sin embargo, el último dato dio cuenta de un ligero aumento de la demanda por parte de esa economía.



El Consejero señor Sebastián Claro alude a recientes reportes que señalan que las cifras de importaciones y consumo de productos minerales, energía, acero y cobre han sido bastante débiles, y que los inventarios también han disminuido notoriamente, lo que llevaría a las autoridades a adoptar algunas medidas de estímulo.

El señor Sergio Lehmann manifiesta que la visión sobre China es de una desaceleración controlada y que, efectivamente, se menciona la posibilidad de anuncios de estímulo tendientes a moderar la desaceleración de esa economía.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación e indica que, en lo más reciente, se ha observado un retroceso en el precio del cobre, en línea con lo consignado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, esto es, con una desaceleración de China para estos trimestres.

Asimismo, plantea que los precios de los metales han tenido un comportamiento más bien heterogéneo. En efecto, el precio del cobre exhibe una ligera caída, pero los del aluminio y zinc exhiben alzas. Añade que el precio del hierro presentó un aumento muy relevante entre los años 2007 y mediados del 2010 o 2011, y luego una caída muy pronunciada, dando cuenta de la desaceleración de China.

Los precios agrícolas, en tanto, mostraron una caída generalizada en el último mes, en particular el precio de la soya; y que el precio de los alimentos ha experimentado un retroceso muy importante, explicado principalmente por el precio de lácteos, cereales y aceites, y se sitúan en niveles muy similares a los observados en el período 2010-2011.

Con respecto al precio de los combustibles, hace notar que las trayectorias están algo por debajo de las observadas un mes atrás, debido a una caída significativa durante el último mes, en torno a 5%. Añade que la gasolina anotó una ligera alza durante la última semana, pero tendería a revertirse debido a factores estacionales, esto es, por el término de la época estival en el hemisferio norte.

Por último, comenta que el precio del gas exhibe una tendencia a la baja, en línea con la percepción de abundancia a nivel global.

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

En primer término, señala que las condiciones financieras internacionales exhibieron mejoras durante el último mes; que el mayor estímulo monetario en Europa y las mejores perspectivas para Estados Unidos de América han impulsado los mercados; y que el dólar estadounidense se apreció y los premios por riesgos retrocedieron.

Agrega que en Europa, los datos de actividad dan cuenta de un estancamiento, mientras que las perspectivas para Estados Unidos de América reafirman su recuperación; Japón pierde fuerza; China exhibe una desaceleración controlada; y en América Latina, destaca la desaceleración mayor que la prevista en Perú, mejores señales en el margen para México y que Brasil continúa dando señales de mayor debilidad.

Por último, indica que el precio del petróleo cayó, el de la gasolina mostró estabilidad, y el del cobre y alimentos exhibieron movimientos a la baja. Lo expresado, bastante en línea con lo consignado recientemente en el IPoM del mes de septiembre.

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 Pablo García consulta si el comportamiento de los precios de los alimentos se vincularía en parte al embargo aplicado a las importaciones rusas, que se ha traducido en un aumento de precios muy significativo en esa economía y en una posible depresión de los precios internacionales. Asimismo, pregunta por la posible implicancia de esta caída de precios para Argentina, que ya se encuentra en una situación compleja. A título ejemplar, plantea que el precio actual de la soya es similar al observado en el año 2010 o 2011 con ocasión de los problemas agrícolas que afectaron a esa economía.

El Consejero señor Joaquín Vial estima que la evolución del precio de los *commodities* comienza a ser motivo de preocupación, razón por la que será necesario efectuar un estrecho seguimiento de ellos. A este respecto, alude a lo acontecido con el precio del hierro, cuya caída se debió a un aumento de producción y una disminución de la demanda; también al aumento de la producción de petróleo en Estados Unidos de América, que ha coincidido con una revisión a la baja de las proyecciones de consumo de crudo; y a lo ocurrido en el mercado del cobre, donde la producción en el primer semestre del año fue menor que lo anticipado y cuya eventual recuperación en el curso del segundo podría incidir en su precio. En definitiva, si bien estos desarrollos no son suficientemente significativos como para modificar las proyecciones, es necesario seguir estos precios con algún grado de preocupación.

El Consejero señor Sebastián Claro observa que la trayectoria de la inflación total y subyacente en Chile es distinta de la que exhibe el resto de los países latinoamericanos. En su opinión, ello respondería a que la depreciación del peso chileno ha sido mayor que la registrada por las monedas de los demás países de la región.

En segundo lugar, llama la atención que las tasas largas en muchos países continúan bajando en el margen, mientras que en Chile rebotaron de manera significativa en el último mes. A su juicio, ello permite distinguir entre dos explicaciones: una de carácter más global, de búsqueda de retornos en la parte larga de la curva, que ha llevado a una caída de tasas de papeles soberanos y también de los corporativos, debido a una liquidez abundante y tasas muy bajas, versus una explicación de carácter idiosincrásico en el caso de Chile.

Sobre este aspecto, considera que las tasas en Chile estaban muy bajas, anticipando una debilidad excesiva de la economía; no obstante, los últimos datos, que a juicio del mercado darían cuenta de una trayectoria de recuperación gradual, han llevado a un rebote de las tasas largas a diez y veinte años.

En su opinión, la distinción entre la trayectoria de las tasas de interés en Chile y en el exterior puede contribuir a explicar la caída de las tasas largas internas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comparte el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a que nuestra trayectoria de inflación está fuertemente incidiendo por la depreciación del tipo de cambio.

Asimismo, se suma a la pregunta formulada por el Consejero señor Pablo García sobre Argentina y los posibles efectos de la fuerte caída de los precios de productos agrícolas en esa economía.

Por último, plantea la conveniencia de analizar el programa económico de la candidata a la presidencia de Brasil señora Marina Silva y sus diferencias con el programa de la candidata y actual Presidenta señora Dilma Rousseff. Sobre el particular, comenta que la señora Silva ha prometido un banco central autónomo y menor inflación.



El señor Sergio Lehmann procede a responder las consultas y comentarios, refiriéndose en primer término al precio de los alimentos. Al respecto, expresa que la caída del precio de la soya generará complicaciones a Argentina en un contexto de escasez de divisas, lo que tensionará probablemente los mercados internos.

En cuanto al precio de otros bienes y su relación con el conflicto entre Rusia y Ucrania, señala que ello no está incidiendo en los precios internacionales de alimentos, más allá de lo observado al interior de Rusia. Hace presente que la caída generalizada del precio de los productos agrícolas se explica fundamentalmente por cosechas muy favorables en el hemisferio norte, pero que el desenlace del conflicto antedicho podría incidir a futuro, habida cuenta que Rusia constituye uno de los dos o tres principales productores de granos en el mundo.

En cuanto a los otros aspectos comentados, se compromete a seguir monitoreando lo que dice relación con las tasas largas y a analizar el programa Marina Silva en detalle, para fines de tener un juicio más acabado al respecto.

Por último, corrobora lo expresado por el Consejero señor Joaquín Vial en materia de precios de *commodities*, esto es, que la tendencia es a la baja debido a elementos asociados a demanda ligados a los desarrollos en China.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon, en respuesta al comentario formulado por el Consejero señor Sebastián Claro, manifiesta que la trayectoria de inflación de Chile es claramente distinta de la del promedio de América Latina no solo en los últimos datos, sino que con anterioridad también, cuando Chile tuvo registros inflacionarios mucho más bajos.

Con respecto a las tasas de interés, señala que es importante tener en cuenta que en muchos países latinoamericanos hubo aumentos de tasas largas a principios de año, no así en Chile. Por lo tanto, hoy se estaría observando un fenómeno de convergencia más que de divergencia de nuestras tasas versus las del resto de América Latina.

No habiendo más consultas ni comentarios en lo concerniente al escenario internacional, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la exposición del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes.

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

En primer término, indica que en el mes de julio, la actividad económica creció 0,9%, acorde con lo proyectado en el IPoM, confirmando el escenario de debilidad de la economía. Para el mercado, en cambio, constituyó una sorpresa positiva.

Hace notar que las expectativas registraron una nueva caída en el mes de agosto, mayor que la incorporada en el escenario base y especialmente significativa tratándose de las expectativas de los consumidores.

Asimismo, consigna que los indicadores de consumo exhibieron un bajo crecimiento en el mes de julio, mientras que los de inversión volvieron a retroceder en dicho mes. Añade que en agosto, las importaciones de capital fueron más débiles que lo anticipado.



El señor Miguel Fuentes informa que las cifras antedichas han llevado a corregir marginalmente a la baja la proyección de crecimiento de la actividad y de la demanda para el presente año.

En este contexto, plantea que el mercado laboral ha continuado dando señales de deterioro, en particular en términos de sus cantidades. En efecto, el empleo asalariado y por cuenta propia exhiben signos de mayor desaceleración y sus cantidades reflejan un fuerte deterioro. Los salarios nominales, en cambio, registraron un claro repunte en el mes de julio; no obstante, sería de carácter transitorio y se asociaría fundamentalmente a la entrada en vigencia del nuevo salario mínimo, que se materializó un mes antes que el año anterior, distorsionando en algún grado las lecturas de crecimiento en doce meses.

Por otra parte, precisa que el peso se depreció 2,1% desde la RPM anterior impulsado por la fortaleza multilateral del dólar.

Con respecto a los mercados financieros locales, manifiesta que las colocaciones siguen desacelerándose en un contexto de menores tasas de interés, lo que es coherente con una caída en la demanda por colocaciones más que con restricciones de oferta.

Añade que las tasas *benchmark* de la economía, esto es, las tasas de los instrumentos del Banco Central de Chile, revirtieron su caída en la última semana y se ubican hoy en valores similares a los observados en la Reunión previa.

En materia de inflación, consigna que el registro del mes de agosto fue mayor que lo anticipado, y que las sorpresas se concentraron en algunos ítems específicos y serían de una naturaleza distinta de la observada en los primeros meses del año.

Agrega que la depreciación cambiaria y el carácter permanente de algunas de las sorpresas antedichas han llevado a corregir al alza la proyección de inflación de corto plazo. No obstante, de acuerdo con las expectativas del mercado, esta convergerá a 3% a comienzos del segundo trimestre del 2015 y se estabilizará a plazos más largos.

A título de último hecho destacado del mes, señala que información extraída de los activos financieros y de las diferentes encuestas indican que la TPM convergería a un piso de 3%, mientras que para esta Reunión existe un amplio consenso en cuanto a que el Consejo acordará una reducción de 25 puntos base.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación mencionando que el Imacec del mes de julio reveló que la actividad se ha desacelerado en línea con la proyección interna, en tanto que los datos de demanda que elabora Cuentas Nacionales muestran que la reducción del dinamismo del consumo privado se ha intensificado y que la inversión mantiene su caída interanual.

En cuanto a las actividades Resto, comenta que siguieron desacelerándose, acorde con el menor crecimiento en el mes de julio, debido a contribuciones muy negativas de la industria, comercio y construcción. Las actividades de servicios, en cambio, están sosteniendo el crecimiento de la actividad.

Por otra parte, reitera que las expectativas de los consumidores se deterioraron en forma abrupta en el mes de agosto y que este deterioro se observó en todos los indicadores de expectativas, esto es, los referidos a las situaciones personal, actual y del país, como también al que señala si es un buen momento para comprar bienes durables.



El Presidente señor Rodrigo Vergara observa la significativa caída de la percepción de los consumidores a mediados del año 2011, cuando la economía registraba un fuerte crecimiento.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que en ese período se desarrollaron las marchas estudiantiles, y el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón agrega que los fondos de pensiones anotaron una fuerte caída en el mes de mayo de ese año.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación y advierte que la masa salarial real ha tendido a estabilizarse en el último mes, en línea con el menor crecimiento del empleo y de los salarios reales. A este respecto, hace notar que el crecimiento de estos últimos fue del orden del 3% y que el del consumo alcanzó a una cifra cercana a 1,8%, lo que da cuenta de una constitución de ahorro precautorio y de que las expectativas están incidiendo de manera significativa en la evolución del consumo. Acota que el consumo de bienes se mantiene estancado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta la sorpresiva cifra de ventas de automóviles dada a conocer por la Asociación Nacional Automotriz de Chile, ANAC, en el día de ayer.

El señor Miguel Fuentes precisa que este dato corresponde al mes de agosto y refleja un notorio repunte en las ventas de automóviles. No obstante, de acuerdo con el IMCE, las empresas automotoras han manifestado que aún mantienen inventarios en exceso, razón por la que el aumento en las ventas respondería a una importante liquidación de inventarios antes de la llegada de los nuevos modelos en el mes de septiembre, más que a un repunte genuino de las ventas.

Asimismo, en respuesta a una consulta formulada por el Consejero señor Joaquín Vial, indica que el IPC del componente automóviles registró un alza de 0,4% en el mes de agosto, mientras que en los meses previos anotó caídas, en especial en el mes de julio.

Por último, hace notar que el aumento de las ventas reportadas por ANAC podría obedecer a una baja base de comparación, debido a que la huelga del Registro Civil el año anterior impidió la inscripción de automóviles, generándose un desfase entre el momento en que se reportaron las ventas y se materializaron dichas inscripciones.

En lo concerniente al mercado laboral, consigna que la tasa de desempleo alcanzó a 6,5% en el mes de julio, acorde con el menor dinamismo de la actividad, y que si bien constituye un nivel bajo desde una perspectiva histórica, es un punto porcentual mayor que un año atrás.

Agrega que a nivel sectorial, se observa que el comercio ha perdido empleo en doce meses, lo mismo que la construcción y la minería; y que el nivel del empleo asalariado total ha crecido a tasas cercanas a 0% en términos anuales.

En materia de expectativas, manifiesta que tanto empresarios como consumidores esperan un deterioro adicional del empleo, en línea con el panorama de menor dinamismo de la actividad contemplado en el escenario de proyección, un mercado laboral que seguirá creando poco empleo asalariado, y un probable aumento de las tasas de desempleo en los meses venideros.

Por último, comenta que en el mes de julio, el empleo por cuenta propia registró una caída en su tasa de crecimiento en doce meses, desde cifras del orden de 8% observadas en meses anteriores a una cercana al 3%.



Con respecto a la inversión, menciona que el indicador sintético de edificación mostró un retroceso en el mes de julio, y que las importaciones de bienes de capital habrían sido menores que lo esperado en el mes de agosto. A este respecto, informa que la internación de aeronaves que debe materializarse antes del término del año aún no se han concretado, lo que ha llevado a corregir a la baja la proyección de inversión para el tercer trimestre.

En términos del gasto fiscal, señala que los datos de ejecución al mes de julio reflejan que el grado de avance sobre el gasto total es similar al del año anterior; y que tratándose de la inversión total, que incluye el gasto en inversión y las transferencias de capital, el avance ha sido algo mayor.

En materia de comercio exterior, plantea que las exportaciones registraron un magro crecimiento en el mes de agosto, debido a una menor producción minera; y que a nivel sectorial, las exportaciones industriales exhibieron algún dinamismo, mientras que las agrícolas tuvieron un mal desempeño.

Las importaciones, en tanto, disminuyeron en todos sus componentes, en particular las de bienes de capital y de consumo. De hecho, resalta que la ausencia de un repunte en las importaciones de bienes de consumo en los últimos ocho meses ha llevado a efectuar un leve ajuste a la baja en la proyección del consumo privado.

Por otra parte, indica que las expectativas de los sectores de actividad, medidas por el IMCE, se tornaron más pesimistas en agosto, ubicándose todas ellas en terreno negativo, pero destacó la fuerte caída de las expectativas en el sector construcción.

El señor Miguel Fuentes manifiesta que la percepción de inventarios no deseados ha continuado al alza, porque la mayoría de las empresas espera un reducido nivel de ventas, y se suman a ello los débiles datos de importaciones.

Hace notar que la industria se contrajo generalizadamente en el mes de julio. En efecto, los sectores asociados al consumo y a los bienes exportables retrocedieron en dicho mes, la inversión anotó una fuerte caída adicional, y la capacidad utilizada se redujo de manera significativa, todo lo cual llevó a ajustar la proyección de este sector de manera relevante tanto para este trimestre como para el siguiente.

En lo concerniente a la refinación de combustibles, se esperó algún repunte para lo que resta del año. No obstante, la mayor generación hídrica producto de las mayores lluvias y el desplazamiento de las centrales de diésel redujeron la demanda por este insumo y, por lo tanto, no se prevé una recuperación importante de ese sector en los próximos meses. Plantea que ello ha estado en línea con los menores datos de importación de petróleo y sus derivados y que las ventas de gasolina también exhiben una caída.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación señalando que las proyecciones se han corregido a la baja para el tercer y cuarto trimestre, lo que impacta en una décima la proyección de crecimiento para el año, quedando en 2%.

Deja constancia de que esta revisión a la baja se explica, en parte, por recursos naturales, específicamente por el mal desempeño del sector pesca en el mes de julio y de manera más significativa por el sector industria, desde el -0,2% consignado en el último IPoM a -1,3%.



Hace notar que los servicios financieros y empresariales se presentan conjuntamente; no obstante, la revisión al alza de 20 puntos base para el año se asocia al mayor dinamismo de los servicios empresariales, ya que se espera una desaceleración relativamente importante de los servicios financieros.

En lo atinente a demanda interna, informa que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas publicada el día de ayer, se espera un crecimiento de 1,2% para el tercer trimestre del año. Agrega que en relación con la historia de esta Encuesta, los últimos resultados revelan bastante incertidumbre o dispersión en las proyecciones de los analistas. De hecho, comenta que la proyección interna para el tercer trimestre es más optimista que dicha Encuesta, pero más pesimista en lo que concierne al Imacec del mes de agosto.

De esta forma, precisa que la demanda interna se ha corregido fuertemente a la baja, desde el 0,1% contemplado en el último IPoM a -0,2%, debido principalmente al componente de maquinaria y equipos, cuyos datos de julio y agosto muestran que las importaciones no se recuperaron según lo anticipado y que las internaciones de aeronaves tampoco se han concretado aún. Sobre estas últimas, se espera su materialización durante el cuarto trimestre, ya que se desconocen cambios en los planes de compra de LAN para este año.

Por último, menciona que también se ha revisado a la baja el consumo privado, acorde con el dato de IMCE del mes de julio, que fue algo más negativo que lo anticipado.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación y señala que el Imacec del mes de agosto crecería en torno a 0,6% en doce meses, por debajo de lo contemplado en la Reunión previa y del 1% esperado por el mercado, conforme lo consigna la última Encuesta de Expectativas Económicas.

Hace presente que aquellos modelos que le dan una gran preponderancia a las expectativas indican un crecimiento negativo de la actividad para dicho mes. Otros modelos, en cambio, consideran un pequeño *shock* de oferta en el sector EGA, que exhibirá un crecimiento elevado por una variación en la composición hidráulica.

En términos de los determinantes de la inflación, expresa que la aceleración de los salarios nominales en el mes de julio responde, en parte, a elementos transitorios asociados a la entrada en vigencia del nuevo salario mínimo, que este año se materializó un mes antes que en el 2013.

Agrega que el reajuste de 6,9% nominal que entró en vigencia este año se incorporó directamente en el modelo de seguimiento mensual de salarios y explica un tercio del aumento de 1,2% mensual registrado en el mes de julio.

Asimismo, comenta que el salario mínimo tiene mayor incidencia en el comercio, atendido que la remuneración de la mayor parte de sus trabajadores se compone del salario mínimo más comisiones. De hecho, indica que los salarios mensuales de este sector exhibían tasas de crecimiento muy bajas, pero registraron un alza muy significativa en dicho mes.

De acuerdo con lo expresado, para el próximo mes se espera una caída en el crecimiento de los salarios en doce meses, pero aun así se mantendrán en niveles altos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por la tasa de crecimiento que habrían exhibido los salarios en el mes de julio de no mediar este reajuste.



El señor Miguel Fuentes precisa que dicha tasa habría alcanzado a 6,9% en doce meses, superior al 6,6% del mes anterior.

Por otra parte, indica que las colocaciones de consumo registraron una desaceleración moderada en el mes de agosto, pero aún mantienen tasas de crecimiento del orden del 10% en términos nominales; que las colocaciones para la vivienda, que habían tendido a ser algo más resilientes, también exhibieron algún grado de desaceleración en dicho mes; y que el retroceso es bastante más notorio tratándose de los créditos comerciales y de comercio exterior, en línea con la desaceleración que exhiben las exportaciones y también las importaciones.

Añade que las tasas de interés de las colocaciones comerciales han mantenido una tendencia decreciente, lo mismo que las tasas hipotecarias y de los créditos de consumo.

En términos de las tasas *benchmark*, menciona que registraron una caída luego de la última RPM, que se agudizó tras la publicación de la Minuta de dicha Reunión. No obstante, se revirtieron luego de conocerse el último IMACEC, que fue sorpresivamente alto para el mercado, y se mantuvieron bajas en una perspectiva histórica.

En materia cambiaria, precisa que el tipo de cambio nominal se depreció \$9 desde la RPM anterior, en un contexto en que el dólar estadounidense se apreció multilateralmente. Con ello, el tipo de cambio real se ubicó en 100,4 al cierre de este Informe, en línea con una depreciación del peso que ha sido mayor que la de las monedas de los distintos grupos con los que nos comparamos habitualmente.

En lo concerniente a inflación, señala que el IPC del mes de agosto sorprendió al alza al anotar un registro 0,14 puntos porcentuales superior a lo proyectado internamente y también por el mercado, y que las sorpresas se concentraron en ítems específicos, como los cigarrillos, servicios y frutas y verduras.

Con respecto a los servicios, plantea que el transporte interurbano experimentó una caída de 10%, atendido un factor estacional, esto es, la disminución que registran después de las vacaciones de invierno, pero se vio compensada por un alza de los pasajes aéreos mayor que la anticipada, asociada en parte a un efecto cambiario y a una mayor demanda por pasajes por el feriado de Fiestas Patrias.

En todo caso, resalta que las alzas del mes de agosto están dentro de los patrones estacionales y fueron menos generalizadas y significativas que las observadas en el período marzo - mayo. Por lo tanto, no habría signos de un fenómeno inflacionario que se haya generalizado más allá de los patrones estacionales que podrían observarse en este período del año.

Además, hace mención a indicadores alternativos de la inflación subyacente. Con respecto al IPCSAE, señala que luego de acumular dos meses de variaciones nulas, registró un incremento de 0,4% en el mes de agosto y que, con ello, su promedio móvil trimestral se ubica en valores bajos. En cuanto a la media podada del IPC, que excluye los subgrupos que registran variaciones superiores a 30%, da cuenta de que el cuadro inflacionario no parece estar aumentando con el dato del mes de agosto, pese a haber constituido una sorpresa relevante. Por último, indica que la medida alternativa, que resulta de un cálculo algo más sofisticado que excluye los datos más volátiles, también es coincidente en ese sentido. Por lo tanto, de acuerdo con estos indicadores alternativos, la sorpresa inflacionaria del mes de agosto no constituyó un signo de repunte inflacionario o de cambios en la tendencia respecto de lo observado en los meses previos.



En relación con el IPC de servicios, señala que la sorpresa se concentró en los ítems asociados a transporte interurbano, que tiene una estacionalidad muy fuerte, y también en el transporte aéreo por efectos cambiarias y también de carácter estacional con motivo del feriado de Fiestas Patrias. No obstante, se espera una reversión de estas alzas, al menos de carácter parcial, en los meses venideros.

Hace presente que el aumento de los bienes SAE en el mes de agosto y la depreciación del tipo de cambio de 2% respecto a la RPM previa, constituyen los principales ajustes en el horizonte de proyección, y que alcanza a dos décimas.

Atendido lo expresado precedentemente, informa que el IPC cerraría el año con una variación de 4,3% en doce meses, en tanto que el registro del mes de septiembre sería de 0,6%.

Agrega que el alza esperada de la tarifa eléctrica no se concretó en el curso del presente mes, acorde con lo contemplado en el reciente IPoM, razón por la que se traspasó para octubre, y que con ello, se revisó la proyección del mes de septiembre a la baja y la de octubre al alza.

El Presidente consulta por los componentes que explican los elevados registros esperados para los meses de septiembre y octubre, de 0,6% y 0,5%, respectivamente.

El señor Miguel Fuentes indica que para el mes de septiembre se prevé un alza de los pasajes del Transantiago, alimentos, vestuario y automóviles; y para octubre, de las tarifas eléctricas, fundamentalmente.

En materia de expectativas inflacionarias, manifiesta que aquellas a dos años, medidas por el indicador sintético, se mantienen en torno a 3%, en tanto que los activos financieros y los seguros de inflación indican que esta convergerá a 3% en abril o mayo del próximo año. Añade que las compensaciones uno en uno se mantienen bajo 3%, de manera similar a los meses anteriores.

Por último, comenta que el registro de inflación del mes de agosto generó algunas reacciones en la Encuesta de Expectativas Económicas. En efecto, la mediana de las proyecciones esperadas a once meses aumentó en dos décimas, mientras que a plazos más largos se concentró en 3%.

Con respecto a las expectativas para la TPM, menciona que de acuerdo con el dato *spot*, el piso de la tasa se ubica más cerca del 3%, en línea con lo que revelan las distintas encuestas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por la fecha en que se espera la primera subida de tasa, a lo cual el Gerente de Mercados Nacionales informa que el mercado estima que ella se materializará en el mes de julio del próximo año.

Al concluir su presentación, el señor Miguel Fuentes manifiesta que las expectativas de TPM que se derivan de las distintas encuestas reflejan que la mayoría de los consultados espera un recorte de 25 puntos base para esta Reunión, en tanto que para la del mes de octubre predomina la alternativa de un reducción adicional de 25 puntos base, a 3%.

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



El Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que el panorama informado se enmarca en el escenario consignado en el último IPoM. Destaca que los riesgos identificados en dicho Informe para el frente interno siguen muy presentes, esto es, que la inflación permanezca en niveles similares a los actuales por algunos meses más y que la debilidad de la actividad también se mantenga por un tiempo adicional. En su opinión, ambos aspectos deben ser monitoreados con atención.

En segundo término, se refiere a un cierto predominio en los hogares por gastar menos y ahorrar más, lo que se contrapone a cierta información de prensa que consigna posibles problemas de endeudamiento. A su juicio, en un contexto como el actual, donde los ingresos de los hogares parecen crecer más rápido que el gasto en consumo, es difícil pensar en la acumulación de endeudamiento.

Por último, plantea que si bien los salarios han aumentado, los sectores empresariales no señalan a los costos laborales como un motivo de preocupación. De hecho, las planillas no han registrado variación o incluso habrían disminuido, lo que respondería a un tema de composición o de reducción de personal.

El Consejero señor Sebastián Claro alude al recuadro sobre *pass through* incorporado en el IPoM del mes de marzo último y plantea la conveniencia de que este análisis se haga con una frecuencia mayor. Lo expresado, porque el tipo de cambio se ha depreciado fuertemente en los últimos cinco o seis meses; no se cuenta con evidencia suficiente en Chile para validar la hipótesis que plantea que el ciclo aminora el *pass through*; y, en especial, porque se ha argumentado con fuerza que la significativa depreciación cambiaría en Chile está íntimamente relacionada con una trayectoria de tasas que ha sido distinta de la de otros países emergentes. En su opinión, si bien la posición cíclica de la economía apunta a que la inflación se moderará, también es posible que pueda alcanzar a 5% en doce meses.

En lo concerniente a los salarios nominales, es de opinión que el mayor riesgo no radica en que su elevado nivel se traduzca en mayor inflación, sino que en una posible amplificación del ajuste del empleo.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por la información conocida después del cierre del último IPoM, distinta del registro de inflación del mes de agosto.

El señor Miguel Fuentes precisa que no solo se publicó el registro de inflación de ese mes, sino que también el IPEC y los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas y de la Encuesta de Operadores Financieros.

En materia de salarios, el Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de considerar indicadores distintos de los informados por el INE, como podría ser el caso de los elaborados por la Asociación Chilena de Seguridad o las cotizaciones de AFP, con el fin de tener una visión complementaria que permita entender su evolución de una manera más precisa. Lo expresado, atendido que en una reciente visita a la ciudad de Temuco, zona que no debería estar mayormente afectada en materia laboral, distintos personeros informaron de una reducción de los puestos de trabajo y de menores presiones salariales, experiencia que resulta ser disonante con lo que muestran los datos.

El Consejero señor Pablo García comparte el planteamiento del Consejero señor Joaquín Vial. En este sentido, plantea la conveniencia de contar con una explicación más clara respecto de los desarrollos recientes del mercado laboral. En su opinión, hay tres hipótesis sobre la evolución de los salarios. La primera, que su alza, junto con el comportamiento del tipo de cambio, generan una genuina presión de costos mayor que la anticipada, que incidirá en los márgenes y generará eventuales presiones inflacionarias



adicionales y persistentes, que son inconsistentes con la dinámica de la demanda y de la actividad. En consecuencia, se tiene una brecha de mayores presiones hacia adelante o bien, es un fenómeno de rigidez salarial que está incrementando la reacción del mercado laboral vía demanda por trabajo, con efectos en composición y, en ese sentido, ello es motivo de preocupación por un eventual ajuste más ineficiente frente al ciclo *vis a vis* un fenómeno de presiones inflacionarias de carácter más puro.

Por último, la política más expansiva ha sido lo suficientemente contracíclica como para evitar mayores tensiones en el mercado laboral. En este sentido, si se observaran salarios nominales desacelerándose de manera muy significativa y un rápido aumento del desempleo, se podría argumentar que esa política ha sido inadecuada para enfrentar el ciclo.

A su juicio, más allá de hacer un vínculo directo entre salario nominal e inflación, correspondería analizar la forma como está funcionando el mercado laboral en general y si está reaccionando de manera relativamente eficiente al *shock* que hemos observado y también a la decisión de política; o si lo está haciendo de manera más bien ineficiente, desde el momento que está generando más presiones a futuro o porque está produciendo un ajuste demasiado sesgado hacia futuras caídas del empleo más que a ajustes salariales.

El Presidente señor Rodrigo Vergara visualiza dos temas de preocupación para el Consejo. A saber, los salarios y el tipo de cambio.

Con respecto a este último, resalta la importancia de mantener un análisis permanente sobre la materia, e indica que en su reciente participación en las reuniones en Jackson Hole fue consultado por las razones detrás de la fuerte depreciación experimentada por el peso, que escapa a los patrones observados en otras economías.

En cuanto a los salarios, se suma al planteamiento del Consejero señor Joaquín Vial en orden a consultar fuentes de información distintas del INE para fines de tener una visión más amplia sobre su reciente comportamiento.

A continuación, solicita al Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria señor Enrique Orellana que informe sobre la visión que ha recogido sobre la materia en sus visitas a regiones.

El señor Enrique Orellana señala que la situación observada por el Consejero señor Joaquín Vial en la ciudad de Temuco es la que predomina en las distintas ciudades visitadas, es decir, ya no se advierte la fuerte presión salarial que se observaba dieciocho meses atrás. De hecho, ninguna de las empresas consultadas reportó alzas en sus planillas.

En todo caso, hace notar que el nivel de las planillas, que es bastante alto debido a una significativa alza registrada en el último año, es motivo de preocupación por el consiguiente incremento de costos. No obstante, ninguna empresa informó sobre reducción de remuneraciones, porque estas son absolutamente inflexibles a la baja.

Además, hace presente que consultados los distintos personeros sobre su percepción acerca de las tasas de crecimiento de salarios informadas por el INE, respondieron que ellas no guardan relación alguna con la realidad de las empresas que representan, ya que se limitan a reajustarlos conforme a la variación del IPC y algunos aspectos adicionales, pero en ningún caso en un porcentaje superior a 6%, como reporta ese organismo.



Por último, consigna que en las visitas realizadas en los últimos tres meses se visualizó una presión salarial significativamente menor que en los meses previos, con excepción del sector agrícola.

El señor Miguel Fuentes señala que los datos de la Asociación Chilena de Seguridad y de las AFP, que tienen algún rezago, dan cuenta de una aceleración de los salarios en doce meses del orden de 8%. En consecuencia, este incremento sería generalizado, razón por la que se seguirá con atención.

Hace presente que la depreciación cambiaría es materia de preocupación para efectos de proyectar la inflación de corto plazo y que, de hecho, se han incorporado mayores incrementos de precios en aquellas líneas específicas donde se produce un traspaso bastante directo de la depreciación del tipo de cambio. Agrega que después de las sorpresas inflacionarias de comienzos de año, la evolución de los precios de bienes que excluyen a los cigarrillos ha estado bastante en línea con lo anticipado, y que algunos alimentos que sorprendieron al alza comenzaron a mostrar una caída, lo que podría constituir un indicador de menor demanda. Acota que este tema continuará siendo objeto de especial análisis en adelante.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:35 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 16:00 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 214, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de marzo de 2015 se efectuará el día jueves 19 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Alberto Naudon inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria, la mayoría de los cuales forman parte del análisis presentado en el reciente IPoM del mes de septiembre, y deja constancia de que los datos conocidos desde su cierre estadístico han estado en línea con el escenario base planteado en él y, por lo tanto, no introducen cambios relevantes en dicho análisis.

En lo concerniente al escenario externo, indica que Estados Unidos de América continúa liderando el crecimiento en el mundo desarrollado, mientras que la Eurozona y Japón muestran signos de una mayor debilidad, lo que se refleja, entre otras variables, en la evolución negativa de varios indicadores de expectativas y datos efectivos de actividad algo por debajo de lo esperado.

Hace presente que en las economías desarrolladas, la inflación sigue baja, aunque las trayectorias de esta variable en Estados Unidos de América y Europa continúan divergiendo, esto es, se normaliza hacia la meta en la primera y se desacelera en la segunda; y que dicha divergencia se ha traspasado con mayor claridad a la política monetaria de dichas zonas. En efecto, mientras en Estados Unidos de América se reduce el estímulo monetario cuantitativo y se habla de la posibilidad de un alza de tasas más pronta que lo previsto, el Banco Central Europeo recortó la tasa de referencia y anunció un plan de alivio cuantitativo que comenzaría el próximo mes.



En cuanto a las economías emergentes, plantea que no hubo mayores novedades respecto de la inflación y de la política monetaria; que en China, la heterogeneidad de los últimos datos es coherente con la estabilización en el crecimiento de esa economía; y que en América Latina, por el contrario, la contracción de Brasil en el segundo cuarto y el deterioro de la mayoría de las economías de la región confirman la debilidad de la actividad y de la demanda en gran parte de esta zona.

Por otra parte, expresa que los mercados financieros internacionales, en general, mostraron mejoras acotadas en las últimas semanas, lo que se verificó en el desarrollo de las bolsas de valores, los premios por riesgo soberanos y corporativos, y los índices de volatilidad; y que la evolución de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas fue mixta, esto es, con una leve alza en Estados Unidos de América y estables en la Eurozona. Acota que en el mundo emergente, bajaron levemente en la mayoría de los países.

En este contexto, consigna que casi la totalidad de las monedas se depreció respecto del dólar estadounidense, en particular en lo más reciente.

Por último, comenta que la mayoría de los precios de las materias primas se redujeron frente a los valores observados en la Reunión del mes de agosto. En efecto, el petróleo WTI y el Brent disminuyeron 4,1 y 2,6%, respectivamente; el precio de los productos agrícolas, dado por el índice global GSCI, se redujo 2,9%. El precio del cobre, en cambio, se encuentra en niveles similares a los de RPM pasada, pero su valor ha oscilado entre US\$3,1 y US\$3,2 la libra entre ambas Reuniones.

En el plano local, precisa que la actividad creció 0,9% anual en el mes de julio, en línea con la proyección del IPoM de septiembre, aunque por sobre las expectativas de mercado; y que este dato ratificó la debilidad que ha mostrado la economía en los últimos meses y llevó a reducir el crecimiento estimado para este año a un valor entre 1,75 y 2,25%. Por su parte, la última Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, reflejó que el mercado se movió hacia valores similares a los proyectados en dicho Informe, tanto en su proyección de actividad de este año como para el siguiente.

Agrega que los datos conocidos durante el último mes también confirman el débil panorama del consumo privado, y especialmente de la inversión, que se anticipó en el IPoM de septiembre; y que este escenario es validado por el marcado deterioro de las expectativas de los consumidores y empresarios, que este mes volvieron a descender.

En materia laboral, señala que la tasa de crecimiento anual del empleo continuó disminuyendo en el mes julio y que al nulo crecimiento del empleo asalariado se agregó esta vez una reducción importante de la expansión anual del empleo por cuenta propia. Con todo, destaca que la tasa de desempleo no varió respecto del trimestre móvil finalizado en junio y que se mantiene en 6,5%, nivel que es bajo desde una perspectiva histórica.

Resalta el mayor crecimiento de los salarios nominales en el mes de julio, variación que estaría, en parte, ligada al reajuste del salario mínimo, que se materializó un mes antes que el año pasado.

Asimismo, consigna que el peso tuvo vaivenes significativos en el último mes, oscilando entre \$576 y 595 por dólar; que al cierre de los antecedentes preparados para esta Reunión, el tipo de cambio se ubicaba en valores algo por sobre \$590; que frente a la Reunión previa, el peso se depreció 2,1% respecto del dólar y 1,2% en términos multilaterales; y que con ello, se estima que el tipo de cambio real de agosto -en su medida 1986=100- llegó a 100,5, valor que si bien se encuentra por sobre los niveles considerados de equilibrio de largo plazo, es coherente con las condiciones cíclicas actuales de la economía.



Especial mención hace de la inflación IPC de agosto, que sorprendió al alza al registrar una variación mensual de 0,3%, una décima por sobre lo esperado internamente. Informa que, a diferencia de lo observado en el primer semestre de este año, la sorpresa se explicó principalmente por pocos ítems, siendo los más relevantes el mayor precio de los cigarrillos, del servicio de transporte aéreo y de algunas frutas y verduras. Con todo, señala que esta sorpresa, más la mayor depreciación del peso, han llevado a elevar desde 4,1 a 4,3% la estimación interna de inflación al mes de diciembre próximo, levemente por sobre la estimación de mercado reportada en la EEE de este mes.

Añade que las expectativas de inflación a uno y dos años plazo permanecen en torno a 3%, lo que indica que, al igual que nosotros, el mercado espera que los registros inflacionarios altos sean un fenómeno transitorio que debería revertirse hacia el segundo trimestre del 2015.

Por otra parte, menciona que las tasas de interés de largo plazo siguen en niveles muy bajos en comparación histórica y que aquellas a 5 y 10 años plazo, nominales y reajustables, aumentaron hasta 40 puntos base respecto de la Reunión previa. Hace notar que pese a las favorables condiciones financieras, las colocaciones de consumo y para la vivienda se desaceleraron en el margen, mientras que las colocaciones comerciales continuaron perdiendo dinamismo, como ha sido la tónica desde principios de año.

Por último, informa que las expectativas para la TPM tampoco han variado mayormente en las últimas semanas, previendo un mínimo en torno a 3% en los próximos meses; que para esta Reunión apuntan muy mayoritariamente a una reducción de 25 puntos base; y que a dos años plazo, la sitúan en valores de entre 3,5 y 4,1%.

En este contexto, recuerda que en el IPoM del mes de septiembre se estimó necesario añadir un mayor impulso monetario a la economía, y que de no mediar cambios mayores en el panorama económico, este debería considerar dos o a lo más tres recortes adicionales de 25 puntos base.

El señor Alberto Naudon manifiesta que los antecedentes antedichos llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta ocasión, reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base a 3,25% anual o en 50 puntos base hasta 3,00%, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

Plantea que la opción de un recorte de 50 puntos base, en conjunto con un cambio del sesgo desde "a la baja" a "neutral", tiene dos propósitos. Por un lado, proveer un mayor estímulo a la economía; por otro, comunicar que, de no mediar cambios mayores en el escenario económico, no se prevé que sean necesarios ajustes a la política monetaria adicionales a los ya presentes en las expectativas de mercado. Lo expresado, considerando que la mediana de las expectativas considera que la TPM llegaría a 3% durante este año. Advierte que esta estrategia, si bien es coherente con el análisis realizado en el último IPoM y, por lo tanto, no descartable a *priori*, tiene algunos inconvenientes. En primer lugar, al ser un movimiento no esperado por el mercado, podría ser interpretado incorrectamente, porque podría verse como una señal de que se busca un impulso monetario mayor que el implícito en el análisis del mercado, lo que podría generar movimientos no deseados en algunos activos financieros. En segundo lugar, el cambio de sesgo limita, al menos en el corto plazo, la flexibilidad de la política monetaria. Por último, desde un punto de vista macroeconómico, el impacto de apurar la baja de la TPM sería menor, toda vez que no cambiaría el comportamiento de las tasas de interés de mediano y largo plazo.



Expresa que la opción de llevar la TPM hasta 3,25%, manteniendo el sesgo a la baja, representa, por el contrario, una continuidad con la estrategia de recortes graduales llevada a cabo desde ya casi un año, la que ha permitido inyectar un importante estímulo monetario a la economía, manteniendo, a la vez, un importante grado de flexibilidad. Reitera que este mayor impulso monetario es necesario para lograr la convergencia de la inflación hacia su nivel objetivo dentro del horizonte de proyección en un escenario de menor dinamismo de la economía, como el proyectado en el IPoM del mes de septiembre.

El señor Alberto Naudon señala que por las razones antedichas, en esta oportunidad, la recomendación de la Gerencia de División Estudios es por reducir la TPM en 25 puntos base, a 3,25% anual, y por modificar marginalmente la redacción del sesgo del Comunicado con el objeto de transmitir más eficientemente que se está llegando al final del proceso de recortes.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y no habiendo comentarios del *staff*, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas.

El Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas inicia su exposición expresando su saludo al Presidente del Banco, señor Rodrigo Vergara; al Vicepresidente, señor Enrique Marshall; a los Consejeros señores Sebastián Claro, Joaquín Vial y Pablo García; y al *staff* de la Institución.

El señor Alberto Arenas consigna que los datos de actividad conocidos en el último mes siguen dando cuenta de una economía que presenta un bajo dinamismo y que crece por debajo de su tendencia; que el desempleo se ha mantenido en niveles estables, pero la creación de empleo se encuentra estancada; que los indicadores de consumo reflejan que crece a tasas bajas; y que la inversión continúa exhibiendo tasas de crecimiento negativas. Agrega que todos los antecedentes de actividad muestran que las holguras de capacidad se han seguido ampliando y que hasta ahora no hay signos claros de una reversión.

En este contexto, indica que las proyecciones de crecimiento del propio Banco Central para este año, dadas a conocer recientemente, se corrigen de manera sustantiva a la baja.

Hace presente que los salarios nominales del mes de julio, reportados por el Instituto Nacional de Estadísticas, aumentaron su crecimiento anual. Sin embargo, el indicador de puestos de trabajo, que se desprende de la misma encuesta de salarios, exhibe una caída interanual significativa, dando cuenta de un importante efecto composición que estaría incidiendo en el valor promedio de los salarios. Además, el alza de los salarios del último mes recoge el impacto del incremento del salario mínimo, lo cual es un efecto por una vez en el nivel de los salarios.

En materia de inflación, menciona que el IPC del mes de agosto fue algo mayor que lo esperado y que en dicho registro incidieron algunos precios particulares de los cuales se esperaban alzas. En concreto, el precio de los cigarrillos aportó casi una décima de inflación en el mes, que se debe probablemente a un adelantamiento del incremento que se producirá como resultado del alza impositiva aprobada en el día de ayer con la Reforma Tributaria. Con todo, enfatiza que es un incremento en el nivel de precios que ocurre por una vez y no da cuenta de una dinámica inflacionaria que haya cambiado su tendencia.



En su opinión, lo más relevante en materia inflacionaria es que las expectativas en el horizonte de política del Banco Central permanecen en torno a 3%. En este sentido, comenta que en el caso de la Encuesta de Operadores Financieros, la mediana se encuentra en 3%, pero hay una fracción significativa que estima que la inflación podría ser menor que ese valor en dicho horizonte.

En lo concerniente al plano externo, manifiesta que las noticias confirman el mayor dinamismo de Estados Unidos de América, lo que se contrapone a la situación de Europa y Japón, que muestran signos de mayor debilitamiento en su crecimiento. Añade que en el caso de las economías emergentes, los últimos registros de China muestran que su crecimiento habría tendido a estabilizarse y que América Latina sigue exhibiendo una fuerte desaceleración de la actividad, lo que da cuenta del impacto que ha tenido el fin del ciclo de precios de *commodities* en la región.

Por otra parte, informa que el Gobierno ha anunciado recientemente un Plan de Reforzamiento de la Inversión 2014, que contempla seis líneas de acción orientadas a dinamizar la inversión pública y privada y la actividad en los próximos trimestres. Precisa que una de las líneas de acción consiste en un esfuerzo adicional del Gobierno para garantizar la plena ejecución de su gasto comprometido, haciendo las reasignaciones correspondientes, de manera que este se cumpla.

Enfatiza que este esfuerzo del Gobierno por sí solo no es suficiente para dinamizar la economía y que, en ese sentido, la acción decidida de la política monetaria es fundamental en la actual coyuntura.

Al concluir su intervención, el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas consigna que para esta Reunión, el mercado espera en forma prácticamente unánime una reducción de la TPM; y que las expectativas que se extraen de la curva *forward* y de las encuestas apuntan a que esta debiese ubicarse en 3% o incluso por debajo de ese valor antes de fin de año.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas y conforme al orden de esta Sesión, da paso al proceso de votación de las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo, en primer término, la palabra al Consejero señor Pablo García.

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo los antecedentes y opiniones de los personeros de la Gerencia de División Estudios y del *staff* de la Institución.

Expresa que en esta ocasión no se dispone de mucha información adicional a la que se tuvo a la vista cuando se elaboraron las proyecciones del reciente IPoM. En su opinión, el IPC es probablemente lo más relevante desde entonces. No obstante, debido a las características de este registro inflacionario, en los términos que han sido presentados en la Minuta de Antecedentes y en la parte de esta Reunión celebrada en la mañana, estima que no hay motivos para que el Consejo se desvíe del mensaje de política monetaria de dicho Informe.

En razón de lo expresado, considera que las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son las correctas. Asimismo, que la ausencia de nueva información hace particularmente desaconsejable tomar medidas en esta ocasión que sorprendan al mercado.

Es mérito de lo anterior, el Consejero señor Pablo García manifiesta que su voto es por reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, manteniendo el sesgo, de manera coherente con lo señalado en el IPoM.



A su juicio, es importante tomar en cuenta que este escenario considera que los datos que se seguirán recibiendo sobre el crecimiento interanual del tercer trimestre serán débiles y que es posible esperar un debilitamiento adicional del mercado laboral. Por ello, para evaluar los pasos a seguir en la estrategia de política monetaria, se deberá observar con cuidado la marcha de la economía, no solo en lo que se refiere a diferencias con lo previsto, por ejemplo por la materialización de algún escenario de riesgo, sino que también respecto de entender mejor el estado del ciclo.

En su opinión, hay tres puntos asociados a este último aspecto que serán relevantes. En primer lugar, se deberá afinar el diagnóstico sobre si la dinámica salarial está siendo un obstáculo para un ajuste más suave del mercado laboral o si está generando presiones de costos relevantes que puedan traducirse en una mayor persistencia inflacionaria. En segundo lugar, que será importante considerar si los efectos de la depreciación cambiaría sobre las decisiones de gasto y producción son conducentes a una recuperación como la prevista en el IPoM, con un mayor protagonismo de los sectores transables. En tercer lugar, se deberá evaluar si el estímulo monetario que se ha implementado desde hace un año está teniendo los efectos previstos y deseados sobre las decisiones de gasto, y en qué medida está logrando amortiguar los vientos en contra que han estado conteniendo el consumo y la inversión privados.

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 del *staff* para esta Reunión, que ha aportado antecedentes valiosos para el análisis; e indica que atendido que solo una semana atrás se dio a conocer el IPoM del mes de septiembre y que los antecedentes recogidos con posterioridad no alteran en nada sustantivo el escenario base, hará solo unos alcances limitados a las principales novedades de los últimos días.

En lo que concierne al panorama internacional, llama la atención sobre la debilidad de la demanda por materias primas industriales -hierro, petróleo-, que unida a aumentos de producción significativos se ha traducido en bajas de precios relevantes. En la medida que ello pudiera transferirse hacia el precio del cobre, sería un tema a seguir con atención, en especial, por su potencial impacto en el mercado cambiario.

En el plano local, señala que lo más importante ha sido la sorpresa en materia de inflación y la aceleración de los salarios nominales, lo que obliga a ser extremadamente cautelosos para evitar que se traslade hacia mayores expectativas de inflación, especialmente en un entorno de gran sensibilidad del tipo de cambio a noticias negativas.

En estas circunstancias y habida cuenta que hace solo unos días se dio una señal clara de que se necesitaba un impulso monetario adicional acotado, estima que la única opción relevante para esta Reunión es bajar la TPM a 3,25%, ya que un recorte de 50 puntos base provocaría gran confusión y podría ser contraproducente.

Agrega que también es necesario ir ajustando el mensaje en el Comunicado, indicando claramente que en la medida que el escenario base del IPoM siga vigente, se estará muy cerca de alcanzar el nivel de estímulo monetario requerido, sin poner en peligro la meta de inflación.

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 haciendo referencia a algunos antecedentes recogidos en los últimos meses y sintetizados en el último IPoM, que dan cuenta de varios fenómenos relevantes para la decisión de hoy.

En el ámbito externo, destaca que Estados Unidos de América continúa en un proceso de recuperación, mientras que Europa muestra nuevos signos de debilidad. Expresa que más allá de las implicancias de estos desarrollos sobre la demanda externa para Chile, es importante hacer notar que entramos en un período donde la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América será acompañada de una profundización de la expansión monetaria en Europa, un fenómeno muy novedoso, con las consecuentes y significativas presiones cambiarias sobre el dólar. Añade que China continúa con un proceso de crecimiento estable, mientras algunas cifras siguen dando cuenta de debilidad y algunos riesgos a la baja.

Indica que, por ahora, los precios de las materias primas se han mantenido altos y estables, más allá de los vaivenes observados en las últimas semanas; y que las condiciones de financiamiento externo que enfrenta la economía chilena siguen siendo favorables. En este sentido, considera que el mundo continúa otorgando un impulso a la economía chilena y que los riesgos derivados de mayores ruidos financieros, en particular los asociados al fin del estímulo monetario en Estados Unidos de América, no se han materializado, aunque siguen latentes.

En lo concerniente al ámbito interno, resalta tres fenómenos, a saber, la debilidad de la demanda, la debilidad de la actividad y los persistentes registros de inflación.

Plantea que los antecedentes disponibles hasta ahora dan cuenta de que la actividad sigue débil; que se han acumulado mayores señales de debilidad en algunos componentes de la demanda; que las percepciones de inventarios siguen altas, aun cuando estos han caído el último tiempo; y que los índices de confianza empresarial y de consumidores siguen deteriorándose. Las condiciones financieras internas, en tanto, siguen siendo favorables, con tasas de interés bajas.

A su juicio, ambos fenómenos, esto es, la debilidad en la actividad y las débiles perspectivas, así como las bajas tasas de interés, han contribuido a la fuerte depreciación del peso, que acumula 12% en lo que va del año. Agrega que no es descartable que correcciones en las condiciones financieras externas, especialmente derivadas de cambios en la política monetaria en Estados Unidos de América, agudicen o acentúen este fenómeno de depreciación cambiaría en adelante.

Resalta que la inflación sorprendió al alza y que más allá de factores puntuales detrás del registro mensual, sigue habiendo evidencia de que los efectos de la depreciación cambiaría y de las presiones de costos en general sobre los márgenes y los precios han sido importantes. Con todo, mientras las expectativas de inflación a corto plazo han aumentado en los últimos meses, a mediano plazo se ubican cómodamente en torno a 3%.

Sostiene que la combinación de bajas tasas de interés, tipo de cambio real depreciado y sanas condiciones financieras es propicia para recuperar mayores tasas de crecimiento en adelante y evitar ajustes indeseados en el mercado laboral que, aunque ha dado muestras de mayor debilidad, todavía sigue mostrando un relativo dinamismo. A este respecto, se refiere en particular a la tasa de desempleo, que se mantiene en niveles bajos, y al dinamismo que muestran los salarios. Destaca en el último mes el importante rebote en las tasas de interés de largo plazo, cercano a 30 puntos base desde la última Reunión, y el consiguiente fuerte empinamiento de la curva de rendimiento, que alcanza niveles máximos si se exceptúan los observados durante el 2009, en pleno de proceso de expansión monetaria poscrisis de los años 2008-2009.



A su juicio, este fenómeno confirma que la política monetaria está teniendo una expansividad relevante y, más aun, que el mercado está incorporando en sus precios una recuperación de la economía, aunque de manera gradual. Añade que las perspectivas de inflación también apuntarían en esa dirección. A la luz de las débiles señales de demanda que se observan y a sus implicancias sobre la inflación en el mediano plazo, y en línea con lo mencionado en el IPoM, se justifica un ajuste adicional de la política monetaria. Al mismo tiempo, cree que distintas métricas de expansividad monetaria sugieren que este espacio es acotado.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta su coincidencia con la opción de recortar la TPM en 25 puntos base en esta oportunidad, a 3,25%. En su opinión, con ello se está llegando a niveles donde cambios adicionales deben ser analizados con algo más cautela; y en ese sentido, considera importante comunicar al mercado un cambio en el sesgo que dé cuenta de aquello, lo que ampliará las posibilidades de acción en los próximos meses.

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

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

Señala que se llega a esta Reunión una semana después de haber entregado el tercer IPoM del año y que las noticias acumuladas desde entonces no son muchas ni modifican sustancialmente el escenario base.

En lo que respecta al escenario externo, manifiesta que la recuperación de Estados Unidos de América se sigue reafirmando, mientras las economías emergentes presentan un cuadro mixto, con perspectivas de un leve mejoramiento hacia el próximo año. Agrega que las condiciones financieras permanecen relativamente estables, con una leve mejoría en el margen; y que el panorama de riesgos no ha cambiado, destacándose la preocupación por los problemas geopolíticos en Europa. En resumen, la sensación que predomina es la de condiciones similares a las del mes pasado.

En lo que respecta a Chile, señala que el último Imacec ratificó el lento crecimiento reportado en el IPoM; que por el lado de la demanda, los indicadores más recientes confirman ese mismo diagnóstico de debilidad; los últimos datos destacan la marcada desaceleración del consumo privado; y los indicadores de expectativas y confianza han seguido cayendo, lo que sugiere el importante rol que han jugado en esta coyuntura.

Hace notar que con estos antecedentes, el sector privado ha seguido ajustando sus proyecciones de crecimiento a la baja, ubicándose en línea con las del Banco Central.

Asimismo, comenta que el mercado laboral continúa entregando señales de mayores holguras y que lo más probable es que ello se intensifique en los próximos meses. Con todo, expresa que en un contexto de marcada desaceleración de la actividad, la forma como ha evolucionado el desempleo y las remuneraciones es un tema que no deja de llamar la atención y que debe ser monitoreado.



Añade que los agregados de crédito crecen muy moderadamente, lo que se advierte particularmente en las operaciones comerciales y de consumo. En su opinión, este comportamiento aparece inducido por factores tanto de demanda como de oferta.

En materia de inflación, plantea que el registro del último mes sorprendió al alza, con lo cual las proyecciones de corto plazo para la inflación anual han subido levemente. Con todo, se mantiene el diagnóstico de inflación que permanece transitoriamente en niveles altos, pero que debe converger a la meta en el curso del primer semestre del próximo año, teniendo en cuenta que las presiones por el lado de la demanda se han debilitado significativamente. Acota que las proyecciones de mercado son coincidentes con dicha visión.

En este contexto, plantea que las opciones que aparecen más razonables son bajar la TPM en 25 puntos base o hacerlo en 50 puntos base. A este respecto, manifiesta coincidir con la minuta de la Gerencia de División Estudios en tal sentido. Asimismo, que atendido los mensajes ya entregados y los datos conocidos recientemente, la opción de mantener no parece razonable y debe ser descartada de inmediato.

En opinión del Vicepresidente señor Enrique Marshall, la economía requiere que la política monetaria provea estímulos adicionales de magnitud acotada, como fue sugerido en el IPoM; y que las dos opciones planteadas en este caso son coherentes con esta apreciación.

Sin embargo, estima que la opción de un recorte de 50 puntos tiene algunos inconvenientes que deben ser reconocidos. En efecto, lleva implícito un cambio en la estrategia con que se ha enfrentado este ciclo de desaceleración y, por lo mismo, sería sorpresiva y más difícil de asimilar por parte del mercado. Para mantener coherencia con lo señalado en el IPoM, tendría que ser acompañada por la adopción de un sesgo bastante neutral, lo que tampoco parece prudente considerando los riesgos a la baja identificados para la trayectoria de la actividad. Indica que lo expresado lo lleva a descartar esta opción y a inclinarse por una política que siga operando con gradualidad, tal como ha ocurrido hasta ahora.

A su juicio, se debe tener presente además que las condiciones monetarias son ya claramente expansivas, si se considera el nivel de la TPM y, sobre todo, el nivel de las tasas de mercado. Por ello, estima que la opción de un recorte de 25 puntos base es la que resulta más adecuada en estas circunstancias.

En cuanto a los próximos pasos, le parece importante señalar que el proceso de ajuste monetario, después del recorte sugerido para esta Reunión, estaría bastante cerca de completarse; por cierto, en el entendido que prevalecen las condiciones descritas en el escenario base.

Antes de concluir su intervención, manifiesta que valora la aprobación, por amplísima mayoría, del proyecto de Reforma Tributaria, en especial, por sus implicancias en el sentido de proveer certeza a los agentes económicos.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que en esta oportunidad su voto es por recortar la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 3,25%.



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

En lo concerniente al escenario externo, resalta los indicadores que sugieren una fortaleza más permanente en las economías de Estados Unidos de América y el Reino Unido, como también los mayores estímulos monetarios informados por la Zona Euro y Japón, que a su vez son reflejo de las debilidades de dichas economías. Además, hace notar que se mantienen, e incluso acrecientan, los riesgos geopolíticos por las tensiones en Ucrania y el Medio Oriente.

Agrega que entre las economías emergentes, China continúa en una situación de estabilidad, aunque con números algo más negativos en el margen y que en Brasil se confirma la recesión. Por su parte, las variables financieras no exhiben grandes novedades, mientras se observa una caída en la mayoría de los precios de las materias primas.

En el ámbito interno, señala que la actividad del mes de julio fue superior a la esperada por el mercado, al igual que la inflación de agosto; que los salarios se aceleraron en forma importante en julio, a pesar de un mercado laboral más débil; y que el reajuste del salario mínimo un mes antes que el año previo influyó, razón por la que se espera que se revierta en parte el próximo mes.

En materia de inflación, consigna que el registro en doce meses alcanza a 4,5% y el subyacente a 4%. Expresa que la inflación en este nivel evidentemente no es una buena noticia, aunque el diagnóstico sigue siendo que se explica básicamente por los efectos de la depreciación del peso y que, dado ello, es un fenómeno transitorio. Advierte que el riesgo, tal como se describe en el último IPoM, es que sea más persistente de lo estimado. Las expectativas, no obstante, están ancladas en 3%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que el Banco Central ha seguido dando mayor impulso monetario a la economía de manera decidida y persistente, y que las tasas de interés de corto, y sobre todo de largo plazo, más allá de las volatilidades propias de esta variable, son una prueba de ello. Sostiene que en el IPoM se deduce que podría ser necesario algún estímulo adicional, aunque moderado, de política monetaria. Es de opinión que esta es una oportunidad propicia para seguir en esa senda. A su juicio, es necesario destacar que estamos cerca del nivel de estímulo que se estima razonable y, por lo tanto, que más allá de esta Reunión, con la información y proyecciones disponibles hasta ahora, los espacios para dicho mayor estímulo se empiezan a estrechar, aunque no se agotan del todo. La información que se vaya recibiendo en adelante y los cambios que ello implique en nuestras proyecciones serán claves en nuestra evaluación futura.

En el escenario expuesto, señala que las opciones que presenta la Gerencia de División de Estudios son las apropiadas, aunque, a su juicio, la de reducir la TPM en 25 puntos base se impone en esta oportunidad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara considera que la opción de bajar la TPM en 50 puntos base solo se entiende en el contexto que resalta la misma Minuta de Opciones, esto es junto con la eliminación del sesgo expansivo como una clara señal que se llegó al estímulo monetario deseado en las actuales condiciones y que parte un período de evaluación donde no se anticipan nuevos cambios en política monetaria, al menos en el futuro inmediato. Indica que el mérito de esta opción es que pretende darle más certeza al mercado, pero tiene al menos dos problemas. El primero, que puede dar una señal al mercado difícil de interpretar, en cuanto podría inferirse que se ha hecho más negativa la visión de la economía que se tenía hace solo una semana en el IPoM, lo que no es el caso.



El segundo, que nos aparta de una estrategia que ha sido exitosa en términos de los mensajes que enviamos al mercado como en términos de los resultados en cuanto al necesario estímulo monetario adicional que vamos dando.

Por las mismas razones antedichas, la opción de bajar la tasa en 25 puntos base se impone claramente, en cuanto es consistente con el impulso monetario adicional que el Consejo quiere dar, con las señales que ha entregado al mercado y con la estrategia durante todo este ciclo. Asimismo, también considera que hay que dar alguna señal en el Comunicado que ratifique lo consignado en el IPoM, esto es, que el mayor estímulo restante, en las actuales condiciones, es cada vez más acotado.

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

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 3,25% anual.

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

N° 214-01-140911 - 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 3,25% 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 3,25% anual.

En el ámbito externo, los antecedentes recientes reafirman las perspectivas de recuperación de Estados Unidos y la menor fuerza del crecimiento de la Eurozona. Las proyecciones de crecimiento para Asia emergente permanecen estables, mientras que en América Latina se confirma la debilidad de parte importante de la región. Las condiciones financieras externas continúan favorables. Los precios de gran parte de las materias primas se han reducido, mientras que el del cobre ha permanecido relativamente estable.

Los antecedentes de la actividad, la demanda y el empleo siguen dando cuenta del bajo dinamismo de la economía chilena. Aun así, la tasa de desempleo se mantiene baja y la tasa anual de crecimiento de los salarios nominales siguió aumentando. La inflación de agosto se mantuvo en 4,5% anual. Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3% anual, aunque aumentaron para fines de este año. 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. Las condiciones de financiamiento local siguen en general favorables, reflejando en parte el impacto del estímulo monetario.



El Consejo evaluará la conveniencia de introducir un mayor estímulo monetario, de acuerdo con 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 17:10 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe