



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 218 celebrada el día jueves 15 de enero de 2015

En Santiago de Chile, a 15 de enero de 2015, 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 Subrogante,
don Mauricio Álvarez Montti;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de Política Financiera Subrogante,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
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 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° 218, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de julio de 2015 se celebre el día martes 14 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 218

Página 2 de 24

El señor Miguel Fuentes inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que las noticias del escenario internacional han estado marcadas por la brusca disminución de los precios de los *commodities*, en particular el del petróleo, y que a ello se ha sumado una fuerte caída del precio del cobre, que se acentuó en los dos últimos días, pero que se ha revertido parcialmente en el curso de la presente jornada.

En segundo lugar, informa que las condiciones financieras para los países emergentes han empeorado, en un contexto en que los precios de las materias primas han disminuido; que los acontecimientos en Rusia y Grecia han generado bastante incertidumbre; y que se ha advertido con claridad una menor preferencia por riesgo en los mercados internacionales, que ha redundado en condiciones financieras menos favorables para los países emergentes.

Junto con lo anterior, menciona que el dólar estadounidense se ha fortalecido a nivel global por efectos de *flight to quality*; por la próxima puesta en marcha del relajamiento cuantitativo por parte del Banco Central Europeo, cuya aprobación está prevista para la reunión que celebrará del jueves 22 del mes en curso; y por los últimos datos macroeconómicos de Estados Unidos de América, que confirman un desempeño mejor que el de Europa.

Resalta que en este cuadro de alta volatilidad financiera y de movimientos bruscos de los precios de los *commodities*, los datos de actividad y las proyecciones divulgados por los bancos de inversión tras el último Informe de Política Monetaria, IPoM, así como por el Banco Mundial en lo más reciente, no difieren en forma importante de lo contemplado en el escenario base de dicho Informe.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales acontecimientos en materia de precios de *commodities* y a la visión sobre las perspectivas futuras de los mismos.

En lo concerniente al precio del petróleo, reitera que su caída mensual supera ampliamente la registrada por el precio de otros *commodities*, lo que sugiere una preponderancia de factores de oferta en el caso del crudo, en coherencia con una oferta más holgada de la OPEP y declaraciones de varios ministros de países productores de petróleo de Oriente en el sentido que no reducirán los actuales niveles producción. En todo caso, informa que los futuros y los reportes de mercado sugieren que el precio del petróleo repuntaría en el curso del año, aspecto que ha sido incorporado al escenario de esta Reunión.

Menciona que la magnitud de la caída registrada por el crudo ha planteado posibles repercusiones en materia de estabilidad financiera, en particular problemas financieros asociados a las compañías petroleras. No obstante, la información recopilada a la fecha sugiere que este riesgo es acotado.

Con respecto al precio del cobre, enfatiza que la caída abrupta se concentró en los últimos dos días. Hace notar que de acuerdo con el consenso de mercado, no se vincula con los fundamentos reales de largo plazo y que su precio difícilmente seguirá retrocediendo. Resalta que esta visión se apoya también en lo consignado en el último reporte de la *Copper Research Unit*, CRU, en cuanto a que el balance proyectado para el presente año aparece más estrecho por restricciones de oferta.

Por último, señala que el análisis de la curva de costos marginales, cuya información actualizada corresponde al año 2013, tiende a descartar un descenso relevante desde los niveles actuales del precio de este metal.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 3 de 24

En materia de variaciones de precio de los principales *commodities* en el último mes, precisa que la caída del precio del petróleo Brent y WTI alcanzó a 26,3% y 22,7%, respectivamente; la del precio del cobre a 10,8%; en tanto que el índice FAO alimentos retrocedió solo 1,7%.

Hace presente que las noticias relacionadas con la caída del precio del petróleo apuntan a diversos factores de oferta, en particular a mayores capacidades de producción, mayores inventarios y decisiones tendientes a mantener los actuales niveles de producción. En su opinión, la gran diferencia entre la caída registrada por el precio del petróleo y la de los otros *commodities* tiende a sustentar esta visión.

Hace notar que la perspectiva de recuperación del precio está incorporada en las estimaciones de mercado. En efecto, los perfiles futuros de la cotización de este *commodity* dan cuenta de que esta tendencia debería revertirse en el curso del presente año. Asimismo, los últimos reportes de los bancos de inversión y de organismos internacionales, en particular de la Agencia de Energía de Estados Unidos, proyectan precios promedio para el año 2015 superiores a los precios actuales.

Advierte que la caída del precio del petróleo ha generado preocupación por los eventuales efectos colaterales sobre la estabilidad financiera de las empresas del sector. De hecho, se observan anuncios de recortes de inversiones y se teme que aumente el riesgo de *default* de los bonos de estas entidades. En este sentido, comenta que los CDS del sector energía en Estados Unidos de América si bien han aumentado desde 50 a 175 puntos base, en línea con la menor cotización del precio del petróleo, su nivel actual no es coherente con un *default* inminente.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que el alza de los CDS del sector energía puede atribuirse a los productores de petróleo tradicionales, cuyos balances se han deteriorado por la abrupta caída del precio y, por tanto, han pasado a ser empresas más riesgosas. No obstante, si dicha caída responde a mayor oferta impulsada por la entrada de nueva tecnología, ello no necesariamente significaría más riesgo para estos nuevos productores.

El señor Miguel Fuentes señala que se seguirán analizando las distintas empresas del sector para precisar el aumento de sus CDS y sus posibles efectos sobre la estabilidad financiera.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y expresa que, a su juicio, el alza de los CDS en Estados Unidos de América, mayor que los europeos, se explicaría por la decisión de la OPEP de no restringir la cuota de producción con el objeto de llevar a la quiebra a los productores marginales más endeudados de esa economía y a aquellos que han efectuado inversiones mayores para desarrollar la tecnología del *shale gas*. Estos quedarían fuera de mercado con precios de US\$40 el barril.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que de acuerdo con la última proyección de la Agencia de Energía de Estados Unidos, se esperan aumentos importantes de producción en Estados Unidos de América en los próximos años, que, de materializarse, mantendrán el precio en los niveles actuales por un período más prolongado que lo esperado. En su opinión, es un aspecto que debe seguirse con atención.

Agrega que desde el punto de vista del balance macro, esta situación favorece a las zonas que han estado mostrando debilidad, en particular a Europa, Japón y China. No obstante, es preciso considerar el impacto sobre los mercados financieros, la exposición de los bancos a países petroleros y a empresas petroleras, que probablemente será materia del próximo IPoM.



El señor Miguel Fuentes se refiere a continuación a la variación del precio del cobre y su relación con los movimientos registrados por los precios de otros metales. Lo expresado en los últimos doce meses, desde el IPoM del mes de septiembre y respecto de la RPM anterior. Hace notar que desde enero del año 2014, el precio del cobre no exhibe un movimiento particular en el contexto de estos *commodities*, no así el hierro, que presenta una caída muy significativa desde el mes de abril del año pasado. Frente a lo observado en el IPoM del mes de septiembre y, en particular, en la última semana, la variación del precio del cobre es bastante más marcada que la del resto de los *commodities* analizados.

En cuanto a su valor futuro, manifiesta que la información sobre los costos C1 de corto plazo indica que el percentil 90 de la oferta mundial, que se asume como el precio de sustento de mediano plazo, está en torno a los US\$2,50 la libra. En consecuencia, el precio actual se ubicaría en el su nivel mínimo desde esa perspectiva, lo que hace presumir que no registrará nuevas caídas.

Añade que información de Cochilco da cuenta de que el costo C1 de largo plazo de la minería chilena se sitúa bajo los US\$2,50 la libra, razón por la que no cabría esperar una caída muy importante en la producción por este elemento.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que estas curvas de costos consideran el costo promedio de distintas minas, que luego son ordenadas por producción. Informa que las minas chilenas estaban en la parte más baja de la curva, pero hoy día se sitúan en la zona media e incluso en su parte alta.

En su opinión, hay que ser cuidadosos con el uso de estas curvas en los análisis de corto plazo y sugiere no considerarlas como un elemento determinante, porque los precios del cobre se mueven como precios de activos en dicho plazo. Agrega que la industria las utiliza como un mecanismo para comparar los costos de sus proyectos con los del resto de la industria.

El señor Alberto Naudon agrega que las estimaciones del CRU indican que los costos podrían ser algo más altos, del orden de los US\$2,80 – US\$2,90 la libra, valores que serían el precio mínimo del cobre en el mediano plazo; que el precio del cobre podría estar bajo US\$2,80 la libra durante este año como consecuencia de la especulación financiera; y que aumentaría en el período 2016 – 2017.

El señor Miguel Fuentes resalta que los factores financieros explican el descenso abrupto del precio de este metal y le están introduciendo volatilidad en el cortísimo plazo.

Asimismo, hace presente que de acuerdo con información proporcionada por el CRU el día de ayer, el balance para el año 2015 se corrigió a la baja porque se identificaron varios problemas de oferta en algunos yacimientos. De hecho, ese organismo tiene un *outlook* bastante negativo para Escondida y lo destaca como uno de los elementos que explica esta disrupción de la oferta, que, de hecho, podría tener algún impacto sobre nuestra proyección de minería para el año siguiente.

Agrega que en términos de los inventarios de cobre, si bien han aumentado en los últimos meses, no han mostrado un incremento muy notorio respecto de lo observado hace algunos años.

Por otra parte, señala que los *commodities* tienen un comovimiento entre ellos, esto es, son variables que tienden a moverse en forma conjunta, ya que están sujetos a ambientes parecidos. No obstante, se advierte actualmente un descenso brusco del precio del Brent, que podría estar explicando los factores financieros que están impulsando el precio a la baja.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, hace notar que el precio relativo cobre - petróleo es bastante bajo, pero no inusual, y que tampoco ha persistido en otros episodios. Además, se espera que el precio del petróleo Brent tienda a rebotar en los próximos meses, lo que tendería a descartar una espiral muy pronunciada a la baja del precio del cobre, como sería esperable dado los movimientos registrados en los dos últimos días.

Por último, menciona que el índice de alimentos FAO disminuyó 1,7% en el último mes, debido a la caída de precios de todos sus componentes.

En materia de crecimiento, menciona que de acuerdo con las proyecciones recopiladas de diversos bancos de inversión desde el cierre del último IPoM, no se advierte un cambio relevante en las perspectivas para el mundo para los años 2015 y 2016. De hecho, se descarta que los cambios en los precios de *commodities* y la volatilidad financiera hayan tenido un efecto apreciable en las proyecciones de crecimiento mundial.

Especial mención hace al reciente reporte del Banco Mundial, que contempla una tasa de crecimiento de 3,0% para el presente año, inferior al 3,5% consignado en el último IPoM y al 3,4% proyectado por el Deutsche Bank, Barclays y JP Morgan. Sobre el particular, señala que esta diferencia responde a un tema metodológico, ya que el Banco Mundial no utiliza los precios PPP para calcular el crecimiento de los distintos países.

El señor Miguel Fuentes señala que en la medida que el precio del cobre permanezca en su nivel de US\$2,55 la libra y se materialice el repunte esperado del precio del petróleo, nuestro déficit de cuenta corriente llegaría a 1,6 puntos del PIB; el balance fiscal empeoraría en cerca de 1% del PIB; y no habría un impacto relevante en la actividad minera a estos niveles de precios.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la visión de la Gerencia de División Estudios acerca de la caída que exhibe el precio del cobre, en particular, si el escenario base considera que este se mantendrá en estos niveles por un tiempo o debiera rebotar, y cuáles son las razones detrás de cada una de esas alternativas.

El señor Alberto Naudon señala que la Gerencia de División de Estudios tiende a compartir la visión del CRU en el sentido que el precio del cobre debería tender a precios más bien cercanos al US\$2,8 – US\$3 la libra en los meses venideros; que, como escenario base, se estima que este retornaría a niveles entre US\$2,7 y US\$2,8 la libra de aquí a fin de año; y que en el corto plazo puede haber mucha volatilidad, razón por la que no se puede descartar que se sitúe en torno a los US\$2,5 la libra por algunas semanas o meses más.

El Consejero señor Joaquín Vial estima que el precio de largo plazo sería cercano a US\$2,8 la libra, pero dificulta que alcance dicho nivel en el mediano plazo. Expresa que los ciclos del cobre han sido de 4 a 5 años, pero el último escapó de todos los patrones históricos.

En segundo término, hace notar la correlación existente entre los precios de todos de metales analizados y el petróleo, todos los cuales exhiben retrocesos. A su juicio, si bien puede haber problemas de oferta en algún mercado, es difícil pensar que estos se extienden a todos estos *commodities*, razón por la que considera que es un tema de demanda el que subyace claramente a esta caída de precios.

En su opinión, es preciso analizar los balances de cobre con mucha cautela, porque a partir del año 2009 ha sido difícil medirlos por la enorme cantidad de inventarios fuera de bolsa en China, de los cuales no se tiene evidencia fidedigna. Además, advierte sobre el nivel de incertidumbre en relación con el funcionamiento de estos mercados de metales, en particular, con la preponderancia que ha ganado China no solamente en términos de consumo, sino que también de producción, al convertirse en el segundo productor de cobre de mina del mundo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 6 de 24

El Consejero señor Joaquín Vial resalta la importancia de no subestimar los efectos de esta fuerte caída del precio del cobre, como tampoco la competencia que enfrenta nuestro mercado, porque puede inducir a errores de política de relevancia.

Por último, indica que las variaciones del precio del cobre no son de carácter especulativo. Por definición, los inventarios determinan el precio de este metal, porque se comporta como un activo financiero.

Al continuar con su presentación, el señor Miguel Fuentes se refiere a los mercados financieros de las economías emergentes, señalando que han empeorado desde la Reunión anterior, empujados por la incertidumbre política y económica en Grecia y Rusia.

Asimismo, indica que la caída de los precios de *commodities* han deteriorado las expectativas sobre estos mercados, en particular sobre aquellos que son productores de materias primas.

Añade que las monedas de estas economías se han depreciado, llevando a algunos bancos centrales latinoamericanos a adoptar medidas para mitigar esta pérdida de valor.

Comenta que los datos de alta frecuencia dan cuenta de salidas de capitales desde las economías emergentes en los dos últimos meses, y que a ello se ha sumado una caída en el tramo largo de las tasas en las economías desarrolladas, que sería reflejo de un *flight to quality*.

Hace presente que el *strong dollar* se afianza como uno de los elementos que estará presente en el escenario del año 2015 por la clara divergencia entre las políticas monetarias de la Zona Euro y Estados Unidos de América y, en particular, porque la probabilidad de que se adopte un programa de *Quantitative Easing* en la reunión del Banco Central Europeo del próximo jueves 22 es cada vez mayor; por la caída de las expectativas de inflación en la Eurozona; y por la decisión de la Corte Europea de Justicia que eliminó, en principio, uno de los riesgos legales que impedía adoptar esta política. Indica que a ello se suma que los datos de actividad siguen apuntando a la mayor fortaleza relativa de la economía de Estados Unidos de América frente a la europea.

Además, plantea que los mercados financieros se han movido a la baja y con mayor intensidad en las economías emergentes, en un contexto de aumento de la volatilidad de las monedas; de los EMBI *spread*, en especial los de América Latina; y de los precios de los *commodities*.

Hace notar que una de las fuentes de esta debilidad ha sido Rusia, que enfrenta un *shock* externo de importancia debido a la caída del precio del petróleo y sanciones internacionales por el conflicto con Ucrania.

Sostiene que la fuente de la incertidumbre es de carácter financiero, en el sentido que si bien los *stocks* de deuda no son tan significativos en relación con las reservas, no está claro cuál es la contraparte, lo que podría generar algún grado de incertidumbre en los mercados. Indica que ello ha sido acompañado de una calificación de deuda que ha bajado y que se encuentra a un escalón de ser considerada basura; y de algunas medidas, como la eliminación de la banda cambiaria, que han contribuido a mitigar la fuerte depreciación que se observó a comienzos de esta crisis, esto es, a fines del mes de diciembre último.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A este respecto, resalta que los indicadores financieros rusos han sufrido un deterioro evidente frente a la última RPM. En efecto, el rublo se ha depreciado y las tasas y los CDS han subido, atendida la caída del precio del petróleo, la imposición de sanciones geopolíticas este mes y el surgimiento de algunas dudas sobre su sistema financiero. Añade que el Banco Central ruso ha implementado algunos planes de rescate y ha adoptado nuevas exigencias de liquidez y ha endurecido la regulación de las entidades sistémicas con el fin de evitar problemas financieros de importancia.

En todo caso, plantea que los efectos de las tensiones en Rusia han sido bastante acotadas en las economías desarrolladas de Europa, no así en las economías emergentes, en especial en América Latina, donde los premios por riesgo han tenido un movimiento muy similar al observado en dicho país.

Agrega que los efectos bancarios también han sido relativamente acotados hasta el momento. Sobre el particular, comenta que un banco austríaco y otro húngaro presentan un grado de exposición mayor a Rusia, pero los CDS de ambos países no exhiben movimientos muy apreciables en las últimas semanas.

Informa que otras noticias han estado marcadas por las especulaciones en torno a un Grexit, esto es, la salida de Grecia de la Zona Euro tras el llamado a elecciones anticipadas que se celebrarán el domingo 25 del mes en curso. Ello ha tenido un impacto acotado en los mercados financieros de la periferia de la Eurozona.

A continuación, el señor Miguel Fuentes se refiere a las medidas adoptadas en la Eurozona tras la crisis griega del año 2012, las que no solo explican las razones por las cuales el riesgo de esta región parece ser menor, sino que contribuyen a mitigar un contagio algo mayor. En primer término, alude a la creación del Mecanismo de Estabilidad Financiera, que es el mecanismo permanente de resolución de crisis para los países del bloque. Asimismo, menciona los avances en la Unión Bancaria; la disposición del Banco Central Europeo a adoptar medidas para rescatar países; y también el *Quantitative Easing*, cuyo propósito es la compra de activos soberanos y que, en este caso particular, podría darle algún alivio adicional a Grecia. Enfatiza que estos elementos se conjugan para explicar la menor percepción de riesgo financiero en torno a Grecia que la observada en el episodio 2011 - 2012.

El Consejero señor Pablo García expresa que, a su juicio, la incertidumbre en torno a Grecia no está teniendo contagio alguno porque su deuda está en poder de acreedores oficiales. En caso de hacer *default*, afectaría únicamente al Banco Central Europeo, al Fondo Monetario Internacional o a la Comisión Europea, y sería un tema de carácter más bien político, ya que su deuda tiene un periodo de gracia que vence en el año 2024. Atendido lo expresado, estima que el elevado *CDS spread* de Grecia debe corresponder a un segmento muy pequeño de su deuda, que continúa en manos del sector privado, porque entre el 90 y el 95% de ella estaría en poder del sector oficial.

El señor Alberto Naudon señala que la posibilidad de que Grecia salga de la Eurozona es menor que en el año 2011, porque sus problemas actuales son de carácter político más que macroeconómicos. Luego, en la medida que las fuerzas políticas opten por mantenerse dentro del Euro, disminuirá la probabilidad de hacer un *default*.

De la misma forma, el incentivo de los otros países periféricos para salirse de la Eurozona es significativamente menor que en el año 2011, atendidos el esfuerzo fiscal realizado y los avances macroeconómicos alcanzados. Por otra parte, la capacidad del Banco Central Europeo para salvar a países como Portugal o España es mayor que en 2011.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 218

Página 8 de 24

Al continuar con su exposición, el señor Miguel Fuentes informa que las expectativas de tasa en las economías desarrolladas no han variado significativamente, y que el mercado estadounidense sigue esperando un alza para el segundo semestre del año.

Asimismo, destaca la caída de las tasas largas en los países desarrollados, donde las tasas de los bonos del Tesoro a 10 años alcanzan valores menores al 2%. Hace presente que frente a la RPM anterior, la caída de las tasas se concentra en los tramos más largos de la curva, en coherencia con un *flight to quality* y una compresión aún mayor de los premios por plazo. Agrega que el índice de volatilidad de estas tasas se ha incrementado en el último mes.

Además, plantea que las bolsas de valores de las economías emergentes han disminuido en el margen y que las paridades se han depreciado, lideradas por Rusia. Añade que las monedas de América Latina también se han depreciado y que sus mercados bursátiles han caído alrededor de 5% en las últimas cinco semanas.

Manifiesta que en este contexto, se han registrado salidas de capitales de las economías emergentes en el último mes.

En lo atinente a América Latina, comenta que las monedas se han depreciado y que el peso chileno exhibe una depreciación algo menor que las monedas de las restantes economías de la región. Informa que ello ha llevado a algunos de sus bancos centrales a adoptar medidas. En efecto, el Banco Central de Brasil señaló que mantendrá las intervenciones de los mercados cambiarios; el Banco Central de Reserva del Perú anunció algunas medidas más orientadas a la estabilidad financiera y no necesariamente a la política monetaria para reducir su grado de exposición frente al posible ajuste cambiario que se produciría en las economías emergentes, en especial en las economías más dolarizadas; y el Banco de la República de Colombia decidió suspender las compras de reservas internacionales, luego que estas alcanzaran el equivalente al 1% del PIB en el año 2014.

A título de conclusiones de los desarrollos recientes, destaca el episodio reciente de turbulencia financiera, acorde con lo contemplado en el escenario base del IPoM, donde las economías emergentes han demostrado ser bastante sensibles a este nuevo escenario.

En segundo término, se asigna una creciente probabilidad al acuerdo sobre un programa de relajamiento cuantitativo en la Zona Euro, y eventuales retrasos o noticias respecto de esta medida podrían causar un nuevo episodio de volatilidad en los mercados.

Añade que el *flight to quality* ha llevado las tasas largas a niveles bajos en las economías desarrolladas, lo que es coherente con una comprensión de premios por plazos. Al respecto, señala que estos se encuentran en niveles bajos, por lo que se advierte un riesgo de reversión repentina, que depreciaría las monedas de las economías emergentes.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación destacando que en materia de actividad, hay una lectura positiva de los indicadores de Estados Unidos de América, una visión algo más pesimista de China y de un desempeño más bajo que lo esperado en Europa y América Latina.

Hace notar que las expectativas de inflación en la Zona Euro han seguido disminuyendo, sustentando la mayor probabilidad de un programa de relajamiento cuantitativo.

Asimismo, comenta que en América Latina, las perspectivas de crecimiento han tendido a empeorar y que el saldo de la cuenta corriente se ha corregido en una magnitud menor en el caso de Chile.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 9 de 24

En lo concerniente a los indicadores de actividad, plantea que los datos recientes en Estados Unidos de América han sido mejores que lo anticipado; en la Zona Euro han dado lugar a una lectura más pesimista; y en América Latina no han sido leídos en forma muy positiva por el mercado, si bien han sorprendido algo al alza respecto de lo previsto.

En relación con los indicadores de confianza empresarial, señala que en Estados Unidos de América son algo menores que lo esperado, pero se mantienen en la zona optimista; y que en China, los PMI son marginalmente mejores que lo anticipado, pero la lectura de los analistas de mercado es más bien negativa.

Manifiesta que en la Zona Euro, Japón y Estados Unidos de América, las expectativas de inflación a uno y dos años se han corregido a la baja; las primeras, por el comportamiento del precio del petróleo, en tanto que en lo que concierne a las expectativas a dos años, resulta difícil compatibilizar los menores niveles de inflación esperados con la historia de los productos energéticos.

En lo que respecta a las proyecciones de crecimiento, hace presente que de acuerdo con los datos de Consensus Forecast, las referidas a América Latina se han revisado a la baja de manera generalizada; que la corrección del crecimiento de Perú es mayor que el del chileno para el año 2014, no así para el 2015; y que la revisión de Chile para el presente año es de un orden similar a la de otros países relativamente comparables.

Además, resalta que las proyecciones del balance de nuestra cuenta corriente exhiben una fuerte corrección al alza para el año 2014 y también para el año 2015, del orden de los 2 puntos del PIB y superior que los demás países latinoamericanos analizados.

Al finalizar su presentación, el señor Miguel Fuentes menciona que en materia de perspectivas inflacionarias para el presente año, estas seguirían contenidas en América Latina, con excepción de Brasil.

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 observa que la evolución reciente de la inflación en Chile no se ha traducido en una corrección a la baja de la proyección para el año en curso.

El señor Miguel Fuentes plantea que los últimos valores han modificado la visión del mercado desde un aumento muy transitorio de la inflación a otra que considera que ella no se propagará y convergerá a 3% a fines del presente año.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que el Banco Central de Suiza levantó su fijación cambiaria en el día de ayer, medida que se tradujo en una depreciación que alcanzó a alrededor de 35%, pero terminó en torno a 18% porque se avizora una entrada de capitales muy significativo.

En segundo lugar, manifiesta su sorpresa porque las proyecciones de crecimiento de Colombia y Perú, si bien se han ajustado a la baja, anticipan tasas de crecimiento relativamente altas para este año. De hecho, precisa que Consensus Forecast prevé tasas superiores a 4% en ambos países, en un escenario de fuerte desaceleración de Perú y con menores precios del cobre y del petróleo, lo que afecta a ambas economías.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 218

Página 10 de 24

El Consejero señor Joaquín Vial alude a la mayor vulnerabilidad de América Latina y destaca la fuerte corrección de la cuenta corriente de Chile. En su opinión, las proyecciones de cuenta corriente de Argentina y Venezuela no son consistentes con la capacidad para satisfacer sus necesidades de financiamiento, razón por la que el panorama para ambas economías son más negativas para el presente año que lo que sugieren las cifras que se han expuesto. Hace notar que a ello se suma la situación de Brasil.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon reconoce que las proyecciones para Latinoamérica están desactualizadas, porque se efectuaron en el mes de diciembre y probablemente con información de noviembre. De hecho, comenta que las últimas proyecciones de algunos bancos de inversión anticipan crecimientos para Colombia y Perú en torno a los 3,5% para este año, en particular Goldman Sachs. Asimismo, indica que las proyecciones de cuenta corriente no incluyen la caída de los precios de los *commodities* registrada en la última semana.

El señor Miguel Fuentes complementa la información proporcionada por el señor Alberto Naudon precisando que las proyecciones de los bancos de inversión para América Latina han caído dos décimas respecto de un mes atrás.

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

Indica que la actividad ha evolucionado en línea con lo proyectado en el último IPoM, con algunas correcciones menores en los sectores recursos naturales y resto; y que la inversión se ha mostrado algo más dinámica de lo previsto, especialmente sus componentes maquinarias y edificación.

Manifiesta que aún existen señales contrapuestas entre la evolución de la actividad y la del mercado laboral. En efecto, la tasa de desempleo mostró una disminución influida por fenómenos puntuales que han atenuado el deterioro de este indicador a nivel agregado, mientras que los salarios nominales han crecido en términos anuales.

Agrega que las expectativas de consumidores y empresarios se mantienen en niveles pesimistas, pero se observó un repunte marginal en las expectativas de los consumidores en el mes de diciembre.

Respecto del tipo de cambio, se observa una depreciación menor que la que sugieren la mayor fortaleza global del dólar y la caída del precio del cobre. En su opinión, ello podría significar un eventual riesgo inflacionario por una depreciación que todavía está latente o que no ha sido reconocida íntegramente en la dinámica de corto plazo.

Señala que el registro de inflación *core* del mes de diciembre fue acorde con lo proyectado, y que la proyección de inflación en el corto plazo se ha corregido a la baja atendidos los menores precios de la energía, que más que compensan la mayor inflación subyacente que se prevé para los meses venideros. Añade que las expectativas de inflación a un año no presentan variación.

Finalmente, a título de último hecho destacado del período en el ámbito interno, informa que de acuerdo con las encuestas, la tasa de política monetaria, TPM, se ubicará en 2,5% a fines de año, y que el Consejo la mantendrá en 3% en esta Reunión.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación e indica que en términos de actividad, el IMACEC del mes de noviembre creció 1,3%, en línea con lo estimado internamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con el PIB Resto, comenta que las actividades de servicios siguen siendo las más dinámicas e impulsan la actividad, a diferencia de la industria, que sorprendió en el mes de noviembre al registrar una variación interanual negativa, asociada en parte a factores transitorios relacionados con la refinación de combustible.

Por su parte, la demanda interna registró un leve repunte por una caída menor de la formación bruta de capital fijo y de la variación de existencias durante noviembre. Adelanta que esta situación cambiará en el mes de diciembre, debido a una desacumulación de inventarios mineros.

Añade que las expectativas de consumidores, medidas por el IPEC, han mejorado, pero se mantienen en niveles pesimistas, en un contexto donde los ingresos laborales mantienen un crecimiento acotado; y que el incremento registrado en el índice desestacionalizado se explica por una pregunta de la encuesta sobre si se considera que es un buen momento para comprar artículos para el hogar, que tuvo un aumento inusual en torno a los 8 puntos y que no se condice con una mejora generalizada en todas las dimensiones de medición de esta encuesta.

Con respecto a la masa salarial, señala que su tasa de crecimiento sigue disminuyendo en términos reales, fundamentalmente por efectos de la inflación; y que junto con ello, se observó un descenso en la tasa de desempleo en el trimestre móvil septiembre-noviembre, que llegó a 6,1% como resultado del aumento de la ocupación en las categorías cuenta propia y asalariados. Hace notar que el sector agrícola estaría impulsando la creación del empleo asalariado, y lo haría hasta el mes de abril próximo, por un efecto de base de comparación y por los patrones históricos de comportamiento del sector, mientras que la construcción, industria y minería han disminuido sus niveles de contratación, lo que es coherente con los niveles de actividad registrados en dichos sectores.

Por otra parte, informa que las expectativas empresariales se mantienen pesimistas, advirtiéndose un retroceso en los sectores comercio y construcción y un repunte muy puntual en industria; y que las expectativas de inversión siguen pesimistas y exhiben una fuerte correlación con la trayectoria del Imacec Resto, en línea con una economía que crece a tasas moderadas. Agrega que la industria registró una caída en la percepción de inventarios excesivos, lo que podría anticipar un mayor nivel de producción y de importaciones en lo venidero.

En cuanto a los indicadores de construcción, señala que los permisos de edificación muestran un aumento, mientras que las medidas de empleo del sector y los despachos de hormigón y de cemento aún se muestran débiles; y que, con todo, el Imacec del sector repuntó en el último trimestre del año, situándose en torno a 3%. Por su parte, las importaciones de bienes de capital, incluyendo transporte, tuvieron una mejora en el mes de diciembre debido a la materialización de la entrada de aviones esperada desde la Reunión anterior.

En relación con las cifras fiscales, el señor Miguel Fuentes expresa que la ejecución presupuestaria del gasto público llegó a 87% en noviembre, por debajo de lo esperado en el Informe de Política Monetaria; no obstante, hay espacio para una aceleración de dicho gasto, en línea con su comportamiento de años anteriores para igual período.

Con respecto a los datos de comercio exterior, destaca el dinamismo exhibido por las exportaciones en el mes de diciembre, lo que se traducirá en un menor déficit de cuenta corriente para el año 2014. En particular, indica que los envíos mineros exhibieron una recuperación relevante en dicho mes, que, unida a los acotados niveles de producción del sector, se traducirían en una desacumulación de inventarios en el último trimestre de 2014. Hace notar que esta desacumulación podría traducirse en un crecimiento negativo de la demanda interna en dicho período, aunque podría registrarse una sorpresa en las cifras de producción minera, que daría un impulso positivo al Imacec. En todo caso, atribuye una baja probabilidad de ocurrencia a esta sorpresa.



El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de determinar si estas mantenciones afectaron la etapa de refinación, de fundición o la etapa previa de concentración. En su opinión, si las mantenciones se han vinculado con la etapa de concentración, este material no aparecerá en la cifra de producción hasta el momento que haya culminado el proceso. Si es el caso, pueden haberse acumulado inventarios de material, que no van a aparecer registrados como tal, pero sí figurarán como mayor producción en el mes de diciembre.

El señor Miguel Fuentes señala que el alza de las exportaciones en el mes de diciembre puede deberse a un efecto base, atendido que en diciembre del año 2013 se inició la temporada de paros portuarios, que se concentraron mayormente en los puertos del norte del país.

El señor Miguel Fuentes hace notar la discrepancia importante que se observa entre las cifras de generación eléctrica del SING y la producción minera. Al respecto, sostiene que el menor nivel de producción minera se explica por las mantenciones inesperadas de algunos yacimientos de la mediana y pequeña y también por menores leyes.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que en el IPoM de diciembre de 2013 se contempló un crecimiento del sector minero del orden de 3,5 a 4%, pero finalmente lo haría solo 0,9%, debido a que algunos proyectos mineros se han corregido por las bajas leyes y como resultado de ocho años de *boom* de inversión minera. Asimismo, solicita se precise si la proyección para el año en curso es de 3,5%.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall plantea que los errores de proyección atribuibles a mantenciones o paralizaciones inevitables son entendibles, no así el deterioro de las leyes, atendido que es un dato conocido.

El señor Miguel Fuentes manifiesta que la sorpresa del último trimestre se debe mayormente a las mantenciones y en menor medida a la entrada en operación de los yacimientos que ha sido más lenta que lo anticipado.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y señala que en términos de variaciones reales en doce meses, las importaciones de bienes de capital mostraron un repunte, que se asocia, en parte, a la importación de aviones, en tanto que las importaciones de bienes de consumo disminuyeron, en línea con la debilidad que exhibe el consumo.

En materia de proyecciones de crecimiento de la actividad para el año 2014, hace presente que no se advierten mayores cambios, salvo un aumento marginal del PIB resto y una reducción de la minería. La demanda final, en tanto, se ha ajustado al alza por una menor caída en la inversión, mientras que los inventarios se han revisado a la baja por un aumento de las exportaciones mineras. Con todo, anticipa que el IMACEC de diciembre crecería en torno a 1,7% anual.

Al proseguir con su presentación, el señor Miguel Fuentes indica que los mercados financieros no exhibieron grandes cambios desde la Reunión pasada. Así, las colocaciones a personas siguieron presentando mayor dinamismo que los créditos a empresas, y los créditos hipotecarios no registraron mayor variación. Por su parte, las tasas *benchmark* nominales disminuyeron y las tasas UF presentaron algún grado de volatilidad durante el mes, pero de poca significancia.

Informa que la Encuesta de Crédito Bancario sigue reportando condiciones más restrictivas para el otorgamiento de créditos; que la demanda por créditos de empresas se ha atenuado, lo mismo que la velocidad de aumento de las restricciones en la oferta; una percepción más fuerte de la demanda por crédito hipotecario por primera vez en varios trimestres; y que los consumidores enfrentan condiciones más restrictivas en un contexto de mayor demanda por financiamiento de sus decisiones de gasto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 218

Página 13 de 24

Manifiesta que la depreciación del tipo de cambio fue menor que la esperada. En efecto, al cierre estadístico de la presente Reunión, el tipo de cambio real se depreció algo menos de 2%, pese a que los fundamentales sugerían una depreciación mayor que 5% debido a la fortaleza global del dólar y el menor precio del cobre. En su opinión, ello representa dos riesgos a considerar: el primero, que en los próximos meses se observe una depreciación mayor con implicancias para la proyección de inflación de corto plazo; y el segundo, que en el modelo, este sea finalmente su valor de equilibrio a largo plazo y no se traduzca en depreciaciones adicionales.

Con todo, señala que el tipo de cambio real se ubica en 100,2 puntos y exhibe una depreciación similar a la de la canasta de monedas de exportadores y economías latinoamericanas. Añade que las medidas de riesgo local y de la volatilidad de los fundamentos del tipo de cambio han aumentado marginalmente desde la Reunión anterior, en línea con el escenario internacional.

El señor Miguel Fuentes hace presente que los salarios nominales crecieron 0,6% en el mes de noviembre, impulsados por aumentos en todos los sectores, lo que, en su opinión, estaría relacionado con cláusulas de indexación de inflaciones pasadas. En términos reales, en cambio, su tasa de crecimiento disminuyó, bordeando el 1%, menor que su promedio histórico.

En materia de inflación, destaca que el IPC de diciembre disminuyó 0,4% frente al mes anterior, mientras que el indicador IPCSAE registró un incremento de 0,3% y se mantuvo sobre 4% en términos interanuales.

Comenta que el IPC sorprendió levemente a la baja por la caída que han registrado los precios de los combustibles, que fue compensada con una sorpresa positiva en SAE servicios, específicamente por transporte, cuyos precios tuvieron un alza mayor que la esperada por segundo mes consecutivo. Manifiesta que ello llevó a introducir un cambio en la proyección de inflación al reevaluar los efectos de segunda vuelta de dicho ítem.

Agrega que la inflación de bienes fue menor que lo anticipado, porque el mercado automotriz experimentó una caída mayor que la prevista como consecuencia de las promociones del mes de diciembre, pero se revertiría en el mes de enero. Además, se observó una sorpresa negativa en el componente resto, mientras que alimentos y electricidad estuvieron bastante en línea con lo proyectado. Reitera que combustibles anotó una baja algo mayor que la esperada por una caída más pronunciada de los precios de Metrogas, que no fue posible incorporar al momento de hacer la proyección.

Hace presente que las expectativas de inflación se mantienen a un año, y que en la última Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, el decil 9 muestra un descenso, de manera similar que el indicador mediano de la Encuesta de Operadores Financieros, EOF, reflejo posiblemente de las menores expectativas en materia de precios de combustibles. Agrega que se sigue advirtiendo una discrepancia con los seguros de inflación en términos de la proyección de inflación de corto plazo.

Expresa que la proyección del IPC total se ha corregido a la baja en tres décimas por menores precios de combustibles, mientras que el IPCSAE se ha ajustado al alza por mayores precios en transporte y cigarrillos, que, en su opinión, se asocian a mayores costos por efecto cambiario y, en menor medida, a efectos rezagados de la reforma tributaria.

Precisa que la inflación alcanzó a 4,6% al término del año 2014, esto es, dos décimas por debajo de lo previsto en la Reunión previa; que la proyección para el mes de enero se ubica en -0,1%; y que a partir del mes de febrero, se ubicaría dentro del rango meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 14 de 24

Al concluir su presentación, el señor Miguel Fuentes señala que las expectativas de analistas de mercado para la TPM consideran dos reducciones de 25 puntos base cada una durante este año. Asimismo, informa que alrededor del 90% del mercado estima que la TPM se mantendrá en 3% en la presente Reunión, y alrededor del 80% de quienes respondieron la EEE espera que no registre variación en la Reunión del mes de febrero 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 Consejero señor Sebastián Claro observa que la proyección de inflación para el mes de mayo de 3,4%, consignada en la Minuta de Antecedentes se ha corregido a 3,3%. El señor Miguel Fuentes aclara que esta revisión obedece a que el escenario de combustibles del día anterior es algo menor que el considerado al elaborar dicha Minuta.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que a pesar de un leve aumento de los riesgos externos, es destacable la existencia de algunos datos positivos que dan cuenta de una estabilización de la economía, como las cifras del sector construcción, las importaciones de bienes de capital, el IPEC, e Imacec negativos que no se materializarían.

Por otro lado, manifiesta su preocupación por que a pesar del escenario de baja importante de los precios de los combustibles, la inflación converge más lentamente al rango meta. En efecto, de acuerdo con las proyecciones internas, la inflación en doce meses alcanzaría a 3,6% en el mes de junio próximo, con una evolución de la inflación subyacente y de los salarios relativamente alta.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon expresa que la evolución de la inflación *core* es materia de preocupación, razón por la que en el último tiempo se ha revisado al alza nuestras proyecciones.

El Consejero señor Pablo García resalta que para el mes de mayo, la proyección de la inflación subyacente en doce meses se ha revisado al alza en tres décimas, como resultado de los mayores precios del transporte y de los cigarrillos, y efectos cambiarios en general. La proyección de la inflación total, en cambio, disminuye en cuatro décimas, lo que implica siete décimas menos por efecto de los combustibles.

A juicio del Vicepresidente señor Enrique Marshall, es preciso ser cautelosos y no aparecer siguiendo la inflación subyacente.

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° 218, 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 julio de 2015 se efectuará el día martes 14 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 15 de 24

Expresa que durante el último mes, las principales noticias han provenido de la economía internacional. En particular, destaca que la baja del precio de los productos básicos continuó durante este periodo, llevando el precio del petróleo WTI por debajo de los 50 dólares el barril y el precio del cobre a niveles cercanos a 2,5 dólares la libra. En su opinión, si bien estos cambios representan desviaciones relevantes respecto de los valores considerados en el IPoM del mes de diciembre, todavía es temprano para evaluar sus implicancias de mediano plazo para la economía internacional y local, las que dependerán críticamente tanto de su persistencia como de la composición relativa de los factores de oferta, demanda y puramente financieros que están detrás de ellos.

De todos modos, consigna que en lo más reciente, la corrección del precio de los *commodities* ha estado asociada a mayores niveles de incertidumbre, principalmente por los impactos financieros que esta situación podría generar en el corto plazo. Hace notar que lo anterior, unido a los acontecimientos en Rusia y Grecia, ha afectado negativamente las condiciones financieras para las economías emergentes, incluido Chile; en tanto que los *spreads* soberanos de países emergentes han aumentado, los flujos de capitales han disminuido y las bolsas se han corregido a la baja; y, consecuentemente, las monedas de estas economías, especialmente de aquellas donde los *commodities* tienen mayor importancia, se han depreciado respecto del dólar.

Señala que la otra cara de la moneda ha sido la baja de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas cuyos activos sirven de refugio en estos eventos. En este sentido, manifiesta que los bajos niveles de tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos de América, si bien ayudan a mitigar el efecto del aumento en los premios soberanos, acrecienta el riesgo asociado a reversiones abruptas de esta variable. Por otra parte, el menor precio de los combustibles ha generado menores inflaciones efectivas y esperadas en el mundo, lo que unido a la cada vez más probable implementación de un programa de relajamiento cuantitativo en la Eurozona, ha contribuido a un mayor fortalecimiento del dólar.

Plantea que en este contexto, es muy probable que en el corto plazo se observen episodios de mayor volatilidad financiera y nuevas depreciaciones de las monedas en las economías emergentes.

Hace presente que a pesar de los riesgos e incertidumbres asociados a estos cambios, los datos recientes sugieren que las proyecciones de actividad mundial contenidas en el IPoM siguen siendo válidas. En particular, señala que la economía de Estados Unidos de América se ve sólida, mientras que China y la Eurozona serían capaces de crecer a tasas moderadas; las condiciones financieras, si bien algo menos holgadas, siguen siendo favorables, y el precio del petróleo y del cobre deberían retornar hacia sus valores de largo plazo dentro de los próximos 18 a 24 meses. Así, la Gerencia de División Estudios estima que la información recabada hasta hoy respecto de la evolución de la economía internacional no justifican cambios en la trayectoria de la tasa de política monetaria sugerida en el IPoM del mes de diciembre, la cual ya consideraba parte importante del impacto del menor valor de los combustibles en los precios y la actividad.

El señor Alberto Naudon indica que en el plano local, la actividad ha evolucionado en línea con lo anticipado, dando cuenta de un fin de 2014 con tasas de crecimiento anual bajas, pero superiores a las observadas en los trimestres previos. Expresa que estas deberían ir en aumento en la medida que los niveles de confianza locales repunten y que no haya sorpresas negativas en el escenario externo. Añade que el impulso asociado a la política monetaria expansiva de los últimos meses parece adecuado y, sin duda, ha contribuido a que el proceso de ajuste haya sido más gradual, ayudando a mantener bajos niveles de tasas de interés en el mercado y facilitando el ajuste de los precios relativos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 16 de 24

Por otra parte, resalta que el mercado laboral sorprendió por su dinamismo, ya que su tasa de desempleo disminuyó a 6,1% en el mes de noviembre. En su opinión, si bien estas buenas cifras parecieran contradecir en parte los datos de actividad, el hecho que la mayor parte de los empleos creados correspondan a cuenta propia y sin contrato escrito y que la tasa de crecimiento de los salarios reales vaya en descenso, sugieren que el mercado laboral se ha ido ajustando, aunque lentamente. No obstante lo anterior, hace notar que el crecimiento de los salarios nominales se ha acelerado, dando cuenta del impacto sobre su dinámica de los altos registros de inflación pasados, fenómeno que podría agregar mayor inercia a aquellos componentes de la inflación cuyos costos están más ligados al valor de la mano de obra.

Hace presente que la mayor caída en el precio de los combustibles llevó a que la inflación del IPC de fin de año estuviera por debajo de nuestras proyecciones, alcanzando a 4,6% en el mes de diciembre; y que también ha influido en que las perspectivas de inflación se hayan ido ajustando a la baja para fines del presente año. Advierte que la inflación subyacente, típicamente más relacionada con la evolución de la inflación en el mediano plazo, se ha mostrado algo más dinámica que lo esperado, en parte por los efectos de la mayor depreciación del peso y por la inercia propia de esta variable, que alcanzó a 4,3% en diciembre último. Sobre este aspecto, informa que las proyecciones internas indican que la inflación SAE se mantendrá por sobre 4% hasta fines del primer trimestre y que continuará algo por debajo de este valor por varios meses.

Manifiesta que la evolución del precio del petróleo ha ayudado a que la inflación se haya corregido en más de un punto porcentual en pocos meses. En efecto, esta corrección, que todavía dejará a la inflación en niveles altos, 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. Sin embargo, a menos que genere riesgos relevantes para la convergencia de mediano plazo de la inflación, considera que la política monetaria no debe responder con demasiada fuerza a cambios en la inflación asociados a factores de oferta, como es este caso.

Con todo, y reconociendo que la coyuntura actual -cruzada por los efectos contrapuestos sobre la inflación del bajo nivel de actividad y de la evolución del tipo de cambio; por un nivel relevante de incertidumbre respecto de las brechas de actividad; por posibles cambios abruptos en las condiciones financieras internacionales; y por las sorpresas en la evolución del precio internacional de los combustibles y otros *commodities*-, hace que la proyección de la inflación y otras variables macroeconómicas sea particularmente compleja. Sin embargo, deja constancia que el análisis de la Gerencia de División no identifica elementos que sugieran la necesidad de introducir cambios en la trayectoria de tasa de interés en el corto plazo.

El señor Alberto Naudon manifiesta que por las razones antedichas, y en concordancia con lo discutido en la en la RPM previa y en el IPoM del mes de diciembre, 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que los antecedentes conocidos desde la última Reunión confirman las expectativas de menores presiones inflacionarias y una trayectoria de baja de la inflación. En este sentido, señala que el ajuste en el precio internacional del petróleo, que se está traspasando rápidamente a precios locales, sumado a caídas puntuales de algunos productos, contribuyó a que la inflación mensual de diciembre fuese -0,4%, cerrando el ejercicio con una variación anual de 4,6%, menor que lo esperado y más de un punto porcentual inferior al registro del mes de octubre.

Hace presente que de acuerdo con distintas proyecciones, la inflación seguirá descendiendo de manera rápida en los próximos meses incidida por las continuas caídas en los precios internacionales de los combustibles, a lo cual se agregan efectos de segunda vuelta esperables dada la magnitud de la caída en estos precios y las menores presiones inflacionarias derivadas de las holguras de capacidad por efecto de la desaceleración que se dan con más intensidad en algunos mercados. De esta forma, consigna que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas, las perspectivas para la inflación a diciembre del año 2015 se volvieron a corregir a la baja, desde 2,9% el mes previo a un 2,7% en el último levantamiento; y que, por su parte, la Encuesta de Operadores Financieros señala una inflación de 2,2% en los próximos doce meses y de 2,8% en el horizonte de la política monetaria.

Resalta que los salarios nominales han crecido a tasas relevantes, probablemente debido a cláusulas de indexación; sin embargo, en términos reales se han desacelerado, lo que redundará en menores costos laborales. Añade que el tipo de cambio ha presentado alta volatilidad y se ha depreciado en los últimos días, influido por la abrupta caída en el precio del cobre; y que, con todo, esta depreciación responde también en forma importante a la apreciación global del dólar, por lo que sus efectos inflacionarios pueden ser más acotados.

Plantea que la economía ha seguido mostrando un débil desempeño, aunque ciertos indicadores coyunturales han comenzado a dar cuenta de un panorama algo mejor. A este respecto, comenta que las importaciones nominales de bienes de capital detuvieron consecutivas caídas al registrar un crecimiento de 24% en el mes de diciembre pasado, y cercano a 6% cuando se excluye el componente "otros vehículos de transporte"; y que las importaciones nominales de consumo durable también mostraron una leve expansión de 1,0%, tras meses de caídas. Agrega que las exportaciones industriales, por su parte, han mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses, al exhibir un crecimiento de 18,0% en el mes de diciembre; y que a lo anterior se agrega que en la última encuesta trimestral de créditos bancarios del Banco Central se observan mejores perspectivas de la demanda en algunos sectores. Acota que de acuerdo con el IPEC, las expectativas de consumidores también exhibieron un repunte durante diciembre, desde el 41,1 registrado el mes previo hasta 45,3.

En el plano externo, menciona que las principales novedades siguen siendo las caídas de los precios de los bienes primarios, donde el precio del petróleo Brent cayó cerca de 28% desde la última RPM, mientras que el precio del cobre retrocedió 13% en igual periodo y lo hizo con particular fuerza en estos últimos días. Respecto de este último punto, plantea que los antecedentes no permiten establecer si las caídas observadas recientemente serán persistentes. En efecto, no ha habido noticias que indiquen cambios en las perspectivas ni de demanda ni de oferta del metal, por lo cual los movimientos observados podrían estar asociados a fenómenos de carácter más bien financieros que podrían revertirse rápidamente. Por su parte, el efecto de las fluctuaciones cíclicas del precio del cobre en nuestra economía se ve atenuado de manera sustantiva por la operación de la regla fiscal. No obstante, señala que la evolución de esta variable debe ser monitoreada de manera cuidadosa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que en las economías desarrolladas no se han apreciado grandes cambios. A este respecto, comenta que en Estados Unidos de América, los datos coyunturales siguen confirmando una tendencia de sólida recuperación y la normalización de la política monetaria se sigue esperando para el segundo semestre del año. En Japón y la Zona Euro, en cambio, los gobiernos han seguido preocupados de implementar medidas para apuntalar a sus economías.

En este contexto, considera que el espacio para una política monetaria más expansiva sigue presente, situación que el Ministerio de Hacienda ha reafirmado en las últimas Reuniones. Expresa que si bien las bajas sustantivas de la inflación de los últimos meses responden al *shock* de oferta, a lo que, en principio, la política monetaria podría no responder, este se conjuga con una posición cíclica de la economía donde existen holguras de capacidad en una serie de sectores. Por lo tanto, es muy probable que en los próximos meses se desencadenen efectos de segunda vuelta que hagan converger rápidamente y de manera persistente a una inflación al 3% e incluso por debajo de ese nivel, como está implícito en las encuestas de mercado y en los precios de los activos financieros. Agrega que de manera concordante con lo anterior, el mercado está apostando por una política monetaria más expansiva hacia adelante, incluso más expansiva que la que se suponía un mes atrás de acuerdo con la curva *forward*. Así, si bien se espera una mantención en la RPM, hacia adelante, las encuestas indican que la TPM se ubicará 25 puntos base por debajo de su nivel actual en los próximos meses y que hacia mediados de año estará 50 puntos base por debajo de su nivel actual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas y al no haber comentarios del *staff*, da paso al proceso de votación de la opción planteada por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo, en primer término, la palabra al Consejero señor Pablo García.

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

En su opinión, hay dos conjuntos de temas que resaltan en la Reunión de hoy. Por un lado, los antecedentes respecto del escenario doméstico indican que la actividad y la demanda se habrían estabilizado, siguiendo el escenario consignado en el último IPoM, y que los registros inflacionarios también han estado dentro de lo previsto, considerando las novedades registradas por el lado del precio de los combustibles. Agrega que hacia adelante, los antecedentes provistos en el ámbito doméstico son coherentes con el escenario base de dicho Informe, lo que dice relación con perspectivas de mayor crecimiento y menor inflación para este año comparado con el ejercicio pasado. Atendido lo expresado, cree que lo central en nuestra decisión de hoy es comunicar la coherencia de la información disponible del punto de vista doméstico con lo consignado en dicho Informe; y, en ese sentido, comparte la visión de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la opción plausible para esta ocasión es mantener la TPM en 3%.

Asimismo, manifiesta su concordancia con esa Gerencia de División en cuanto a la necesidad de destacar que es en el escenario externo donde se han producido las principales novedades, donde no es evidente aún la dirección que ellas pueden tomar. Como mencionó el Ministro de Hacienda, señala que pueden ser *shocks* de oferta o *shocks* de demanda. Sin embargo, estima que en cualquier caso debiesen implicar menores perspectivas de inflación hacia el mediano plazo. A título ejemplar, indica que si el fenómeno es básicamente un menor precio del petróleo solamente por un *shock* de oferta, ello mitiga las presiones inflacionarias totales, suaviza la dinámica inflacionaria, reduce los costos y también mitiga las presiones inflacionarias subyacentes. A este respecto, considera que el relajamiento inducido de la restricción presupuestaria de los agentes no debiese ser de una magnitud suficiente como para compensar los efectos desinflacionarios mencionados

7



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 19 de 24

anteriormente. A su juicio, hay que señalar que ello se debe a que en Chile tenemos un traspaso directo muy rápido de los precios de los combustibles internacionales a la economía doméstica. Por otro lado, si el panorama internacional que subyace al menor precio de *commodities* es un menor dinamismo en el crecimiento mundial y menores precios de productos básicos en términos generalizados, ello implica menores perspectivas de crecimiento y también un panorama deteriorado para las economías emergentes, lo que tendría implicancias desinflacionarias también hacia el mediano plazo. Por lo tanto, aunque considera que es necesario seguir estudiando si los fenómenos que están detrás del movimiento de los precios de los *commodities* son de oferta o demanda, cree que, en cualquier caso, el escenario de riesgo es hacia menores presiones inflacionarias hacia el mediano plazo.

Adicionalmente, advierte que existe el riesgo —que ha sido resaltado por varios analistas— de que la economía mundial transite por un período prolongado de muy baja inflación, o incluso de deflación en zonas económicas importantes, junto con una creciente divergencia de las políticas monetarias en economías desarrolladas. En ese sentido, estima que nos hace falta todavía aumentar nuestro análisis para considerar con mayor detención las implicancias de estos escenarios para el equilibrio macroeconómico en Chile y, en particular, para las perspectivas inflacionarias de mediano plazo.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Pablo García señala que su voto es por mantener la TPM 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 trabajo de los personeros de la Gerencia de División Estudios, con el que manifiesta concordar en todos los aspectos sustantivos expresados en las minutas de antecedentes y de opciones.

Atendido lo expresado, indica que limitará sus comentarios a los tres aspectos que pasará a mencionar.

Señala que el primero de ellos dice relación con la caída de los precios de productos básicos. Sobre el particular, plantea que tratándose de un fenómeno general que afecta a materias primas industriales y combustibles, es ineludible atribuir un peso sustantivo de la explicación a una demanda que aumenta menos que lo previsto. En su opinión, es importante no subestimar la potencial profundidad y extensión de esta caída. Además, como ello coincide con un período de dólar fuerte a nivel global que puede fácilmente durar más de un año, es probable que este ciclo de baja nos acompañe al menos por todo el año 2015. Indica que en el caso del cobre, es evidente que la institucionalidad fiscal vigente ayudará a amortiguar su efecto negativo, pero no lo va a eliminar por completo, especialmente si este se prolonga por más tiempo y comienza a reflejarse en las proyecciones de precios de tendencia, tal como ocurrió durante el ciclo de alzas de precios. Acota que la mayor aversión al riesgo a nivel global y las salidas de capitales de países emergentes podrían limitar la capacidad de aplicar políticas contracíclicas si estos bajos precios se prolongan en el tiempo.

En segundo lugar, hace notar que las cifras de actividad, comercio exterior y empleo muestran una cierta estabilización en los últimos meses, en línea con las proyecciones del IPoM, por lo que, por el momento, reducen significativamente la probabilidad de materialización del escenario de riesgo de menor demanda interna consignado en dicho Informe. En todo caso, habrá que ver cómo evolucionan las expectativas en los próximos meses y los posibles efectos del menor precio del cobre sobre ellas, para evaluar la oportunidad y velocidad de la recuperación.

W
g



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 20 de 24

Por último, plantea que, a su juicio, las bajas cifras de inflación del mes de diciembre no nos deben llevar a dar por ganada la batalla en este frente. En este sentido, estima que la evolución de los salarios nominales, el IPCSAE y la reciente depreciación del peso son todos factores que nos obligan a mantener una atenta vigilancia sobre esta variable.

El Consejero señor Joaquín Vial indica atendidos los fundamentos expuestos, manifiesta su concordancia con que la única opción relevante en esta ocasión es mantener la TPM en 3%, votando por ello.

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 últimas cifras conocidas en las últimas semanas, tanto en el ámbito externo como interno, confirman en lo grueso el escenario planteado en el IPoM, aunque hay novedades importantes. En su opinión, la más importante dice relación con los precios de los *commodities*.

En el ámbito externo, destaca la persistente corrección a la baja en el precio del petróleo y la corrección que ha tenido el del cobre en los últimos días. A su juicio, si bien existen de buenos argumentos para seguir trabajando con un escenario donde fenómenos de oferta son los principales *drivers* de la caída en el precio del petróleo, su generalización hacia otros *commodities* pone en cuestionamiento esa hipótesis. Estima que la alternativa que una mayor debilidad global podría explicar esta corrección en otros *commodities* y en el cobre no parece plausible con la información disponible, en el sentido de la fuerte corrección que se observa en tan corto plazo con diferentes datos de actividad y demanda en el resto del mundo. Señala que, alternativamente, factores financieros también podrían estar afectando a fondos de inversión activados, por ejemplo, en materias primas y que ese es el fenómeno que podría estar operando. Considera que, por ahora, cabe mirar con atención este fenómeno, teniendo en cuenta que de persistir, podría tener efectos cambiarios y fiscales relevantes, y que un mayor deterioro en el mercado del cobre, especialmente con perspectivas deterioradas a mediano plazo, podría influir aún más en la caída de la inversión minera que, como porcentaje del PIB, todavía se mantiene en niveles altos.

Hace notar que otras cifras confirman las tendencias de recuperación de Estados Unidos de América, de estabilidad de las tasas de crecimiento de China en torno a 7% y de debilidad en Europa, que está *ad portas* del inicio de un programa de alivio cuantitativo. A su juicio, todo ello anticipa que la fortaleza del dólar continuará en el mundo, pudiendo intensificarse, lo que incide en las paridades en el resto del mundo, en las tasas de interés y en los precios de otros activos —incluidos los *commodities*—, que se han destacado en otras ocasiones.

En lo concerniente al ámbito interno, señala que las cifras de actividad y de demanda han sido similares a las anticipadas, confirmando que no existen por ahora indicios de un deterioro mayor en su dinámica. Por el contrario, se observan algunos indicios de estabilidad en algunas variables y se sigue esperando una recuperación modesta hacia los próximos trimestres.

Respecto de la trayectoria de la inflación, se observa con claridad el impacto de la caída del petróleo, anticipándose que este efecto perdurará por un tiempo. Los índices subyacentes, en cambio, se mostraron marginalmente por sobre lo esperado, confirmando el impacto de la depreciación cambiaria sobre la inflación, y sugiriendo que esta discusión que hemos tenido sobre brechas de capacidad y la dificultad de observarlas es una discusión válida. En lo fundamental, expresa que la expectativa de una caída de la inflación hacia la meta en la segunda parte del año 2015 sigue vigente, y que las expectativas de una caída muy fuerte en la inflación que algunos precios de mercado incorporan no parece coherente con los fundamentos observados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 218

Página 21 de 24

Considerando que la TPM se ubica hoy día en un nivel claramente expansivo, los registros de inflación observados y las señales de relativa fortaleza que ha mostrado el mercado laboral, así como los riesgos que se derivan de la volatilidad cambiaria particularmente en el corto plazo, estima que se justifica plenamente mantener la TPM en el nivel actual, así como mantener el tono del Comunicado.

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

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

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

Hace presente que las noticias del último mes no modifican sustancialmente el escenario del último IPoM, entregado pocas semanas atrás, pero dan cuenta de algunos desarrollos que deben ser monitoreados con atención.

Plantea que en el frente externo, la noticia más importante es la apreciable caída del precio del petróleo, sobre todo por la magnitud alcanzada; y que en lo más reciente se agrega una importante corrección en el precio del cobre. En su opinión, es difícil anticipar si estos ajustes de precio permanecerán o se revertirán parcial o totalmente, como tampoco es fácil precisar o dimensionar a estas alturas todos sus potenciales efectos, reales y financieros, sobre la economía mundial. En todo caso, señala que estos sí sugieren la presencia de riesgos algo más altos que los contemplados hasta ahora. En esa perspectiva, se debe entender la preocupación que despiertan hoy varias economías emergentes con fundamentos débiles y muy dependientes de ingresos provenientes del petróleo u otras materias primas, como es el caso de Rusia y algunos países de América Latina, a los que también se agrega por razones distintas Grecia, que ha vuelto a concitar atención e inquietud. Como resultado, advierte que la aversión al riesgo ha aumentado en los mercados financieros y, como es habitual en estas circunstancias, el dólar se ha fortalecido. Con todo, manifiesta que las proyecciones de crecimiento para este año no se han modificado sustancialmente.

En lo concerniente al ámbito interno, indica que la actividad y la demanda continúan dando cuenta de una marcada debilidad, en línea con el escenario descrito en el IPoM. Agrega que las expectativas de consumidores y empresarios se mantienen en niveles bastante bajos, si bien las primeras mostraron un leve repunte en el último mes, lo que puede estar asociado a los ajustes en el precio de los combustibles. Con todo, menciona que varios indicadores sugieren que estaríamos entrando en una fase de estabilización del ciclo, lo que debe ser monitoreado muy atentamente.

En materia de inflación, consigna que el último registro mensual es llamativo, pero responde a factores muy puntuales; y que en el último tiempo, las cifras mensuales han mostrado bastante variabilidad y es probable que esta tendencia se mantenga por algunos meses. Con todo, manifiesta que el panorama de mediano plazo no ha cambiado y se continúa visualizando una convergencia de la inflación anual a la meta en los próximos trimestres. Sin embargo, ello podría resultar algo más lento que lo anticipado, a pesar de la significativa corrección en el precio de los combustibles.

En este contexto, considera 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 22 de 24

El Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que el escenario descrito en el último IPoM permanece válido y no sería prudente, tan poco tiempo después de haberlo puesto en conocimiento público, introducir ajustes o correcciones. En estas circunstancias, estima que lo mejor es entregar señales de estabilidad para la política monetaria, por lo menos en el corto plazo.

En su opinión, existen desarrollos en curso que deben ser aquilatados bien antes de introducir eventuales cambios en nuestro diagnóstico y en nuestra estrategia de política; que, en todo caso, ninguno de ellos es ajeno a lo descrito en el IPoM pasado; y que, por el momento, la opción más adecuada es la de mantener la TPM en su actual nivel, lo que implica reafirmar una política relativamente expansiva.

Añade que el mercado contempla en sus proyecciones uno o dos ajustes a la baja en la TPM en el curso del año; sin embargo, para efectos de esta Reunión, parece bien alineado con la decisión de mantener.

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

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

En lo concerniente al escenario externo, señala que se ha intensificado la fuerte caída del petróleo, a lo que se ha agregado la disminución del precio de otras materias primas, en particular el del cobre.

Hace notar que Estados Unidos de América mantiene su fortaleza, a diferencia de Europa y Japón; que las tasas de interés de largo plazo en la economía norteamericana exhiben una caída sustancial, lo que estaría reflejando una mayor demanda por activos libres de riesgo; y que la situación de muchos países exportadores de petróleo es delicada, lo que podría llevar a más turbulencias financieras. En su opinión, aunque hay señales en ambos sentidos, esto es, positivas y negativas, en general parece haber un escenario externo más riesgoso.

En lo que respecta al ámbito interno, consigna que la actividad sigue en líneas generales lo proyectado en el IPoM del mes de diciembre. En este sentido, ha habido algunas noticias positivas, como el repunte de las importaciones de bienes de capital, el mayor IPEC, algunos datos más auspiciosos en construcción y las cifras de desempleo. A su juicio, aunque no corresponde sobredimensionarlas y son todavía muy tempranas, se debe destacar que podrían ser los primeros indicios de una cierta estabilización en la actividad económica y que, además, significan señales algo más positivas luego de varios meses con cifras en la dirección contraria.

Manifiesta que la inflación del mes de diciembre estuvo en línea con lo proyectado por el mercado, muy apoyada por la caída del precio de los combustibles. Expresa que con ello, la inflación del año 2014 cerró en 4,6%, por arriba de la parte superior de nuestro rango de tolerancia y que como tal no nos puede dejar conformes. No obstante, destaca que es más de un punto inferior a la cifra del mes de octubre y que todo parece indicar que nuestra proyección de convergencia al rango de tolerancia va produciéndose.

Sin embargo, advierte que algunos indicadores de precios nos mantienen alerta y son menos auspiciosos. En efecto, los salarios nominales siguen aumentando a tasas elevadas, lo que es consistente con el bajo desempleo y la inflación pasada; y la inflación subyacente y sus proyecciones se han ido corrigiendo al alza, lo que de no revertirse

Handwritten signature or mark in the bottom left corner.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 23 de 24

rápidamente podría estar prediciendo una mayor persistencia en la inflación. Sostiene que la baja en la inflación efectiva es positiva en cuanto reduce los riesgos de mayor propagación hacia salarios e inflación futura, pero hasta ahora los menores registros de los dos últimos meses se explican básicamente por la baja en el precio de los combustibles. Más aún, hace notar que la depreciación, el gran elemento que explicó el alza de la inflación en 2014, se ha intensificado en las últimas semanas.

Plantea que la fuerte caída en el precio del petróleo es ciertamente una muy buena noticia para la inflación, pero tal como lo ha mencionado en Reuniones previas, en general, en los *shocks* de oferta la reacción óptima de política monetaria es menos intensa que cuando se trata de *shocks* de demanda. De hecho, ese fue el principio que el Consejo aplicó durante todo el año pasado cuando, a pesar de *shocks* de oferta que hacían subir la inflación, redujo la TPM en forma significativa.

Expresa que la política monetaria ha actuado decididamente y hoy es claramente expansiva; que las tasas de largo plazo han seguido bajando y están en sus mínimos históricos o cerca de ellos; y que los efectos de la política monetaria expansiva se han hecho sentir en las tasas de interés de mercado, en particular en el mercado hipotecario, pero también en las tasas de interés del resto de las colocaciones.

En este escenario, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta su concordancia con la visión de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que subir la TPM en esta oportunidad no estaría de acuerdo con el estado cíclico de la economía y con una inflación que debiera seguir bajando; y bajarla, sería asumir una posición que, en su opinión, no sería coherente con los riesgos antes mencionados sobre una persistencia mayor de la inflación. De hecho, consigna que algunos de estos riesgos se han ido verificando.

Por los motivos antedichos, el Presidente señor Rodrigo Vergara 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° 218-01-150115 - 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, continuó la tendencia a la baja del precio de los productos básicos, destacando un nuevo descenso del precio del petróleo y una caída del precio del cobre. Las condiciones financieras internacionales para las economías emergentes se deterioraron, al tiempo que disminuyeron las tasas de largo plazo en las economías



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 218
Página 24 de 24

desarrolladas y el dólar continuó apreciándose. Por su parte, antecedentes recientes reafirman las perspectivas de buen desempeño económico en Estados Unidos y de menor crecimiento y baja inflación en la Eurozona y Japón, fenómeno que ha acentuado las diferencias en las políticas monetarias esperadas para dichos países.

Los antecedentes de la actividad y la demanda siguen dando cuenta del bajo crecimiento por el que atraviesa la economía chilena, acorde con el escenario base del IPoM de diciembre. Por su parte, la tasa de desempleo se redujo y los salarios nominales mantienen su dinamismo. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario. La inflación anual descendió, mientras que la de los indicadores subyacentes se mantuvo. Las expectativas de inflación de mediano plazo permanecen en torno a 3%. La evolución de los precios se seguirá monitoreando con especial atención.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17:05 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



MAURICIO ÁLVAREZ MONTTI
Ministro de Fe Subrogante