



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 217 celebrada el día jueves 11 de diciembre de 2014

En Santiago de Chile, a 11 de diciembre 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 Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesora de la Presidencia,
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 217, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2015 se celebre el día jueves 11 de ese mes.



A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes para efectos de que presente el escenario externo.

El señor Miguel Fuentes inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de índole político que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, menciona que se ha acentuado la tendencia divergente entre Estados Unidos de América y el resto del mundo; que los PMI globales cayeron en el mes de noviembre, pero se mantuvieron altos en Estados Unidos de América; y que en esta última economía destacó la última cifra de creación de empleo, superior a 320.000 puestos de trabajo y elevada en términos históricos.

Añade que en la Zona Euro, los PMI siguieron reduciéndose; que los componentes del PIB del tercer trimestre de 2014 confirmaron la debilidad de la inversión en dicha región; y que el Banco Central Europeo, BCE, revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento para el próximo año a 1%. En Japón, en tanto, la actividad del tercer trimestre fue corregida a la baja en una magnitud superior a la esperada, confirmando una mayor recesión para esa economía.

Hace presente que en América Latina se observó un leve repunte en la actividad, específicamente en algunos indicadores de producción industrial, pero la economía brasileña registró un crecimiento menor que el anticipado.

Informa que China mantuvo bajos registros de PMI y que sus datos de comercio exterior decepcionaron al mercado, aunque el panorama respecto de las importaciones de cobre no fue tan negativo.

En relación con los precios de *commodities*, destaca la marcada caída del precio del petróleo. Los precios de otras materias primas, en tanto, disminuyeron en una magnitud algo menor, incluido el precio del cobre.

Indica que el dólar de Estados Unidos de América se apreció de manera generalizada en un contexto de posiciones financieras que han tendido a deteriorarse para los países emergentes desde la Reunión precedente y también frente a lo observado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM.

Asimismo, consigna que los premios soberanos aumentaron en América Latina y Rusia, y que las bolsas de valores retrocedieron. A este respecto, informa que, en el margen, ha predominado un sentimiento negativo en los mercados bursátiles en los últimos días por la caída sostenida del precio del petróleo, pese a los efectos positivos que ello tendría en la actividad. Lo expresado, por mayores percepciones de riesgo, particularmente en América Latina y, en Venezuela, así como por los anuncios de recortes de los datos de inversión de las empresas petroleras.

Por otra parte, hace notar la divergencia en materia de decisiones de política monetaria. En efecto, el Banco Central Europeo mantuvo su tasa de política monetaria, TPM, y compraría bonos soberanos a partir del primer trimestre del próximo año; China bajó su tasa rectora; Rusia e Indonesia subieron sus tasas de política en respuesta a mayores registros inflacionarios, lo mismo que Brasil, cuyo nuevo equipo económico ha reafirmado su compromiso con la inflación y la austeridad fiscal. Por último, resalta la sorpresiva reducción de la tasa de interés acordada por el Banco Central de Noruega en el día de hoy, motivada por la perspectiva negativa del impacto de un menor precio del petróleo en dicha economía.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 217

Página 3 de 22

El señor Fuentes prosigue con su presentación señalando que en términos de indicadores de actividad y empleo, se destaca la fortaleza relativa de Estados Unidos de América, donde el PIB sorprendió positivamente y la tasa de desempleo se mantuvo; y que Japón cayó en recesión, registrando una tasa de crecimiento de -1,9% en el tercer trimestre del año.

Asimismo, informa que, en términos generales, los indicadores de perspectivas y confianza de consumidores se mostraron negativos en el mes de noviembre, especialmente en Japón y la Zona Euro; y que si bien disminuyeron en Estados Unidos de América, se mantienen en niveles elevados.

Con respecto a Estados Unidos de América, reitera la sólida recuperación de su mercado laboral. En efecto, la tasa de desempleo se mantuvo y la creación de empleo sorprendió con la generación de 320.000 nuevos puestos de trabajo no agrícolas, mayor que el *benchmark* histórico.

Hace presente que la Zona Euro registró una tasa de crecimiento acorde con lo esperado en el tercer trimestre, pero ha perdido dinamismo en los últimos tres meses del año debido a la contracción de la inversión.

Resalta que el BCE y el Bundesbank corrigieron sus proyecciones de crecimiento y de inflación significativamente a la baja para el presente año y también para los dos siguientes. Precisa que para la Zona Euro, la revisión del crecimiento para el año 2015, superior a medio punto porcentual, se explica por perspectivas menos favorables para la inversión y una debilidad algo mayor del consumo. Tratándose de Alemania, la corrección a la baja, cercana a medio punto porcentual para el mismo año, responde a las tensiones geopolíticas que se derivan de las sanciones impuestas a Rusia y su impacto sobre las empresas manufactureras, y a la debilidad más marcada de la Zona Euro.

Con respecto a América Latina, señala que los indicadores mensuales de actividad de Argentina, Venezuela, Brasil y Perú dan cuenta de un bajo dinamismo, aunque se observa un repunte en el margen; que persiste la debilidad en materia de confianza de los consumidores; y que sus respectivos índices de inflación, si bien no han registrado mayor variación, se mantienen en niveles elevados.

Indica que gran parte de la revisión a la baja de la proyección de crecimiento de América Latina para el año 2015 se explica por las perspectivas más negativas de Brasil. Añade que el Banco Central de ese país ajustó al alza la tasa de interés durante el año; que la inflación en esa economía permanece en niveles elevados, existiendo poco espacio para una política monetaria expansiva; y que la herramienta fiscal no estaría apoyando una mayor recuperación según el plan anunciado por la nueva administración.

En materia de política monetaria, alude nuevamente al recorte de tasas en China, acordado hace algunas semanas; que Rusia, Brasil e Indonesia, en línea con la alta inflación observada en sus economías, han realizado ajustes al alza; y que Noruega, en una acción sorpresiva, redujo su tasa en 25 puntos base, en parte importante por la reciente caída del precio del petróleo y los efectos que ello podría tener sobre su actividad.

Agrega que el BCE mantuvo su tasa de política, pero iniciaría un programa de compra de bonos soberanos en el primer trimestre de 2015. Expresa que dicha situación resulta bastante coherente con el panorama de corrección de las expectativas de crecimiento para el 2015 en más de medio punto porcentual para esa zona, y podría estar preparando el terreno para una política monetaria más expansiva a través de canales no convencionales.



A este respecto, exhibe la tabla que se contiene en la lámina N° 13 de la presentación, que da cuenta de dos escenarios de compras de bonos soberanos: el primero, las compras que se realizarían si se considera la participación de la deuda de cada economía en la deuda total emitida; y el segundo, las que se realizarían según la participación del capital de cada economía en el capital del BCE. Señala que si se considera el plan completo de compras, que equivaldría a €500 billones de deuda soberana, y se prorratea de acuerdo a la participación del capital de cada economía en el capital del BCE, se tendría que en el caso de Grecia, la compra alcanzaría a €15 billones, esto es, alrededor del 40% de su deuda emitida; tratándose de España, a €63 billones, equivalentes al 9% de su deuda; y de €129 billones, equivalente al 11% de su deuda, en el caso de Alemania.

Por otra parte, manifiesta que las expectativas sobre el fin del estímulo monetario en Estados Unidos de América se adelantaron en un mes, empujadas principalmente por la positiva cifra de empleo. Acota que en el resto de las economías no hubo cambios significativos en esta materia.

Comenta que las tasas largas no mostraron movimientos importantes durante el mes, aunque acumulan una caída significativa en el año, acompañada de una alta volatilidad en el último trimestre comparado con igual período del año anterior.

Además, indica que las condiciones financieras se deterioraron, en especial en los últimos días, pese a la caída del precio del petróleo; que las bolsas de valores retrocedieron en el último mes; y que tanto los CDS como los premios corporativos aumentaron respecto de la Reunión pasada.

En relación con los CDS, da cuenta del alza registrada en las últimas semanas en América Latina y Rusia, economía muy golpeada por la caída en el precio del petróleo y que ha visto un incremento importante de sus premios. Añade que en Europa, en cambio, dichos premios han tendido a mantenerse sin mayor variación.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que el *Financia/ Times* del día de hoy destaca que el fuerte deterioro de Grecia no ha incidido en el resto de Europa, e interpreta que la disposición del Banco Central Europeo a intervenir fuertemente en los mercados de deuda, que difiere de lo acontecido hace tres años, ha sido capaz de mantener aislado este problema.

El Consejero señor Pablo García complementa la observación anterior destacando que la deuda griega pasó a manos de acreedores oficiales en el pasado reciente, producto del proceso de salvataje que llevó al sector privado a deshacerse de ella. Luego, el riesgo de contagio por mecanismos de mercado ha disminuido, a lo que se suma que Grecia tiene ahora un superávit primario. Incluso, no es seguro que un posible *default* en dicha economía tenga algún impacto material en su propia situación económica, dado que ya no necesita financiamiento fresco para seguir funcionando.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación haciendo referencia a los mercados bursátiles, donde predominaron las caídas en las bolsas de valores de economías emergentes debido a una fuerte incidencia de la caída del precio del petróleo. Tal es el caso de Colombia y Canadá, donde el sector petrolero es importante y la caída de precios los ha llevado a anunciar una reducción de sus planes de inversión. Expresa que en línea con lo anterior, las monedas de las economías exportadoras de *commodities* han experimentado la mayor caída. Además, que la bolsa de valores china mostró un incremento impulsado por la baja de tasas, aunque ha tendido a revertirse en las últimas semanas.



A continuación, hace referencia al precio de los *commodities*. Sobre el particular, consigna que estos presentaron movimientos a la baja, con excepción de los cereales, en parte importante por los menores PMI y la apreciación del dólar. Destaca que esta caída se observó en los índices agregados; que fue mucho más marcada tratándose de los productos asociados al petróleo; y que el precio del cobre también retrocedió en torno al 4%, impactando la cotización del peso chileno, según se desprende de los modelos internos que se utilizan habitualmente.

En relación con el precio del petróleo, comenta que la OPEP mantuvo las cuotas de producción luego de la reunión celebrada el 27 de noviembre pasado para no perder participación de mercado; que Arabia Saudita e Iraq redujeron nuevamente los precios de exportación a Estados Unidos de América; y que para el año 2015, la OPEP ajustó a la baja la proyección de demanda por el petróleo producido por esta organización a 28,9 millones de barriles diarios. Acota que el precio del petróleo continuó cayendo durante la semana.

Agrega que la trayectoria de precios futuros de petróleo y gasolina se ha corregido a la baja, hasta US\$65 el barril tratándose del petróleo WTI; y que se proyecta un repunte moderado para los próximos años, convergiendo a niveles cercanos a los US\$80 el barril.

En lo concerniente al precio del cobre, reitera que su caída fue cercana a 4% en el último mes, en parte importante por el panorama de PMI menores que lo esperado; la apreciación del dólar; y cifras negativas del comercio chino, aunque sus importaciones del metal aumentaron durante el mes de noviembre.

Al finalizar su presentación, manifiesta que el índice de precios de alimentos FAO no registró mayor variación en noviembre y que las perspectivas futuras son levemente menores. Por último, destaca que los cereales se recuperaron durante el último mes, después de la caída sostenida observada en los años 2013 y 2014.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia la ronda de comentarios indicando que entre las novedades de las últimas semanas, destacan las que dicen relación con la fuerte caída del precio del petróleo. Al respecto, plantea que este fenómeno se circunscribe básicamente al crudo, ya que los precios de otras materias primas han registrado leves variaciones y sus trayectorias no anticipan retrocesos de igual magnitud.

Sobre el particular, plantea la necesidad de profundizar sobre algunos aspectos, como el impacto de la apreciación del dólar en la valoración de los *commodities*,

Asimismo, y aunque considera que es más difícil de cuantificar, también le parece importante tener en cuenta que un grado de volatilidad en los precios de otros *commodities* aparece por fenómenos financieros de arbitraje que podrían materializarse, como ocurrió en los últimos 15 a 20 años, cuando hubo periodos en que se produjo una disonancia significativa en el precio de algunos de ellos porque se les consideró como un activo financiero y no por su demanda final.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que otro tema que debiera ser objeto de un análisis más profundo es la trayectoria futura del dólar. En este sentido, plantea la conveniencia de tener una perspectiva larga sobre diferenciales de tasas entre Estados Unidos de América y los principales centros financieros, así como también de la trayectoria multilateral del dólar respecto de otras monedas relevantes, con el objeto de contar con una estimación sobre la apreciación que aún falta por concretarse. A su juicio, se debiera ahondar en dicho análisis, no solo por el potencial impacto en los *commodities*, sino por la relevancia la depreciación que están teniendo muchas monedas.



En tercer lugar, alude a un análisis publicado en el *Financia/ Times* del día de hoy que sostiene que para varios países en desarrollo la depreciación de sus monedas puede ser vista como algo muy positivo; no obstante, pone en duda cuán expansiva pueda ser esta depreciación en varios de ellos, entre otros motivos, por sus niveles de descalce y la deuda en dólares que pueden haber acumulado sus gobiernos y sus respectivos sectores corporativos. Tampoco descarta la existencia de *drivers* locales, como la falta de productividad y/o bajas perspectivas de crecimiento, que causen la contracción de la demanda y la depreciación real del tipo de cambio en equilibrio. Finalmente, alude a eventuales dificultades de costos internos que llevan a que la depreciación no relaje los márgenes a la velocidad y en la magnitud que efectivamente pueda generar el traslado en recursos desde el sector no transable al transable.

El Consejero señor Sebastián Claro enfatiza la relevancia de estos temas para Chile y para las proyecciones del Banco, ya que estas consideran el efecto permanente de la depreciación y también el grado de impulso que imprimirá a las exportaciones y la actividad del sector transable que, de alguna manera, es uno de los *drivers* de crecimiento para los próximos trimestres.

El Consejero señor Pablo García plantea la conveniencia de profundizar el análisis sobre el valor del dólar en términos reales, con el fin de contar con alguna noción acerca de los valores que podría alcanzar. Lo expresado, atendida su relevancia para el escenario de mediano plazo de la economía chilena.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que para las próximas Reuniones de Política Monetaria será muy importante contar con un análisis sobre la evolución de los indicadores que den cuenta del impacto financiero en aquellos países que aparecen como más vulnerables, como es el caso de la volatilidad de los *commodities*, las primas de riesgo, CDS, entre otros. A su juicio, correspondería distinguir los países petroleros de la región, como Colombia, de los que no lo son, y excluir a Venezuela atendida su situación interna, para determinar si se advierte algún grado de diferenciación entre ellos.

Asimismo, plantea la conveniencia de realizar un seguimiento de aquellos bancos que están expuestos a gobiernos o empresas petroleras, por el posible impacto en ellos. En su opinión, este análisis debiera ser abordado por la Gerencia de División Política Financiera.

Por otra parte, comenta que a través de la prensa se ha especulado que las altas jerarquías chinas estarían considerando una baja en su meta de crecimiento, que sería anunciada en algunos meses más. A su juicio, convendría hacer un seguimiento a este aspecto.

Por último, manifiesta compartir la mayor parte el análisis expuesto precedentemente, y que, en su opinión, es probable que se produzca un contagio hacia otros *commodities*, además del petróleo, ya sea por el canal cambiaria o por el financiero.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea la conveniencia de hacer un seguimiento del valor del dólar y los *commodities*; asimismo, con miras al próximo IPoM, un análisis más detallado sobre América Latina, en particular de aquellas economías que se encuentran algo debilitadas, como Argentina y Venezuela, Brasil y también México, cuyo dinamismo comienza a ponerse en duda atendidos sus problemas internos.

Sostiene que el tema del tipo de cambio es complejo; que el Consejo ha sostenido, correcta o incorrectamente, que su depreciación contribuirá a la reactivación; y que el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas declaró recientemente que "el alto precio del dólar alentará la inversión y el consumo". Por esta razón, solicita se profundice el análisis respecto de las expectativas de depreciación del tipo de cambio y su incidencia en estas y otras variables.



El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que el *shock* principal derivado de la depreciación del tipo de cambio es de carácter autónomo y contractivo. En su opinión, el grado de amortiguación que ejerce la depreciación del tipo de cambio real, en el margen, jamás compensa el *shock* original; simplemente permite mitigarlo. Agrega que si bien el plazo es un aspecto a considerar, estima necesario distinguir las razones detrás de la depreciación real.

Expresa que para que la depreciación real tenga un efecto amortiguador o mitigador sobre la contracción de la demanda y la actividad, debe acompañarse de una mantención de los costos. No obstante, limitaciones en la productividad y salarios en niveles altos, entre otros aspectos, aminoran de alguna manera el impacto expansivo de la depreciación real. En este sentido, considera que los países emergentes no estarían mayormente preparados para verse favorecidos de este rol amortiguador que puede tener una depreciación real de 10%; porque exhiben aumentos de costos y pérdida de productividad. Además, vienen de muchos años de crecimiento de los *commodities*; por lo tanto, su industria no exhibe un crecimiento muy fuerte y una reasignación de factores que permita un reacomodo a este nuevo escenario.

El Gerente de División Política Financiera señor Claudia Raddatz plantea algunas consideraciones en lo que respecta a los *commodities* y su relación con el mercado financiero.

En su opinión, es muy difícil determinar canales financieros específicos para el efecto de los precios de los *commodities*, porque las variaciones de precios tienen efectos de riqueza, de términos de intercambio sobre los países que dependen de esa producción. Para Chile, tiene efectos reales a través del precio del cobre, así como también para los países productores de otros *commodities*. Agrega que esos efectos reales tienen consecuencias para la valoración de los activos que produce un país, el mercado de los bonos, los *spreads* y también para los *stock markets*. En consecuencia, hay canales de transmisión, pero gran parte de ellos van por el lado real de la economía que por uno puramente financiero.

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.

Indica que la estimación de crecimiento para el año 2014 se ha revisado a la baja, hasta 1,7%, por una debilidad de la minería mayor que la prevista.

Hace presente que los indicadores del mes de octubre sugieren que el consumo y la inversión se mantienen débiles. En efecto, el consumo crece a tasas en torno a 2% en términos anuales y la inversión, sobre todo su componente maquinarias, exhibe caídas interanuales de relevancia.

Agrega que las expectativas de los consumidores y empresarios se mantienen en niveles pesimistas. Hace notar que la caída de las expectativas de los consumidores es más apreciable que la de los empresarios y constituye un condicionante importante de nuestra proyección, tanto en términos del escenario actual de corto plazo como de la recuperación gradual implícita en las proyecciones que se darán a conocer en el próximo IPoM.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 217

Página 8 de 22

Por otra parte, manifiesta que el mercado laboral ha dado señales que se contraponen con el cuadro actual de debilidad de la demanda y de la oferta, ya que el crecimiento de los salarios nominales tuvo un incremento en su ritmo interanual y la tasa de desempleo disminuyó. Junto con ello, el tipo de cambio se depreció, lo que tendrá implicancias inflacionarias importantes en el corto plazo.

En este sentido, señala que la inflación del mes de noviembre mostró una sorpresa positiva en el componente *core*, que fue compensada por bajas mayores que las anticipadas tanto en el ítem alimentos como en energía.

En relación con las expectativas de inflación a un año, comenta que las encuestas muestran una dispersión mayor que la habitual, tanto al interior de la Encuesta de Operadores Financieros, EOF, y la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE como entre ellas.

En cuanto a las proyecciones internas de inflación de corto plazo, informa que la inflación total se ha corregido a la baja, mientras que el componente SAE al alza, acorde con la mayor depreciación del tipo de cambio nominal observada desde la RPM previa, pero que se compensa con los menores precios de combustibles.

A título de último hecho destacado del período en el ámbito interno, manifiesta que hay bastante consenso en que la TPM se mantendrá en 3% en esta Reunión, y visiones divergentes para el nivel que alcanzaría durante el año 2015.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación e indica que en términos de actividad, el IMACEC del mes de octubre creció 1,5%, algo menos que lo estimado internamente, porque, contrariamente a lo anticipado, el sector de recursos naturales tuvo una contribución menor. En efecto, si bien el componente EGA exhibe un crecimiento cercano a 10% por el efecto de la hidroelectricidad, el retroceso de la minería fue mayor.

Por su parte, la demanda interna registró tasas de crecimiento interanuales negativas, en línea con un dinamismo bastante acotado del consumo, a lo que se suma una contribución negativa en términos interanuales de la formación bruta de capital y la variación de existencias.

En relación con el PIB Resto, comenta que la industria sigue con niveles bastantes estancados en términos desestacionalizados, mientras que las actividades de servicios exhiben algún grado de dinamismo en el margen, en particular los servicios personales, que es el sector que, además del EGA, exhibe las mayores tasas de crecimiento, en torno al 4,5%.

En lo concerniente al consumo, manifiesta que los indicadores de consumo durable confirman el panorama de debilidad observado en los meses anteriores al exhibir tasas de crecimiento negativas impulsadas por la fuerte caída de las ventas de automóviles. El componente no durable, en tanto, se expande en torno al 2%. Agrega que el sector automotriz anticipa un crecimiento nulo para el año 2015, lo que es relativamente coherente con el crecimiento del consumo durable que se contempla en el IPoM para el próximo ejercicio.

Acota que las expectativas de consumidores se han vuelto más pesimistas.

Añade que las compras de bienes durables continúan en niveles bastante negativos, en un contexto en que la estimación interna de la masa salarial real mensual se ha reducido, tanto por una menor contribución del empleo como de los salarios reales.



Con respecto al mercado laboral, indica que la tasa de desempleo disminuyó en el trimestre móvil terminado en octubre por una caída algo sorpresiva de la tasa marginal a niveles inferiores al 6%; que el empleo asalariado que excluye el sector público sigue creciendo a tasas negativas; y que la evolución del empleo es relativamente coherente con la desaceleración de la actividad, por cuanto la tasa de desempleo ha aumentado en un punto porcentual frente a lo observado un año atrás.

Asimismo, hace notar que las expectativas empresariales se mantuvieron pesimistas en el mes de noviembre. En efecto, se redujeron en el sector industria, y si bien se registró un rebote muy marginal en comercio y en construcción, todavía se sitúan en niveles bastante pesimistas.

En cuanto a los indicadores de construcción, señala que los permisos de edificación muestran algún repunte; los que se refieren a despacho de hormigón y de cemento no registran mayor variación; y las importaciones de bienes de capital, tanto la parte sin transporte como la que incluye los aviones, exhiben un alza bastante acotada.

Con respecto a los datos de comercio exterior al mes de noviembre, resalta un grado de recuperación de los envíos mineros y de las internaciones de bienes. Destaca que las importaciones, después de casi dieciocho meses, volvieron a mostrar tasas de crecimiento marginalmente positivas en términos reales, impulsadas por una recuperación de los bienes intermedios; que ello podría dar cuenta de algún signo recuperación de inventarios; y que esta sorpresa tuvo alguna implicancia en el déficit de cuenta corriente esperado para el término de año, como para la revisión al alza de la proyección de demanda interna del cuarto trimestre.

En cuanto al comportamiento de las líneas de industria en el curso del presente año, menciona que las actividades más orientadas a la exportación son las únicas que exhiben alzas en sus tasas de crecimiento, que se asocian a un efecto cambiario, efectos de oferta en algunos sectores, y un impulso importante para las actividades relacionadas con Estados Unidos de América, en particular para la industria forestal.

Por otra parte, hace presente que la producción minera registró una sorpresa negativa relativamente significativa en el mes de octubre, asociada básicamente a la producción de Escondida, que fue bastante menor que la de meses previos por elementos que serían de carácter transitorio, pero que condicionan la revisión a la baja de la proyección del PIB para el año.

En este mismo sentido, precisa que las correcciones de recursos naturales tienen una incidencia mayor en el crecimiento del PIB, que fue corregido a la baja, a 1,5% en el cuarto trimestre; y que con ello, el crecimiento del PIB para el año 2014 alcanzaría a 1,7%.

En términos de la proyección de la demanda, informa que se han introducido algunas correcciones en el margen al componente de maquinarias y equipos por un comportamiento algo más sorpresivo del dato del mes de octubre, que se ha asumido una recuperación moderada de los niveles de las importaciones de bienes de capital, y que con ello, el crecimiento de la demanda interna se ha ajustado marginalmente a la baja para el año 2014 respecto de la RPM previa y de manera más significativa frente a los consignado en el IPoM del mes de septiembre, desde 0,1% a -0,7%.

El señor Miguel Fuentes señala que el registro de Imacec del mes de noviembre estaría en torno a 1,4%, algo inferior al 1,5% esperado por el mercado en la última EEE; y que para diciembre se espera un crecimiento inferior a 2%. Hace notar que ambas cifras son coherentes con las proyecciones internas de 1,7% para el año.



En lo que dice relación con el mercado financiero, consigna que no hubo grandes cambios en las tendencias que se venían observando hasta la Reunión pasada. Así, las colocaciones a personas han seguido presentando mayor dinamismo que los créditos a empresas y los créditos hipotecarios repuntaron, en línea con el dinamismo observado en algunos indicadores del mercado inmobiliario, como ventas y salarios. Agrega que las colocaciones comerciales siguen mostrando una caída en doce meses, en coherencia con el menor nivel de la actividad.

Por otra parte, manifiesta que la depreciación del tipo de cambio ha sido coherente con la fortaleza global del dólar y con el menor precio del cobre; y que el tipo de cambio real se ubicó en 99,4 al cierre estadístico de la presente Reunión. Añade que la depreciación de nuestra moneda ha sido similar a la de otras economías latinoamericanas, y que el tipo de cambio multilateral no ha registrado mayor variación en el último mes.

El señor Miguel Fuentes hace presente que los salarios nominales crecieron 0,3% en el mes de octubre, impulsados principalmente por industria y servicios de actividades inmobiliarias y empresariales. En su opinión, la incidencia de la industria es difícil de compatibilizar, dado el bajo crecimiento interanual mostrado por este sector, a diferencia de lo que acontece con las actividades inmobiliarias, cuyo ritmo de crecimiento se ha mostrado bastante dinámico. Acota que parte de la aceleración exhibida por los salarios en el mes se debe a un efecto base, dado que el año anterior registraron un crecimiento nulo.

Asimismo, comenta que el reajuste del sector público será de 6% este año, entrará a regir el 1 de diciembre y junto con el pago de bonos explicarán el incremento estacional de los salarios en dicho mes.

En materia de inflación, destaca que el IPC del mes de noviembre tuvo una variación nula, mientras que el indicador IPCSAE registró un incremento de 0,3% y se mantuvo sobre 4% en términos interanuales.

Comenta que en el mes se registró una sorpresa negativa en combustibles y alimentos, que fue compensada por una sorpresa positiva en SAE servicios; y que la significativa caída que han registrado los precios de los combustibles a nivel internacional se ha traspasado a los precios internos por la reciente modificación de parámetros del MEPCO. Agrega que los precios de la electricidad aumentaron por la entrada en vigencia de los decretos tarifarios esperados para dicho sector, aunque en menor medida que lo anticipado; que el rubro alimentos registró una sorpresa negativa en su componente Resto; y que contrariamente a lo previsto, el precio de frutas y verduras no experimentaron variaciones sorpresivas.

Con respecto a la inflación de bienes, manifiesta que estuvo bastante en línea con lo esperado, mientras que la inflación SAE servicios presentó una sorpresa positiva de 0,14 puntos porcentuales. Informa que la mitad de esta sorpresa se explica por dos elementos asociados al tipo de cambio - los servicios de transporte aéreo y transporte interurbano-, y el resto, por un cambio en los costos de comisiones de los bancos.

Hace presente que los indicadores de tendencia inflacionaria se han incrementado por el crecimiento de las distintas mediciones de inflación *core* y por el aumento de la velocidad de la inflación, acorde con la mayor depreciación del tipo de cambio. Expresa que lo anterior se ha producido en un contexto en que las expectativas de inflación que se derivan de las encuestas y del mercado financiero han disminuido para el corto plazo.



Por otra parte, consigna que la proyección interna de inflación para el mes mayo próximo alcanza a una cifra cercana a 3,6% por una mayor inflación en el componente servicios del IPCSAE. A este respecto, destaca la discrepancia entre la inflación esperada por el Banco y algunas medidas de expectativas de mercado. En efecto, los seguros de inflación la sitúan en valores cercanos a 2,5% en dicho mes por diferencias significativas en el primer trimestre 2015.

Manifiesta que junto con la discrepancia de corto plazo antedicha, se observa un aumento de la incertidumbre respecto de la inflación esperada al mes de diciembre de 2015. En efecto, la última EEE muestra un descenso en la inflación esperada para dicho plazo, pero también una mayor dispersión entre las respuestas. Así también, se advierte una discrepancia significativa entre los resultados de la EEE y la EOF, ya que en esta última, más del 25% piensa que la inflación será inferior a 1,9% al término de 2015 y nadie espera que superará el 3,5; en la EEE, en cambio, nadie espera que sea inferior a 2,0% y alrededor del 8% cree que superará el 3,6% en esa fecha.

Hace presente que la inflación corto plazo se ha corregido a la baja, y con importantes diferencias entre sus componentes. En efecto, el componente IPCSAE se ha revisado al alza, en línea con el mayor tipo de cambio, pero esta corrección es más que compensada por menores precios de la energía asociados principalmente a la caída de los precios internacionales del petróleo. De esta forma, la inflación acumulada en el período noviembre - abril se proyecta en torno a 0,9%, con un IPC SAE de 1,53%, a diferencia de la Reunión precedente en que se estimaba en 1,04%, con un IPCSAE en torno a 1,19%.

Manifiesta que de acuerdo con la estimación de inflación, esta se ubicaría en 4,8% al término del presente ejercicio, esto es, dos décimas menos que lo previsto en la Reunión pasada, debido fundamentalmente a los menores precios de los combustibles. La proyección de la inflación SAE, en tanto, se ha revisado al alza, desde 4,1 a 4,3%.

Por último, deja constancia que el mercado ha corregido la inflación a la baja. Asimismo, para el término del año 2015, sitúa a la TPM en un nivel 25 puntos base inferior a lo proyectado el mes pasado.

Al concluir su presentación, informa que alrededor del 90% del mercado estima que la TPM se mantendrá en 3% en la presente Reunión, y el 80% de quienes respondieron la EEE espera que no registrará variación en la Reunión del mes de enero próximo.

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 la inflación debe ser monitoreada con atención, habida cuenta de la significativa caída del precio del petróleo, los combustibles y algunas tarifas. No obstante, llama a la prudencia, porque no hay indicadores que anticipen un retroceso de la inflación subyacente.

El Consejero señor Pablo García concuerda con lo expresado por el Vicepresidente señor Enrique Marshall. Agrega que el mercado no tiene certeza si la inflación convergerá a 3% desde los niveles actuales o si ella disminuirá primeramente hasta alcanzar niveles inferiores a 3% para luego converger a la meta. Expresa que esta diferencia incide, obviamente, en las decisiones de la política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 217

Página 12 de 22

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que la fuerte caída del precio del petróleo constituye una muy buena noticia para la inflación, pero como ocurre con la mayoría de los *shocks* de oferta, la reacción de política es menos intensa que cuando se trata de *shocks* de demanda. De hecho, el Consejo relajó la política monetaria a pesar a que la inflación en doce meses superaba el 4%; luego, siguiendo la misma lógica, también debería aplicarla en el sentido inverso.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:30 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° 217, 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 junio de 2015 se efectuará el día jueves 11 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

Hace presente que las noticias conocidas durante este mes, así como el análisis presentado durante las reuniones de coordinación del IPoM de diciembre, dan cuenta de un escenario externo que si bien considera una recuperación moderada de la actividad mundial durante los próximos dos años, será menos dinámico que lo previsto anteriormente. Agrega que en dicho escenario, la divergencia entre la evolución de la economía de Estados Unidos de América y de la de la mayoría de los otros países desarrollados se ha acentuado, al mismo tiempo que las economías emergentes presentan una mayor debilidad. Asimismo, indica que las tasas de interés en Estados Unidos de América deberían comenzar a subir durante la segunda mitad de 2015; los premios por riesgo permanecerían algo por sobre los promedios observados este año; y que en este contexto, el precio del cobre, que ha caído por debajo de los 3 dólares la libra, permanecería acotado. Añade que el menor dinamismo se compensa, al menos parcialmente, por el mayor impulso asociado a la caída del precio del petróleo, el que, unido a la baja de los precios de otras materias primas ha provocado, además, cambios a la baja en el panorama de inflación mundial.

Resalta que el ajuste del precio del petróleo -que se traspasó rápidamente a precios por la modificación del MEPCO- y del gas, junto con la revisión del aumento del precio de algunos alimentos y frutas, contribuyeron a que en Chile la inflación del mes de noviembre fuese nula y las expectativas para diciembre se afirmaran en valores negativos, lo que permitiría cerrar el año con una inflación de 4,8%. Añade que la corrección de casi un punto porcentual en dos meses todavía dejará a la inflación en niveles altos, pero, sin duda, mitiga los riesgos de mayores efectos de segunda vuelta o de un posible efecto al alza de las expectativas de mediano plazo discutidos en las Minutas de Opciones de los meses previos.

No obstante lo anterior, hace presente que tras el bajo dato de inflación de noviembre se esconde una inflación subyacente, medida por el IPCSAE, mayor que la esperada, la que se ubicó en 4,3% anual en dicho mes; y que las sorpresas al alza de la inflación subyacente han ocurrido en un contexto donde el peso continuó depreciándose y los salarios han mostrado un mayor crecimiento. De esta forma, informa que las proyecciones presentadas al Consejo con ocasión del IPoM del mes de diciembre consideran que la inflación SAE se ubicará el último trimestre de 2015 en 2,9%, esto es, 50 puntos base por sobre lo esperado en septiembre, a pesar que la corrección ha sido a la baja en las



proyecciones de actividad y demanda. Deja constancia que la corrección obedece en gran parte a la evolución proyectada del tipo de cambio, que en el escenario base tendrá en el año 2015 un valor promedio 7,5% por sobre lo esperado en septiembre. Acota que la inflación del IPC finalizaría el año en 2,7%, convergiendo hacia 3% en el horizonte de proyección.

Expresa que la visión de la Gerencia de División Estudios sobre la inflación contrasta con algunas medidas de expectativas de mercado, que sugieren que la variación de precios se reducirá más marcadamente durante el año que viene. En particular, los seguros de inflación suponen una seguidilla de inflaciones negativas durante los primeros meses de 2015, que dejaría la inflación hacia fines de ese año más cerca del 2% que del 3%. Agrega que la mediana de la EOF, también da cuenta de inflaciones que se acercan al 2% en doce meses, no así la reciente EEE, donde la mediana de la proyección a fines de 2015 es de 2,9%. A este respecto, señala que a juicio de la Gerencia de División, en un escenario en que el peso se ha depreciado cerca de un 3,5% en el último mes; el precio del combustible tiende a estabilizarse cerca de los valores actuales; la desaceleración, si bien marcada, ha sido gradual; y en que las holguras del mercado laboral no parecieran ser especialmente grandes, es difícil observar caídas de la inflación de esa magnitud. Además, la recuperación de la actividad proyectada para fines del próximo año tampoco es coherente con presiones a la baja en la inflación mayores que las previstas en la discusión del IPoM de diciembre.

Sin embargo, hace notar que la coyuntura actual, cruzada por los efectos contrapuestos de la actividad y del tipo de cambio, por un nivel relevante de incertidumbre respecto de las brechas de actividad y de la evolución futura del precio internacional de los combustibles, explica que la proyección de inflación sea particularmente compleja, como se refleja en la inusual dispersión de proyecciones de inflación observada entre analistas. A título ejemplar, comenta que de los sesenta encuestados de la EEE, 35% cree que la inflación a doce meses será igual o mayor al 3%, mientras que un 40% la ubica en niveles iguales o inferiores al 2,5%. En su opinión, esta situación sugiere la necesidad de tener especial cautela en la interpretación de los datos mensuales de inflación.

En materia de actividad, menciona que los indicadores parciales del cuarto trimestre -importaciones, ventas del comercio, entre otros- muestran que el gasto no se ha recuperado, y más bien evidencian que el panorama para la inversión y el consumo se ha deteriorado respecto del IPoM pasado. Añade que el menor crecimiento de la demanda se ha dado en un contexto en que, transversalmente y contrario a las expectativas internas, la confianza de empresas y hogares se han vuelto más pesimistas.

Hace presente que proyecciones del próximo IPoM indican que la economía crecerá en el 2015 más que este año; no obstante, los peores datos efectivos, el escenario internacional menos dinámico y la perspectiva de un gasto más acotado han llevado a corregir a la baja nuestra estimación de crecimiento. Con todo, se sigue considerando que el rápido e importante ajuste que la economía ha hecho durante este año, la adecuada situación financiera de los agentes, el aumento de la inversión pública, y la presencia de un importante impulso monetario, que se ha traducido en condiciones de financiamiento más favorables, son un marco propicio para la recuperación del dinamismo económico. Lo expresado, en la medida que las confianzas de consumidores y empresas mejoren en lo venidero.

En este contexto, manifiesta que el análisis presentado en las reuniones de preparación del IPoM de diciembre confirma la necesidad de continuar proveyendo a la economía de un estímulo monetario importante y sugiere que el impulso monetario actual es coherente con la convergencia de la inflación a los niveles deseados dentro del horizonte habitual de proyección. De este modo, expresa que la opción de disminuir el impulso monetario no sería relevante para la discusión actual. Por otra parte, el alto nivel de inflación que todavía persiste en la economía, la reciente depreciación del peso, la evolución del mercado laboral, y el hecho de que no es evidente que la economía necesite un impulso monetario mayor al actual, llevan también a descartar la opción de nuevos recortes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 217

Página 14 de 22

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

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

El señor Alberto Arenas inicia su exposición expresando sus saludos al Presidente señor Rodrigo Vergara; al Vicepresidente señor Enrique Marshall; a los Consejeros señores Sebastián Claro, Joaquín Vial y Pablo García; y a los otros personeros de la Institución.

Hace presente que este mes se han producido noticias relevantes en distintos ámbitos. En el plano local, las cifras de actividad más recientes continúan mostrando una economía desacelerada, que crece por debajo de su potencial, aunque se observan cifras particulares que pueden comenzar a marcar de manera tenue algo de mayor dinamismo en los próximos meses; y que el registro de inflación nula del mes de noviembre ratificó la visión que el alza de octubre obedecía en gran parte a factores puntuales.

En el plano externo, destaca las noticias más bien negativas por el lado de actividad en Europa, China y Japón, que contrastan con cifras promisorias de actividad en Estados Unidos de América. Manifiesta que la mayor fortaleza de la economía norteamericana se ha traducido en una apreciación del dólar a nivel global, lo cual en el caso de Chile se ha traducido en una depreciación adicional del tipo de cambio.

A su juicio, quizás una de las noticias más destacadas del mes ha sido la fuerte caída del precio del petróleo, que responde tanto a factores de oferta como de demanda. En efecto, en el último mes disminuyó en torno a 18% y acumula una caída de casi 40% desde el mes de junio.

Plantea que la depreciación del tipo de cambio real observada desde hace ya algunos trimestres es uno de los factores más importantes que contribuirá a generar la reasignación de recursos necesaria para la recuperación del dinamismo de nuestra economía; y que a ello se suma el hecho que las tasas de interés de largo plazo se encuentran en niveles históricamente bajos, lo cual, sin duda, contribuirá a estimular tanto el consumo como la inversión.

A pesar de la depreciación reciente del tipo de cambio, informa que las perspectivas para la inflación en los próximos trimestres siguen mostrando una trayectoria marcadamente descendente. En este sentido, indica que, por una parte, las holguras de capacidad que se han ido creando restarán presiones sobre los precios; por otra parte, la reciente baja del precio de los combustibles, que ya se ha comenzado a traspasar a los precios locales, generará presiones deflacionarias no solo en la medida de IPC general, sino que también en medidas subyacentes por los efectos de segunda vuelta. Añade que las expectativas de mercado para la inflación de los próximos meses muestran que esta se ubicará por debajo del 3%, y que algunas medidas de mercado anticipan que a un año se situará en la parte inferior del rango de tolerancia del Banco Central.

El Ministro de Hacienda señala que el hecho que la economía esté creciendo a una tasa acumulada de 1,8% en el año, sumado a perspectivas de una recuperación gradual y moderada del dinamismo de la actividad y expectativas inflacionarias que muestran un significativo descenso para los próximos meses, entregan las condiciones para que la política monetaria pueda seguir aumentando su grado de expansividad.



Consigna que en su última Reunión, el Consejo decidió mantener la TPM en 3%, después de haber quitado el sesgo expansivo de la política monetaria en la Reunión previa; y que para esta Reunión, el mercado espera que la TPM se mantenga en su nivel actual, pero también espera que en los próximos meses se puedan producir recortes adicionales, en coherencia con menores presiones inflacionarias. En este sentido, precisa que la Encuesta a Operadores Financieros indica una TPM de 2,75% en tres meses y de 2,5% en seis meses.

Al finalizar su intervención, el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas manifiesta que más allá de posibles movimientos adicionales en la tasa de política, lo importante en esta coyuntura es que las condiciones monetarias más generales -incluyendo las tasas de largo plazo- continúen apoyando el proceso de recuperación de dinamismo de la actividad. Si bien la inflación aumentó en los últimos meses, resalta que las expectativas han permanecido bien ancladas y que todos los demás fundamentos apuntan a que el alza es de carácter transitorio. Además, la reciente caída en los precios de los combustibles contribuirá a que la convergencia de la inflación a la meta de 3% se produzca más rápido que lo esperado con anterioridad. Acota que los riesgos de que la inflación se mantenga elevada y que ello pudiese contaminar las expectativas, son hoy muy bajos.

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

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo los antecedentes y opiniones expresados por los personeros de la Gerencia de División Estudios en el día de hoy, así como el trabajo en torno a la elaboración del IPoM y del Informe de Estabilidad Financiera, IEF, que son particularmente útiles en la actual coyuntura.

El Consejero señor Pablo García manifiesta su concordancia con la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la única opción plausible en esta oportunidad es la de mantener la TPM en 3%.

Estima que en esta ocasión, más que la decisión misma de política, lo central es la comunicación de nuestra visión de mediano plazo, que se contiene en el Informe que se divulgará en algunos días. Centra, por tanto, sus reflexiones en tres puntos asociados a esta visión.

En primer lugar, indica que el escenario del IPoM supone que la economía chilena ha transitado por un proceso de ajuste relevante en sus cuentas externas, en los niveles de demanda y actividad, lo que ha tenido un correlato significativo en un ajuste de precios relativos, principalmente del tipo de cambio real. Resalta que esto último ha tenido un efecto también significativo en la inflación del IPC. En su opinión, este mismo escenario sugiere que estamos en un punto de inflexión, donde a partir de ahora las condiciones están dadas para una reaceleración modesta del PIS y de la demanda gracias a la detención de la caída en la inversión privada y de las políticas macroeconómicas expansivas, tanto monetaria como fiscal, todo lo cual se vería acompañado además de un retorno gradual, desde arriba, de la inflación del IPC a la meta en el curso del año próximo.

En segundo lugar, manifiesta que este escenario contrasta de cierta manera con el que se ve configurado por las expectativas privadas, que contemplan un ritmo de repunte de la actividad económica más pausado y menor inflación, y, por tanto, un espacio para un relajamiento monetario adicional en el curso de los trimestres venideros. En este contexto, cree que el balance de riesgos respecto de la materialización de nuestro escenario base está sesgado hacia una recuperación del crecimiento más pausada, así como lo señalan



las expectativas de mercado. A su juicio, será importante que en el próximo IPoM se dé cuenta de que existe esta divergencia a la hora de comunicar cómo vemos nuestro escenario de política monetaria hacia adelante.

En tercer lugar, reitera lo mencionado en Reuniones previas, esto es, que el incluir un sesgo en nuestra comunicación de política monetaria se justifica principalmente en la medida que se anticipen acciones relativamente inmediatas dentro de una estrategia definida. En este sentido, indica que nuestro escenario base, como se ha analizado en las reuniones de preparación del IPoM, no parece sugerir que ello sea así, lo que es coherente de cierta forma con la mantención del sesgo neutral. Habiendo dicho esto, cree que también es natural que en el corto plazo sea más fácil descartar escenarios alternativos que consideren alzas de tasas que aquellos que consideran recortes de tasas; así también, cree que lo que planteado por la Gerencia de División Estudios en la Minuta de Opciones y por el Consejero señor Sebastián Claro en la presente Reunión va en cierta forma en esa dirección. Adicionalmente, a la hora de comunicar la trayectoria de política monetaria, considera relevante contemplar posibles efectos de mercado si los agentes perciben que hay una diferencia significativa entre su diagnóstico y el nuestro.

Estima que puede ser útil que en el próximo IPoM, al señalar nuestra estrategia de política monetaria, se indique que el incluir o no un sesgo en esta Reunión no restringe en nada que esta pueda reaccionar con flexibilidad frente a un deterioro material del escenario interno o externo, que reduzca de manera significativa las perspectivas de crecimiento e inflación de mediano plazo en Chile.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Pablo García señala que su voto es por mantener dicha Tasa en 3% anual.

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

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el apoyo de los personeros de la Gerencia de División Estudios, reflejado en la Minuta de Antecedentes y en la opción presentada a consideración del Consejo, que manifiesta compartir plenamente.

Antes de continuar, hace el alcance que en esta ocasión será breve, atendido que los fundamentos de la decisión de hoy se desarrollan dentro del marco de la discusión del próximo IPoM.

En lo que respecta a la situación internacional, señala que, en su opinión, lo más destacable es la caída del precio del petróleo, que tendrá efectos macroeconómicos positivos a nivel global, pero que puede causar problemas a economías muy dependientes del crudo, como Rusia, Nigeria y Venezuela. Agrega que en la región, también podría haber impactos significativos en Colombia y Ecuador. Por otra parte, advierte que atendida la importancia que han adquirido las actuales y eventuales inversiones en el desarrollo de proyectos energéticos de alto costo en Argentina y Brasil, la mantención de precios bajos por un tiempo prolongado podría postergar su recuperación económica.

Además de estos efectos, indica que no es descartable que este nuevo escenario provoque algún contagio financiero hacia otras economías emergentes dependientes de materias primas, así como de bancos y compañías expuestos al sector de energía. En razón de ello, considera que desarrollos futuros en este ámbito deben ser monitoreados cuidadosamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 217

Página 17 de 22

En lo atinente a la economía local, plantea que no hay grandes novedades. En este sentido, expresa que la Minuta de Opciones explica muy claramente las razones por las cuales no podemos ser excesivamente optimistas respecto de la inflación en el corto plazo. A ello agrega su preocupación por la aceleración del ritmo de aumento de salarios, que comienza a alejarlos de las tendencias de productividad, lo que podría convertirse en un obstáculo para el ajuste de la inflación y representar una amenaza para la creación de empleos durante la fase de recuperación. A su juicio, este fenómeno debe ser seguido con cuidado en los meses venideros.

En este contexto, reitera su concordancia con el análisis de la Gerencia de División Estudios consignado en la Minuta de Opciones.

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

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención señalando que las tendencias observadas en la economía internacional y chilena en los últimos meses han continuado, *grosso modo*, de acuerdo con lo anticipado, aunque destacan algunas novedades; y que en otros países desarrollados la debilidad se ha mantenido y en algunos quizás se ha profundizado.

Expresa que lo más destacable es la aguda corrección que han tenido los precios de los *commodities* en los mercados internacionales, en particular el del petróleo, que en lo fundamental parece obedecer a factores idiosincrásicos de oferta de esa industria, razón por la que no se debiese esperar una corrección mayor en los precios de otros *commodities*, como el del cobre. A su juicio, es un fenómeno que se debe seguir de cerca, toda vez que las materias primas han mostrado fuerte volatilidad en los últimos años y no se puede descartar que algunos fenómenos financieros pudieran modificar sus precios, por lo menos de manera transitoria.

Con todo, estima que el beneficio en términos de intercambio es un elemento positivo en esta coyuntura, en especial para nuestra economía, atendido el efecto sobre el ingreso disponible de los hogares.

En lo concerniente al ámbito interno, señala que las últimas cifras de actividad y de demanda interna han seguido en línea con lo anticipado; que la caída de la inversión se ha mantenido, y que el próximo IPoM anticipará una corrección relevante para el presente año 2014 y una perspectiva de estabilidad en los niveles de inversión privada hacia el 2015.

Agrega que el consumo interno ha seguido en línea con la trayectoria del ingreso disponible de la masa salarial, cuyo dinamismo se ha corregido a la baja de manera importante; que la creación de empleo privado se mantiene baja; y que si bien los salarios reales se han corregido también a la baja, no se puede descartar que la convergencia de la inflación hacia el 3% a mediados del 2015 vuelva a elevar los salarios reales en ausencia de una desaceleración de los salarios nominales, impactando con mayor fuerza la creación de empleo.

En materia de inflación, consigna que el registro del mes de noviembre estuvo en línea con lo anticipado, aunque con una composición diferente. En este sentido, precisa que la caída de los precios de los combustibles y la corrección en algunos ítems específicos se vio compensada por una mayor inflación subyacente en servicios, lo que da cuenta de que las presiones de costos, tanto por el mercado laboral como por el efecto de la depreciación del precio, siguen siendo un factor de riesgo.



Asimismo, indica que el traspaso de la depreciación cambiaria a los precios internos en los últimos trimestres ha sido coherente con patrones históricos, por lo que la depreciación en los últimos meses y las perspectivas en adelante condicionan de alguna manera la trayectoria de la inflación en los próximos trimestres. En su opinión, este es un elemento que amerita un estrecho seguimiento.

Por otra parte, menciona que las condiciones financieras siguen siendo favorables en general, considerando los efectos naturales que la desaceleración de la economía genera sobre la disponibilidad a tomar riesgos por parte de oferentes y demandantes de financiamiento; que el mercado hipotecario continúa exhibiendo dinamismo a pesar de condiciones algo más restrictivas que las observadas hace algunos años; y que las condiciones en los mercados monetarios y de financiamiento de más largo plazo, así como los datos públicos y privados, son positivos.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que hace un par de Reuniones el Banco Central anunció el fin del proceso de baja de la TPM, luego de acumular un recorte de 200 puntos base en algo más de un año, y que desde entonces, las perspectivas de actividad se han deteriorado en algún grado, mientras que la inflación ha sido bastante mayor.

Expresa que la caída en los precios del petróleo contribuirá a facilitar una caída de la inflación los próximos trimestres, pero que ese impacto será por una sola vez.

Añade que la evaluación sobre la dinámica inflacionaria y el impacto de la depreciación cambiaria en un contexto de bajo dinamismo en la demanda y de la actividad es clave para determinar la trayectoria de la TPM en adelante.

En su opinión, los antecedentes acumulados hasta ahora siguen ratificando la idea de que la TPM se encuentra en un nivel bastante expansivo y coherente con la estabilización de la inflación en torno a 3% hacia el año 2016, considerando los antecedentes del mercado del trabajo y la fluctuación en precios relativos a los cuales seguirá enfrentada la economía en los próximos trimestres.

En ese sentido, manifiesta compartir lo consignado en la Minuta de Opciones en cuanto a que la única opción válida en esta oportunidad es mantener la Tasa de Política Monetaria.

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

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 el Consejo llega a esta Reunión en una fase avanzada del proceso de preparación del IPoM y, por tanto, se beneficia de los ejercicios de proyección y análisis que se han revisado en estos días.

Sobre las noticias del último mes, estima que son, en general, coherentes con la orientación de la política monetaria en curso y tienden a reafirmarla.



Indica que en el ámbito externo, las perspectivas de crecimiento se han modificado solo marginalmente; las condiciones financieras no muestran cambios muy relevantes, aunque se advierte algún deterioro en las economías emergentes; el escenario sigue marcado por sentimientos que se han tornado más pesimistas que los prevalecientes algunos trimestres atrás; y que si bien la fortaleza de la economía norteamericana provee un sostén importante, se aprecian debilidades y vulnerabilidades en casi todas las restantes regiones del mundo. Hace presente que en este cuadro, el dólar se ha seguido apreciando; los precios de las materias primas, con variantes, han continuado ajustándose a la baja; y que en esa perspectiva, destaca la significativa caída en el precio del petróleo, que ha alcanzado niveles que no se anticipaban. Añade que en un escenario que se ha tomado en general menos favorable, este último desarrollo tiene una connotación positiva para nuestro país.

En lo concerniente al ámbito interno, consigna que la actividad y la demanda continúan dando cuenta de una marcada debilidad con mayor persistencia que la anticipada; y que más allá de los factores que están en el origen de esta evolución cíclica, las expectativas han comenzado a jugar un rol fundamental, especialmente en lo más reciente, como queda de manifiesto al constatar la fuerte caída de los índices de confianza de empresarios y consumidores observada en el curso del año. Agrega que con percepciones deterioradas, el sector privado ha ajustado a la baja sus proyecciones de crecimiento para el próximo año.

En materia de inflación, señala que el diagnóstico no ha cambiado en lo grueso. A este respecto, expresa que los altos registros anuales observados en los últimos meses responden a factores transitorios o puntuales; y que si bien en un cuadro de debilidad de la demanda deberían ajustarse a la baja y converger a la meta, es necesario reconocer que la reciente depreciación del peso podría conducir a que la aproximación a la meta resulte algo más lenta que lo anticipado. A propósito de la dispersión de proyecciones que se observa en el sector privado sobre la trayectoria de la inflación en adelante, no se debe perder de vista que la orientación de nuestra política es siempre de mediano plazo.

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

A juicio del Vicepresidente señor Enrique Marshall, la opción de elevar la TPM es completamente improcedente y la de bajarla no encuentra en los antecedentes disponibles un adecuado sustento para ser considerada como plausible. La opción de mantener, en cambio, es coherente con un cuadro que contempla leves ajustes a la baja en materia de crecimiento, pero que al mismo tiempo presenta una trayectoria inflacionaria de corto plazo que conlleva riesgos no completamente disipados.

Destaca dos antecedentes adicionales. El primero, que esta es la decisión esperada por el mercado; y el segundo, que la TPM se ubica, en su opinión, en un nivel suficientemente expansivo, congruente con el estado del ciclo.

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo que respecta al escenario externo, señala que la gran novedad del último tiempo es la fuerte disminución experimentada por el precio internacional del petróleo. Indica que ello tiene efectos diversos sobre las distintas economías, pero que en el neto es positivo para la economía mundial y muy positivo para Chile. Agrega que ello debe contrastarse con la disminución, aunque hasta ahora bastante menor, del precio del cobre. Por otra parte, hace notar que se siguen ampliando las diferencias entre la economía de Estados Unidos de América, que parece confirmar su fortaleza, y la mayor debilidad de la Eurozona y Japón.

Añade que en términos más amplios, se percibe todavía una importante incertidumbre en la economía internacional producto de la eventual debilidad china, la esperada política monetaria más restrictiva en Estados Unidos de América, la fragilidad europea y los conflictos geopolíticos, entre otros aspectos.

En lo concerniente al ámbito interno, consigna que la inflación del mes de noviembre estuvo en línea con lo esperado, luego de varios meses por encima de ello, lo que permitió estabilizar la inflación en doce meses, que se ubica en 5,5%, muy superior aún a nuestra meta. Precisa que en dicho mes contribuyó la baja en el precio de los combustibles, lo que se espera tenga aún mayor incidencia en diciembre, por lo que se espera que el registro en el último mes del año sea negativo. Expresa que más allá que el Consejo nunca ha hecho su política monetaria basada en datos puntuales, la evolución reciente de la inflación todavía deja algunas interrogantes que se irán despejando con el tiempo.

Resalta que la inflación subyacente superó las expectativas, lo que pone una nota de cautela con respecto a la inflación efectiva a futuro. Además, plantea que el importante aumento en los salarios nominales, junto con la todavía reducida tasa de desempleo, también evidencian un mercado laboral más estrecho que el que podría sugerir la desaceleración de la economía, y que ello se relaciona también con las naturales incertidumbres que se tienen en cuanto a la medición de las holguras de capacidad.

Hace presente que el aumento en la inflación subyacente se relaciona en parte relevante con la depreciación del peso, lo que ha seguido acentuándose. Indica que el efecto es por una vez, pero el riesgo radica en que su persistencia sea mayor que la esperada. De hecho, algo de ello ha sucedido durante este año. En este sentido, considera que tampoco se puede minimizar una inflación de 5,5%, ya que en sí misma, por su nivel, genera riesgos de persistencia ligados, entre otros aspectos, a la indexación salarial.

Manifiesta que la fuerte caída del precio del petróleo es ciertamente una muy buena noticia para la inflación; no obstante, como en la mayoría de los *shocks* de oferta, la reacción de política es menos intensa que cuando se trata de *shocks* de demanda. A este respecto, recuerda, a título ejemplar, que la política monetaria del Banco siguió siendo expansiva en meses pasados, incluso con inflaciones muy por sobre la meta, precisamente porque estas se explicaban en gran parte por *shocks* de oferta.

En opinión del Presidente señor Rodrigo Vergara, la política monetaria ha actuado de acuerdo a la etapa del ciclo que está viviendo la economía. En efecto, se ha recortado fuertemente la TPM hasta dejarla en 3%, lo que implica un nivel con un impulso monetario importante. Además, las tasas de interés de largo plazo se mantienen en niveles históricamente bajos. Agrega que el Banco Central tiene una perspectiva de mediano plazo, esto es, de dos años, donde las expectativas de inflación se mantienen ancladas a la meta; y que las expectativas a más corto plazo, aunque también importantes, son más volátiles y están influenciadas por efectos puntuales como, por ejemplo, el precio del petróleo.

A pesar de todas las incertidumbres, señala que sigue siendo válido que en los próximos meses la inflación debiera descender hasta llegar al rango de tolerancia el segundo trimestre del próximo año. Incluso, no debiera sorprendernos que se ubique bajo dicho rango en algunos meses de la segunda parte del año.



El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta su concordancia con la opción planteada en la Minuta de la Gerencia de División Estudios. Expresa que subir la TPM en esta oportunidad no está de acuerdo con la etapa del ciclo que vive el país, razón por la que, a su juicio, no es una opción relevante. Bajarla, con la actual inflación, tampoco le parece razonable, dado su nivel actual claramente expansivo y los riesgos de una persistencia mayor que la esperada, como se destacó previamente.

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

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

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

N° 217-01-141211 - Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, los antecedentes recientes reafirman las perspectivas de buen desempeño económico en Estados Unidos y de menor crecimiento y baja inflación en la Eurozona y Japón, fenómeno que ha acentuado las diferencias esperadas en la política monetaria de dichos países. Las proyecciones de crecimiento para Asia emergente disminuyen levemente, mientras que en América Latina confirman la debilidad de parte importante de la región. El precio de las materias primas retrocedió, destacando la baja significativa en el precio del petróleo. La cotización del cobre mostró un descenso más acotado.

Los antecedentes de la actividad, la demanda y el empleo siguen dando cuenta del bajo dinamismo de la economía chilena. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario. La inflación anual descendió, aunque se mantiene sobre 5%, y los indicadores subyacentes crecen más de 4%. En el escenario más probable, la inflación se mantendrá algunos meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia. La evolución de los precios se seguirá monitoreando con especial atención. Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3%.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 217
Página 22 de 22

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16:40 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



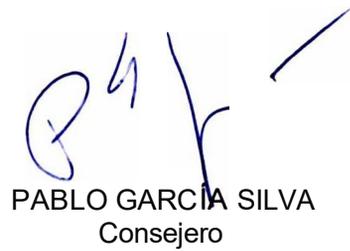
JOAQUÍN VIAL R. TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYÁ MARCO
Ministro de Fe