



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 222 celebrada el día jueves 14 de mayo de 2015

En Santiago de Chile, a 14 de mayo 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 don Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards, don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Rodrigo Valdés Pulido.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Juan Pablo Araya Marco;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas Subrogante,
doña Gloria Peña Tapia;
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;
Jefe del Departamento Análisis Internacional,
don Diego Gianelli Gómez;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesora de la Presidencia,
doña Natalia Gallardo Schnettler;
Periodista de la Gerencia de Comunicaciones,
don Jaime Troncoso Rojas; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 222, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de noviembre de 2015 se celebre el día jueves 12 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Jefe del Departamento Análisis Internacional señor Diego Gianelli para efectos de que presente el escenario internacional.

El señor Diego Gianelli 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 la actividad del primer trimestre del año fue menor que lo anticipado, registrando cifras que en el margen restan impulso al crecimiento global; y que las expectativas se muestran mixtas y sugieren un cierto rebalanceo entre sectores productivos —desde el manufacturero hacia el de servicios— y entre economías.

En segundo lugar, menciona que se ha incrementado la probabilidad de un desenlace negativo para la economía griega; no obstante, los mercados parecieran considerar que sus efectos globales serían relativamente acotados. Al respecto, informa que la atención estará puesta en la decisión que las autoridades griegas tomarán el día 15 de mayo con motivo del vencimiento del remanente de pago de un bono de gobierno, que alcanza a 1,4 billones de euros. En todo caso, advierte que ante vencimientos de este tipo, la decisión usual de Grecia es realizar *rollover* de la deuda.

En lo concerniente a política monetaria, se consolida la visión de que el inicio de la normalización de tasas en Estados Unidos de América no se produciría antes de septiembre, sino que a partir del mes de diciembre. Australia y China, en tanto, recortaron sus tasas de instancia durante el mes.

Agrega que en el plano financiero, las tasas largas subieron, probablemente por efecto de una descompresión de los premios por plazo; y que, en paralelo, se ha observado una menor percepción de premios por riesgo —básicamente por caídas en CDS— y apreciaciones de las monedas frente al dólar y otros precios de activos de riesgo, en particular ciertos aumentos en las bolsas de valores.

A título de última noticia destacada en el ámbito internacional, indica que los precios de *commodities* se han beneficiado de esta rotación de portafolios, especialmente los del cobre y petróleo, cuya dinámica en sus fundamentos valida una revalorización.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales indicadores del último mes. Consigna que en Estados Unidos de América, los datos de actividad siguieron sorprendiendo a la baja. En efecto, el dato efectivo de crecimiento del primer trimestre de 2015 no solo fue de 0,2%, muy inferior a lo estimado inicialmente para dicho período, sino que podría ser corregido a la baja, en parte por el dato muy negativo de comercio exterior, el menor desde el año 2010. Hace presente que este comportamiento se explica por efectos transitorios, como el crudo invierno que golpeó a dicha economía y los paros portuarios que se produjeron en la costa oeste, lo que hace suponer que este menor dinamismo estará acotado al primer trimestre del presente año.

Destaca que en la Zona Euro, la cifra global de crecimiento del PIB no ha sido motivo de sorpresa, no así el cambio en su composición. En efecto, la economía alemana registró un crecimiento bajo y menor que el esperado y el Reino Unido sorprendió negativamente, pero ello fue compensado por sorpresas positivas en Francia, Italia y España.

Por su parte, en China el registro efectivo fue acorde con lo proyectado y, hacia adelante, las proyecciones internas y las de mercado prevén una cifra algo menor que 7% para el año en su conjunto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que para España se proyecta una tasa de crecimiento en torno a 3% para el presente año y que esta se ha ido corrigiendo marginalmente al alza. Agrega que Bloomberg ha estimado una tasa de 2,4%, pero personeros del Banco Central de España y del Fondo Monetario Internacional creen que esta podría ser algo mayor.

El señor Gianelli continúa con su presentación señalando que otros indicadores de actividad disponibles para las demás zonas analizadas habitualmente sugieren un menor dinamismo en el margen. A título ejemplar, resalta que el indicador de ventas minoristas es negativo en dichas regiones, anticipando, de alguna manera, una demanda que podría ser algo más débil; que China exhibe cifras negativas en todos sus indicadores; y que en Japón, las cifras del mes de marzo dieron cuenta de algunas sorpresas positivas, como el dato de producción industrial.

Por su parte, los indicadores de expectativas muestran señales mixtas, ya que manufactura sorprende a la baja y servicios al alza. Hace notar que a pesar de que la economía norteamericana da sorpresas negativas en algunos casos, los ISM manufacturero y de servicios superan los 50 puntos y la confianza del consumidor, los 95. Los últimos datos de Brasil, en tanto, sigue sorprendiendo a la baja.

En materia de inflación, resalta que ha tendido a estabilizarse a nivel global, aunque se mantiene en niveles históricamente bajos, y que la caída de los precios en economías que aún muestran cifras negativas, especialmente de Asia emergente, han sido algo menores en el margen por el repunte de los precios de los combustibles.

A continuación, el señor Gianelli hace alusión al comportamiento del mercado laboral de Estados Unidos de América y destaca la recuperación importante del mercado laboral en lo más reciente, pese a la pérdida del ritmo de creación de empleo registrada en el primer trimestre del año. En efecto, la tasa de desempleo, de 5,4%, se aproxima a niveles considerados neutrales para dicha economía y se ubica en torno a lo exhibido entre los años 2007 y 2013; el crecimiento de los costos laborales unitarios alcanza a 2,5% y se sitúa en torno a los promedios registrados entre los años 2003 y 2006; y tratándose de la creación de empleo, las sorpresas negativas se han concentrado especialmente en bienes y manufactura, lo que podría respaldar la incidencia del tipo de cambio real en este contexto.

En relación con las economías emergentes, señala que los datos de China exhiben debilidades crecientes. Sobre el particular, precisa que el último registro efectivo de producción industrial alcanzó a 5,9% y si bien fue levemente superior al 5,6% de marzo, da cuenta de la tendencia a la baja observada desde el año 2012. Asimismo, las ventas minoristas crecieron en torno a 10%, el valor más bajo de las series históricas, y las importaciones cayeron 16%. El crédito, en cambio, muestra un repunte en el margen, lo que podría estar asociado a las medidas de estímulo que ha estado impulsando el Banco Popular de China.

Tratándose de las economías de América Latina, manifiesta que las expectativas se han deteriorado y que existiría poco espacio para estimular la demanda a partir de políticas contracíclicas.

Hace presente que las proyecciones de crecimiento para estas economías, en especial para Brasil y en menor grado para Colombia, México y Perú, se han corregido a la baja, recogiendo, en parte, el descenso que exhiben los indicadores mensuales de actividad desde el año 2014. En particular, menciona que en Brasil, el crecimiento promedio del indicador mensual de actividad ha estado en terreno negativo en lo más reciente; Colombia y Perú exhiben una desaceleración importante; y México muestra cierta estabilidad y un grado de crecimiento en el margen.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que en dichas economías, la política económica tiene un espacio acotado para enfrentar el panorama de bajo crecimiento, debido a que en todas ellas los desvíos de inflación respecto de sus respectivas metas se encuentran en terrenos positivos y, además, presentan importantes déficits de cuenta corriente y fiscal. A título ejemplar, comenta que el déficit fiscal brasileño es superior al 5% del PIB y el de Colombia, de 2,5%, lo que limita la capacidad para contrarrestar la caída de la demanda agregada en dichos países.

En lo concerniente a política monetaria, destaca los movimientos a la baja en China y Australia. En el caso de China, consigna que las recientes medidas adoptadas por sus autoridades para revertir la desaceleración de la economía y lograr el crecimiento de 7% esperado para 2015 contemplaron, por tercera vez, un recorte de 25 puntos base de su tasa de depósitos y de su tasa de créditos; un aumento del límite de desvío de la tasa de captación respecto de la tasa de referencia, con el fin que los bancos puedan operar con mayor discrecionalidad y, de esa manera, no se restrinjan las fuentes de financiamiento y se desincentiven los movimientos de portafolios desde los bancos hacia activos de riesgo, como las acciones; por segunda vez consecutiva, se redujeron los requerimientos de reserva para la banca en 100 puntos base, hasta 18,5%; y se transfirieron reservas a los bancos por un monto de US\$62 billones .

Por su parte, Brasil continúa endureciendo su política monetaria y el mercado proyecta alzas adicionales de su tasa rectora, a pesar del contexto de inminente recesión.

El Consejero Sebastián Claro solicita se precise si se cuenta con una serie que ilustre la evolución del tipo de cambio real en las economías latinoamericanas. Lo expresado, porque resulta notable que, a esta altura del año, el mercado no anticipe ajustes en la cuenta corriente de estos países, habida consideración del deterioro de sus perspectivas de crecimiento. Hace notar que Chile ha tenido un ajuste en cuenta corriente importante, situación que no solo no se ha materializado en Colombia y Perú, sino que las proyecciones de Consensus Forecast no anticipan una corrección en dichas economías. En su opinión, la información requerida contribuiría a entender cómo se producirá este ajuste.

El señor Diego Gianelli comenta que se han registrado movimientos nominales importantes en las monedas en el último tiempo, que podrían haber depreciado el tipo de cambio real en Colombia y en Brasil y haberlo apreciado en el último mes. En Perú, en cambio, podría haberse observado una apreciación en el margen por la caída de precios externos.

En materia de cuenta corriente, alude a un reciente informe del BBVA, que consigna un ajuste en Colombia hacia el año 2016; no obstante, en su opinión, los argumentos aludidos resultan discutibles porque carecen de solidez.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita el envío de información sobre la evolución del tipo de cambio real en las economías latinoamericanas en el curso de la presente jornada.

El señor Diego Gianelli retoma su exposición y hace referencia a la evolución de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América. Hace presente que el mercado consolida la visión de que la Reserva Federal retrasará su proceso de normalización de tasas y la concretará no antes del próximo mes de septiembre. De hecho, la proyección de tasas de los *Fed Funds* e información sobre percepción de mercado entregada por Morgan Stanley anticipan que la primera alza se materializaría no antes del mes de diciembre del presente año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con los mercados financieros, destaca el alza de las tasas largas en un conjunto amplio de economías, que se ha dado sin un correlato de alzas de las tasas cortas, lo que implica un empinamiento de la pendiente. Hace notar que este empinamiento ha sido especialmente significativo en la Zona Euro, el Reino Unido y también en Estados Unidos de América, donde se explica mayormente por la recuperación del premio por plazo del bono a 10 años y, en menor medida, por un aumento del *spread*, medido como la diferencia entre tasas neutrales a 10 y 2 años plazo.

Plantea que como consecuencia de los rebalanceos de portafolio, los premios por riesgo han disminuido, casi todas las monedas se han apreciado frente al dólar y los mercados bursátiles han presentado movimientos mixtos y principalmente al alza, salvo en Alemania y la Zona Euro, donde algunos precios de activos bursátiles se han devuelto por una sensación de sobrevaloración de los mismos.

Consistente con estos movimientos, resalta el aumento de los flujos privados hacia las economías emergentes. Precisa que en el caso de América Latina, estos flujos se han canalizado a través de movimientos hacia renta fija, mientras que en Asia emergente, hacia renta variable.

En materia de precios de *commodities*, destaca la recuperación impulsada por una combinación de factores fundamentales y movimientos de rebalanceo de portafolios. En particular, precisa que el hierro experimentó un alza de 24,6%, seguido por el gas natural, petróleo Brent, gasolina, petróleo WTI y cobre, que tuvo un incremento de 7,7% desde la Reunión anterior.

En el caso del precio del petróleo, informa que su alza obedece a un componente financiero, una menor producción y caídas netas en el tamaño de los inventarios en Estados Unidos de América. Con todo, indica que las proyecciones internas suponen cierta estabilidad en niveles algo superiores a los actuales, en línea con las expectativas del mercado.

Tratándose del precio del cobre, señala que el alza reciente habría acercado los precios a sus niveles de mediano plazo, los que se mantendrían sin mayor variación en los próximos meses. Por el lado de sus fundamentos, hace notar que las importaciones chinas de cobre no se han contraído mayormente, registrando un aumento de 5% en el último este mes y una caída de 4% en el año, cifra que se compara positivamente si se considera que las importaciones totales han registrado una caída que supera el 16%.

Al concluir su presentación, el señor Diego Gianelli menciona que en abril, el índice FAO alimentos registró una caída de 1,2% frente al cierre del mes anterior, que se explica principalmente por el levantamiento de las cuotas de producción de leche en Nueva Zelanda y el aumento de la producción de cereales en Asia y Estados Unidos de América. En contraposición, el precio de la carne se recuperó, impulsado, en parte, por una mayor demanda en Japón y Estados Unidos de América.

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

El Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que el análisis presentado es bastante claro y reafirma la visión de que en la Zona Euro se reestablece el equilibrio. En efecto, tanto las economías del centro como de su periferia crecen a tasas bastante similares, a excepción de Grecia, lo que configura un panorama de cierta tranquilidad.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de considerar la llegada del fenómeno de "El Niño" durante este año, que ya estaría teniendo algún grado de incidencia en los precios de alimentos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con los mercados financieros, destaca el alza de las tasas largas en un conjunto amplio de economías, que se ha dado sin un correlato de alzas de las tasas cortas, lo que implica un empinamiento de la pendiente. Hace notar que este empinamiento ha sido especialmente significativo en la Zona Euro, el Reino Unido y también en Estados Unidos de América, donde se explica mayormente por la recuperación del premio por plazo del bono a 10 años y, en menor medida, por un aumento del *spread*, medido como la diferencia entre tasas neutras a 10 y 2 años plazo.

Plantea que como consecuencia de los rebalances de portafolio, los premios por riesgo han disminuido, casi todas las monedas se han apreciado frente al dólar y los mercados bursátiles han presentado movimientos mixtos y principalmente al alza, salvo en Alemania y la Zona Euro, donde algunos precios de activos bursátiles se han devuelto por una sensación de sobrevaloración de los mismos.

Consistente con estos movimientos, resalta el aumento de los flujos privados hacia las economías emergentes. Precisa que en el caso de América Latina, estos flujos se han canalizado a través de movimientos hacia renta fija, mientras que en Asia emergente, hacia renta variable.

En materia de precios de *commodities*, destaca la recuperación impulsada por una combinación de factores fundamentales y movimientos de rebalanceo de portafolios. En particular, precisa que el hierro experimentó un alza de 24,6%, seguido por el gas natural, petróleo Brent, gasolina, petróleo WTI y cobre, que tuvo un incremento de 7,7% desde la Reunión anterior.

En el caso del precio del petróleo, informa que su alza obedece a un componente financiero, una menor producción y caídas netas en el tamaño de los inventarios en Estados Unidos de América. Con todo, indica que las proyecciones internas suponen cierta estabilidad en niveles algo superiores a los actuales, en línea con las expectativas del mercado.

Tratándose del precio del cobre, señala que el alza reciente habría acercado los precios a sus niveles de mediano plazo, los que se mantendrían sin mayor variación en los próximos meses. Por el lado de sus fundamentos, hace notar que las importaciones chinas de cobre no se han contraído mayormente, registrando un aumento de 5% en el último este mes y una caída de 4% en el año, cifra que se compara positivamente si se considera que las importaciones totales han registrado una caída que supera el 16%.

Al concluir su presentación, el señor Diego Gianelli menciona que en abril, el índice FAO alimentos registró una caída de 1,2% frente al cierre del mes anterior, que se explica principalmente por el levantamiento de las cuotas de producción de leche en Nueva Zelanda y el aumento de la producción de cereales en Asia y Estados Unidos de América. En contraposición, el precio de la carne se recuperó, impulsado, en parte, por una mayor demanda en Japón y Estados Unidos de América.

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

El Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que el análisis presentado es bastante claro y reafirma la visión de que en la Zona Euro se reestablece el equilibrio. En efecto, tanto las economías del centro como de su periferia crecen a tasas bastante similares, a excepción de Grecia, lo que configura un panorama de cierta tranquilidad.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de considerar la llegada del fenómeno de "El Niño" durante este año, que ya estaría teniendo algún grado de incidencia en los precios de alimentos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Alberto Naudon se refiere al comportamiento del tipo de cambio real en algunas economías latinoamericanas, precisando que Colombia exhibe una depreciación real cercana a 18% desde el mes de marzo del año 2013 y que Brasil ha experimentado una depreciación en torno a 14% en lo que va corrido del año. En Perú, en cambio, no se ha observado mayor variación, porque el Banco Central de Reserva de ese país interviene el tipo de cambio nominal.

Agrega que en Colombia, parte importante del déficit de cuenta corriente se relaciona con inversiones en grandes proyectos vinculados al petróleo, que llevan a un ajuste más tardío, porque ese nivel de inversión es menos sensible al comportamiento del tipo de cambio real.

En todo caso, reconoce que en materia de comportamiento de cuenta corriente y tipos de cambio, se ha observado una divergencia entre lo ocurrido en las economías mencionadas y la nuestra, ya que en Chile ambos ajustes se registraron más o menos en paralelo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los antecedentes proporcionados por el señor Alberto Naudon, sin perjuicio de lo cual reitera su solicitud en orden a que envíe la información sobre el comportamiento de tipo de cambio real en dichas economías, tomando eventualmente como base el mes de abril de 2013.

Asimismo, comenta que Australia ha exhibido una depreciación real en torno a 20% desde el mes de marzo de 2013, con efectos acotados sobre la inflación, llevando a su Banco de la Reserva a recortar de la tasa rectora. Aún más, personeros de dicho organismo estiman que habría espacio para una depreciación adicional de al menos 10%.

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.

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

En primer término, deja constancia que el próximo lunes 18 de mayo se publicarán los datos efectivos de cuentas nacionales correspondientes al primer trimestre del año 2015, que dan cuenta de que la actividad y la demanda exhibieron un desempeño mayor que lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, y que en el caso de la actividad se observó una recomposición entre los sectores resto y recursos naturales, con una sorpresa concentrada en el primero.

Asimismo, señala que la evolución de los indicadores coyunturales disponibles hasta abril sugieren que en lo que resta del año el dinamismo será marginalmente menor que el consignado en el Informe de marzo.

En tercer término, indica que el panorama antedicho se ha dado en un contexto donde la tasa de desempleo se ha mantenido baja respecto de sus promedios históricos. En todo caso, advierte que el empleo asalariado se mantiene débil, en especial el privado.

Agrega que el crecimiento anual de los salarios continúa en niveles altos respecto de su promedio histórico —en torno a 7%—, y que gran parte de dicha aceleración obedecería a la respuesta indexatoria usual que muestra esta variable en la economía chilena.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Resalta que desde las últimas Reuniones, la depreciación global del dólar ha impactado en forma notoria a los tipos de cambio de todas las economías, y que en Chile se ha apreciado aún más debido a la mayor cotización del precio del cobre.

Por otra parte, hace notar que el registro de inflación SAE del mes de abril estuvo en línea con la proyección interna. Agrega que el menor tipo de cambio respecto del IPoM pasado lleva a corregir a la baja su estimación de corto plazo; no obstante, el mayor precio internacional de los combustibles más que compensa dicha baja, resultando, en el neto, una revisión al alza de 0,2 décimas de aquí al mes de septiembre frente a lo proyectado un mes atrás. La trayectoria de más largo plazo, en tanto, mantendría un ritmo de desaceleración gradual, similar al contemplado en el último Informe.

A título de último hecho destacado del período en el ámbito interno, informa que las expectativas de mercado anticipan una mantención de la tasa de política monetaria, TPM, en la presente Reunión; que los precios de los activos financieros tienden a ubicar la primera alza en el último trimestre de 2015; y que la Encuesta a Operadores Financieros, EOF, y la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, la sitúan a comienzos del segundo trimestre del próximo año.

A continuación, el señor Miguel Fuentes se refiere a la evolución de los indicadores de actividad y demanda en el primer trimestre del año. Sobre el particular, expresa que el crecimiento de la demanda sorprendió al alza por un mayor consumo. En efecto, el consumo privado creció 1,6% en doce meses, cifra superior al 1,1% esperado, y el consumo del gobierno sorprendió con 1,5 puntos porcentuales por sobre lo proyectado en dicho Informe. Hacia adelante, en tanto, el consumo privado se corrige al alza, pero en una magnitud menor, en línea con los antecedentes coyunturales que se expondrán más adelante.

Agrega que la formación bruta de capital fijo sorprendió a la baja en el primer trimestre, ya que su caída fue de 1,7%, mayor que el -1,2% proyectado en el último IPoM. Comenta que detrás de este comportamiento habría un efecto composición importante a considerar, por cuanto maquinarias y equipos mostró una caída mayor, que más que compensó el mayor dinamismo en construcción y obras.

Con todo, concluye que la demanda final sorprendió al alza gracias a un aumento del consumo en el primer trimestre, cuya incidencia fue mayor que la sorpresa negativa por el lado de la formación bruta de capital. Añade que la menor velocidad de crecimiento del consumo en el segundo trimestre del año y la mantención de la formación bruta de capital en niveles algo menores que lo anticipado en el mes de marzo llevan a que este efecto tienda a disiparse y que la proyección de crecimiento de la demanda final esté en línea con lo consignado en el último Informe.

El señor Miguel Fuentes reitera que los datos coyunturales sugieren menor velocidad en el consumo. En este sentido, informa que desde el último IPoM se ha observado una intensificación generalizada de las percepciones más negativas de los consumidores, como lo reflejan el índice IPEC, que muestra un descenso en torno a 6 puntos en su última medición; la encuesta de expectativas de la Universidad de Chile, que coincide con dicha trayectoria y al mes de marzo da cuenta de caídas en el margen y de su mantención en niveles bastante deprimidos; y la reciente encuesta del Centro de Estudios Públicos, CEP, que refleja que frente a la pregunta sobre la situación económica actual del país, las respuestas "mala y muy mala" presentaron un alza importante, superando incluso los registros obtenidos en el año 2009.

Hace presente que a lo anterior se suman los últimos datos de comercio exterior, que muestran importaciones de bienes de consumo no durables con una tendencia a la baja e importaciones de bienes de consumo durables bastante exiguas, similares a las registradas en el año 2011 y que se asocian fundamentalmente a una menor demanda de



BANCO CENTRAL DE CHILE

automóviles. Hace notar que dichos indicadores respaldarían la visión de menor velocidad del consumo privado para el segundo y tercer trimestre de este año, como también las colocaciones de consumo, que exhiben una desaceleración en términos de *stock* a doce meses y velocidad de crecimiento y se mantienen bajas respecto de su promedio histórico.

Con todo, anticipa que el crecimiento del consumo en doce meses para el segundo trimestre será algo mayor que el 1,6% registrado en el primer cuarto del año, sustentado en parte por la evolución de la masa salarial que seguiría creciendo durante el resto del año pero a tasas más moderadas debido al menor dinamismo del empleo.

En relación con las expectativas empresariales, el Indicador Mensual de Confianza Empresarial, IMCE, da cuenta de un retroceso leve en industria y uno mayor en comercio, así como una persistencia de los niveles de confianza de todos los sectores en terreno pesimista y bajo sus promedios históricos. Por su parte, el IMCE, que recoge la percepción de las empresas sobre el nivel de inversiones en los próximos tres meses, exhibe niveles bastante bajos y una recuperación en el margen en su última medición, lo que lleva a suponer que las tasas de crecimiento del PIB Resto superarán difícilmente el 3% en los próximos meses.

Adicionalmente, hace referencia al Informe de Percepciones de Negocios, IPN, publicado por el Banco Central a comienzos del mes de mayo, que confirma expectativas acotadas respecto del desempeño de los negocios y de la inversión. En particular, consigna que gran parte de las empresas estima que el desempeño del negocio será similar al del año pasado, pese a reportar resultados en el primer trimestre algo mejores que lo esperado, y que la gran mayoría de los entrevistados señalaron no tener planes de inversiones significativos para este año y se limitarán únicamente a reponer *stock* de capital o a realizar las mantenciones habituales. Hace notar que ello coincide con el Catastro de Inversión, que no da cuenta de incrementos en los montos, sino que de una caída en construcción y obras.

Agrega que los datos de importaciones de bienes de capital del mes de abril muestran niveles estables, aunque algo menores que los observados en los primeros meses del año. A este respecto, precisa que en febrero se observó algún grado de recuperación, que ha tendido a desaparecer en los meses siguientes; y que los niveles de importaciones siguen siendo del orden de los US\$900 millones, similares a los registrados en el año 2010.

El señor Miguel Fuentes destaca que los componentes del indicador sintético de edificación, IS, han exhibido un comportamiento mixto en lo reciente. En efecto, la producción de cemento se ha recuperado, pero el hormigón y el empleo siguen decayendo en el margen. Menciona que a partir del último trimestre del año pasado, la acumulación de los permisos valorados explican el dinamismo del sector; sin embargo, esta ha comenzado a revertirse y comenzará a restar fuerza a la inversión en dicho sector, a lo que se agrega una percepción negativa del mercado que apoya la visión de bajo crecimiento esperado para el resto del año.

El Consejero señor Joaquín Vial observa que el gráfico que se contiene al lado derecho de la lámina N° 32 de la presentación da cuenta de un panorama más negativo. No obstante, a partir del año 2014 es más positivo si se excluyen los datos de producción de cemento. Asimismo, llama la atención sobre el alza importante que exhiben las ventas de proveedores y también sobre el empleo en el sector, que si bien no aumenta, está relativamente estable a pesar de la caída general que registra en infraestructura.

Sobre el particular, el señor Alberto Naudon informa que la proyección para el sector construcción se estaría corrigiendo al alza, debido a que el crecimiento observado es genuino y no de carácter contable.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y se refiere a la evolución reciente y a las proyecciones para el PIB. Precisa que el dato del primer trimestre sorprendió al alza respecto de lo proyectado en el último IPoM al registrar una variación de 2,4% en doce meses, una décima mayor que lo anticipado. Lo expresado, por una sorpresa positiva en términos del PIB Resto, que creció 5 décimas más que lo previsto. Añade que la proyección de crecimiento del PIB Resto para el segundo trimestre se ha corregido de 2,3 a 2,6%, en línea con una velocidad de crecimiento trimestre/trimestre de 0,6%.

Asimismo, destaca que el sector comercio mostró un crecimiento 0,8 puntos porcentuales mayor que lo estimado para el primer trimestre, y que este dinamismo se mantendría en el segundo cuarto del año, cuando anotaría una variación de 1,5% en doce meses, superior al 0,9% consignado en el último IPoM, por un mayor consumo y una recuperación de las ventas mayoristas ligadas a la inversión en construcción.

El señor Miguel Fuentes resalta que el próximo lunes 18 de mayo se publicará, por primera vez, el Imacec desagregado.

La Gerente de División Estadísticas Subrogante señora Gloria Peña precisa que ese día se pondrán a disposición del público las series de actividad económica mensual desagregadas a nivel de veinticuatro sectores para el período enero 2008-marzo 2015, las que son consistentes con los resultados del PIB al primer trimestre del presente año.

El Presidente señor Rodrigo Vergara pregunta si alguna de estas cifras sorprenderá al mercado.

La señora Gloria Peña señala que no hay cambios significativos en las cifras que pudieran resultar llamativos para el mercado, excepto la tasa de crecimiento del PIB en doce meses, que alcanzó a 2,4%, mayor que el 2,2% publicado previamente. En su opinión, la publicación de cifras recientes desagregadas por sectores será en sí una sorpresa.

El señor Alberto Naudon acota que el sector minería podría constituir una sorpresa, porque el dato de cuentas nacionales es más positivo que el publicado por el INE.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación destacando que los servicios empresariales aumentarían su tasa de variación anual en el segundo trimestre, impulsados por el dinamismo de las actividades jurídicas y contables, y por la recuperación de las actividades inmobiliarias, que se estarían anticipando a los cambios asociados a la reforma tributaria. Por su parte, las líneas ligadas al arriendo de maquinarias y a servicios de consultoría e ingeniería muestran un bajo dinamismo y seguirían cayendo en términos desestacionalizados.

En cuanto a la evolución del PIB de recursos naturales en el primer trimestre, informa de un registro menos dinámico que el anticipado en el sector minería, que se traspasaría al segundo trimestre del año debido a que los efectos de los temporales del mes de marzo pasado se extendieron hasta abril. En particular, se esperaba que la producción de cobre fuera cercana a 1,5 millones de toneladas en el trimestre, pero solo alcanzó a 1,4 millones de toneladas debido a los efectos del temporal, que significaron la paralización de varias faenas, y mantenciones no programadas en yacimientos importantes. Hace presente que los menores niveles de producción no se recuperarían en lo que resta del año y se traducirían en menores envíos en los meses de abril y mayo.

A continuación, anticipa que el IMACEC crecería en torno a 2,2% anual en los meses de abril y mayo, mientras que en junio sería más cercano a 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Alberto Naudon precisa que el dato de producción minera que se publicará próximamente considera el efecto de los temporales y las paralizaciones en faenas, y que su incidencia total sobre el IMACEC de marzo, incluyendo las mermas ocasionadas en minería, comercio y otros sectores, fue de entre 0,4 y 0,5 puntos porcentuales en el PIB de dicho mes.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación haciendo referencia al mercado laboral. Consigna que la tasa de desempleo se mantiene en 6,1%, en un contexto de baja creación de empleo y de la fuerza de trabajo. Agrega que en términos sectoriales, se observa alguna recuperación del empleo asalariado, gracias a la contribución del empleo público y del sector agro.

El Consejero señor Joaquín Vial destaca dicha recuperación, ya que en algún momento se registró una pérdida en torno a los 50.000 o más puestos de trabajo.

El señor Miguel Fuentes plantea que esta pérdida coincidió con el período de desaceleración de la economía. Acota que el crecimiento del empleo asalariado está dentro de lo esperado y que aumenta a una tasa muy modesta.

El señor Alberto Naudon acota que los empleos que se perdieron no se han recuperado, a pesar del mayor crecimiento que exhibe la economía.

El señor Miguel Fuentes señala que al descomponer los datos autorreportados de creación de empleo en el sector público, el grueso corresponde a administración pública y sectores de enseñanza y salud. Asimismo, que al analizar fuentes alternativas, como la Asociación Chilena de Seguridad y la Universidad de Chile, ambas dan cuenta de una aceleración de la tasa de crecimiento del empleo público. Por su parte, los datos de la encuesta CASEN del año 2013 dan cuenta de un *stock* de empleados públicos prácticamente idéntico al reportado por el INE para el bienio 2013 – 2014. Hace el alcance que esa cifra es mayor que las contrataciones del gobierno central, razón por la que podría estar incorporando las contrataciones a nivel municipal.

En materia de salarios, precisa que los salarios nominales registraron una expansión mensual de 0,8% en marzo y mantuvieron el ritmo de crecimiento anual de meses previos.

Hace presente que al ajustar el crecimiento de los salarios nominales por las cláusulas usuales de indexación, se observa que los salarios reales se han desacelerado y que con ello, ha disminuido el poder adquisitivo de las personas.

Asimismo, indica que la curva de Phillips para salarios nominales no detecta desequilibrios en el margen; y que la mayor inflación, que pasó de un 1,8% en 2013 a 4,4% en el año 2014, explicaría el grueso de la aceleración salarial. En consecuencia, dada la inercia de la caída de la inflación, se espera que a medida que vaya disminuyendo, se produzca una convergencia lenta del crecimiento de los salarios nominales a valores en torno a 6,5% hacia fines de año.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consigna que en las últimas Reuniones se han expuesto diversos análisis sobre la incidencia de la indexación en el crecimiento de los salarios nominales. Por otra parte, que la brecha en el desempleo, aunque es baja, sigue aportando al crecimiento de los salarios.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes precisa que el coeficiente de indexación en la ecuación de salarios —recuadro del IPoM de junio de 2014— es de 0,35, muy inferior al 1 de principios del año 2000, y que en ese sentido no hay un cambio de escenario con un efecto indexatorio mayor, sino que se excluyeron los sectores que tiene una influencia no cíclica y que afectan la tasa de crecimiento de los salarios, tales como minería, agro y administración pública.

El Consejero Sebastián Claro enfatiza sobre la relevancia de comprender las causas de la evolución reciente de los salarios, razón por la que plantea la conveniencia de seguir profundizando en la discusión. Agrega que del análisis presentado se desprende que en el último año y medio ha habido más bien un fortalecimiento del mercado laboral y que el aumento de la tasa de crecimiento de los salarios de 6,5 a 7,5% se explica principalmente por la indexación.

Por último, considera relevante identificar el *benchmark* sobre el cual se debiera comparar la tasa de crecimiento antedicha.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace presente que el ejercicio presentado es útil y da una buena explicación de la trayectoria de los salarios nominales, pero no necesariamente deja tranquilo al Consejo.

El señor Miguel Fuentes retoma su exposición e informa que entre la última Reunión y el día de ayer, el tipo de cambio se apreció \$16, en línea con lo que sugieren sus fundamentos. Añade que el modelo logra explicar con bastante cercanía su evolución, asignándole un rol preponderante a la depreciación multilateral del dólar y, en lo reciente, al mayor precio del cobre.

Asimismo, precisa que el tipo de cambio real se ubica en 92,3 y exhibe una apreciación respecto de las economías latinoamericanas y exportadoras. En efecto, al comparar la apreciación registrada por el peso chileno y las monedas latinoamericanas desde mediados del año pasado, se observan depreciaciones nominales muy superiores en Brasil, Colombia, México y Perú.

En materia de inflación, señala que el registro del mes de abril sorprendió al alza en 0,13 puntos porcentuales y se explica principalmente por el aumento de los precios de alimentos resto —pan, leche y queso—, que habían sorprendido negativamente el mes pasado. Comenta que el INE ha informado que la caída del precio del pan en el mes de marzo respondió a la baja del precio del trigo, en tanto que en el reporte de abril justifica su alza por el término de las ofertas en supermercados.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si algún precio o grupo de productos tuvo algún comportamiento inusual en el mes, como podría ser el caso de los arriendos.

El señor Miguel Fuentes manifiesta que los reportes de analistas han sido bastante coincidentes en señalar que la sorpresa se dio en el ítem alimentos y que los arriendos no registraron un comportamiento inusual. Agrega que servicios también sorprendió, debido a una caída de los pasajes de transporte aéreo del orden de 20%, que el INE atribuyó a un incremento de la competencia durante el mes de abril.

Por otra parte, menciona que en términos de la proyección de corto plazo, esto es, al mes de septiembre, el componente servicios de la inflación SAE se ha ajustado a la baja en 4 centésimas debido a la apreciación cambiaria. Añade que el resto del ajuste a la baja se concentra en el último trimestre del año y que con ello, el registro esperado para fin de año se reduce de 3,4 a 3,2%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Reitera que la sorpresa negativa en servicios se dio en transporte aéreo y que hacia septiembre se espera una caída de las tarifas del Transantiago asociada a la evolución del tipo de cambio. En todo caso, si el precio de los combustibles se revierte, dicho efecto desaparecerá.

En términos de variaciones mensuales y anuales, anticipa un registro de inflación de 0,3% para el mes de mayo, que está en la cota superior de las estimaciones de mercado. El IPCSAE, en tanto, se ha ajustado levemente al alza, desde 0,1 a 0,2%, debido al aumento que volvieron a registrar los precios de los automóviles.

El señor Alberto Naudon hace notar que las proyecciones para la inflación SAE para los meses de marzo, abril y mayo son similares, y que las sorpresas han estado presentes en los componentes más volátiles, como los alimentos y combustibles.

El Consejero señor Pablo García expresa que los precios de los alimentos no perecibles son bastante persistentes, razón por la que le sorprende que la caída del precio del pan se haya revertido tan rápidamente. En su opinión, ello demuestra un grado de volatilidad inusual para este tipo de precios, ya que ello es esperable tratándose de los alimentos perecibles.

Agrega que el registro de IPC de 2,9% que se espera para octubre, menor al 3,7% proyectado para septiembre, sugeriría la desaparición del efecto de la reforma tributaria sobre algunos precios, en particular el alza en torno a 0,6 décimas del precio de las bebidas y cigarrillos. A su juicio, de ser ello efectivo o en caso de explicar parte importante de lo que ocurra en materia inflacionaria en el cuarto trimestre del año, debiese incorporarse en el análisis del IPoM.

El señor Miguel Fuentes expresa que hubo sorpresas en muchos bienes por efecto de la reforma tributaria, pero que la incidencia en precios fue menor, del orden de 0,2 o 0,3%. Asimismo, recuerda que en el mes de octubre del año pasado el IPC registró un fuerte incremento, de 1% mensual, que se explicó en parte importante por el alza de precios de frutas y verduras. Por último, aclara que los efectos de la reforma tributaria están incorporados en la proyección y explican parte del efecto base, pero que el grueso del efecto responde a la volatilidad de los precios de frutas y verduras.

El Presidente señor Rodrigo Vergara recuerda que en diciembre hay un efecto base opuesto por el precio del petróleo, del orden de -0,4% o -0,5 puntos porcentuales. El señor Alberto Naudon informa que la proyección a fin de año considera un retorno de la inflación a 3,4%, que se explica fundamentalmente por el efecto del precio del crudo.

El señor Miguel Fuentes menciona que las proyecciones internas de inflación han sido mayores que las del mercado; que las expectativas de mercado para la inflación de corto plazo se han ajustado al alza, aproximándose a la estimación interna; y que los seguros de inflación muestran una convergencia hacia el rango meta.

Al concluir su presentación, señala que las tasas *benchmark* se mantienen en niveles bajos, ubicándose en algunos casos en mínimos históricos; y que los precios de los activos han incorporado expectativas de alzas de la TPM para fines del presente año, mientras que las encuestas sitúan el primer aumento a comienzos de 2016.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor Enrique Marshall sugiere mirar la inflación y su efecto sobre los salarios con un enfoque más realista. Recuerda que durante los años 2000 hubo episodios que hicieron pensar que el efecto indexación había desaparecido. No obstante, sigue existiendo. De hecho, señala que después de 15 años de aplicación de un régimen de meta de inflación, no tiene conocimiento de contratos laborales cuya reajustabilidad esté basada en la inflación esperada, ni siquiera en el propio Banco Central. En su opinión, en la actual coyuntura, los coeficientes de traspaso son mayores, a lo que se suma la escasez de mano de obra en numerosos segmentos ocupacionales, generando un grado de presión.

En opinión del Consejero señor Joaquín Vial, el tipo de cambio real se encuentra algo apreciado respecto de su nivel de equilibrio, razón por la que es esperable un ajuste, con los consiguientes efectos sobre la inflación y el desempleo.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a la indexación de los salarios y manifiesta un grado de escepticismo en cuanto al análisis presentado. En su opinión, el coeficiente de indexación implícito es bastante mayor que el 0,3 que se ha señalado, aunque reconoce que con una alta indexación y salarios reales elevados, el impacto sobre el empleo hubiese sido mayor que el observado. Manifiesta su preocupación por que los salarios reales crezcan por efecto de la indexación, ya que ello sugiere una convergencia más lenta de la inflación hacia el rango meta. Reitera la relevancia de profundizar en este análisis.

En segundo lugar, destaca la conveniencia de profundizar en la discusión sobre los factores que estarían explicando la reciente apreciación del tipo de cambio real. Lo expresado, en atención a que el aumento de la inflación fue atribuida a dicha variable; luego, de acuerdo con ello, la fuerte caída en el tipo de cambio real debería traducirse en revisiones de las proyecciones de inflación a la baja, lo que no ha sido el caso. Plantea que lo antedicho puede obedecer a dos razones. La primera, que en la proyección de inflación no se incluyó la depreciación del tipo de cambio real en su totalidad y, por lo tanto, la reciente apreciación neutraliza lo incorporado. La segunda, que la reciente apreciación del tipo de cambio real se consideraría de carácter transitorio. Reitera su intranquilidad al respecto y su interés en que se determinen de mejor manera los elementos que estarían detrás de este comportamiento.

El señor Alberto Naudon destaca tres aspectos sobre los cuales se está trabajando y cuyos resultados serán presentados al Consejo en cuanto se disponga de información más acabada.

En primer lugar, señala que las proyecciones del próximo IPoM consideran una lenta convergencia de los salarios nominales hacia fines de año y dan cuenta de que esta variable no incide en las revisiones a la baja de la inflación. Al respecto, precisa que el crecimiento de los salarios nominales se corrige de 7,1 a 6,5% para fines de 2015, por encima sobre su promedio histórico.

Con relación al tipo de cambio real, reconoce la dificultad de explicar su rápida apreciación reciente —del orden de 4% real—, en especial en un contexto donde los términos de intercambio se han deteriorado y las condiciones financieras externas, en términos de tasas, son algo más estrictas. Hace presente que en razón de ello, se espera una depreciación real a mediano plazo, confirmando que la proyección de inflación no se basa en una apreciación real hacia adelante.

En materia de brechas, manifiesta que la proyección no se basa en brechas extremadamente amplias que pudieran presionar la inflación a la baja. En este sentido, indica que el *driver* principal en este ciclo y en las proyecciones es la evolución cambiaria. De hecho, plantea que en el modelo MEP, donde las brechas aparecen más estancadas, estas llegan a 2,3% y comienzan a cerrarse a finales de año. En el modelo MAS, en tanto, hay un *shock* de oferta negativo de importancia, que sería equivalente a tener un PIB potencial menor, razón por la que tampoco da cuenta de una brecha tan grande y que se amplía.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, expresa que las proyecciones internas de inflación no descansan en una caída de los salarios nominales, en que las brechas se van a ampliar o que son extremadamente grandes, como tampoco en una apreciación real del tipo de cambio. Luego, si bien se reconocen estos riesgos y, por tanto, se trabaja en mitigarlos, no constituyen los principales *drivers* en dichas proyecciones.

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° 222, incorporándose a la Sesión el Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da la bienvenida al Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés, expresándole que para el Consejo y el *staff* es muy grato recibirlo en el Banco, donde ejerció altos cargos en el pasado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de noviembre de 2015 se efectuará el día jueves 12 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 señala que los datos conocidos desde la RPM del mes de abril y el análisis realizado con ocasión de la preparación del IPoM de junio dan cuenta de un escenario macroeconómico interno y externo que, en líneas generales, es muy similar al previsto en el Informe del mes de marzo.

En lo referente al escenario local, resalta los siguientes aspectos. En primer término, que la inflación fluctuará en torno a 4% hasta el tercer trimestre del 2015; que su aumento en el último año y medio está, en lo principal, asociado a la depreciación del peso; y que la alta persistencia que ha tenido esta variable se debe tanto a la indexación usual de la economía como a la mayor persistencia del *shock* cambiario.

En segundo lugar, indica que el tipo de cambio real, con vaivenes, ha realizado la mayor parte del ajuste y, por lo tanto, de darse el escenario base, no debería ser una fuente de inflación relevante en lo que sigue.

Agrega que la actividad se recupera gradualmente durante la segunda parte del año, porque el ajuste realizado por la economía es el adecuado, el escenario externo sigue entregando un impulso gradualmente creciente, y porque se asume que los niveles de confianza de los agentes mejorarán.

Por último, se asume que el mercado del trabajo no representa en sí mismo una fuente adicional de inflación y que la evolución de los salarios nominales es principalmente explicada por los niveles usuales de indexación.

En este contexto, manifiesta que es natural que la opción de política monetaria preferida por el *staff* sea también coherente con lo consignado en dicho IPoM. Recuerda que en esa ocasión, se estimó que, atendidas las condiciones cíclicas de la economía, para asegurar la convergencia de la inflación en el horizonte usual era necesario mantener el actual nivel de expansividad de la política monetaria hasta al menos el tercer trimestre de este año inclusive, y luego discutir la normalización del impulso monetario.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a las opciones alternativas para la política monetaria, hace presente que, al igual que lo expresado en ocasiones anteriores, la opinión de la Gerencia de División Estudios es que en un contexto donde la inflación ha estado por sobre el rango de tolerancia por cerca de un año y se proyecta que siga en torno a ese valor por algunos meses más, la opción de expandir el impulso no es relevante. Plantea que ello es especialmente cierto si se considera que el actual nivel de expansividad de la política monetaria es alto y que las condiciones para que la economía comience a crecer con mayor intensidad hacia fines de año están plenamente vigentes.

Respecto de un aumento de la TPM, señala que se puede argumentar a favor de su relevancia como opción de política que una inflación alta por varios meses representa siempre un riesgo para el anclaje de expectativas. Ello, en un contexto donde la inflación mensual ha sorprendido al mercado al alza en tres de los últimos cuatro meses, existen legítimas dudas respecto del verdadero valor de la brecha de actividad, y los salarios nominales continúan creciendo a tasas altas.

No obstante estos argumentos, manifiesta que a juicio de la Gerencia de División Estudios, en esta oportunidad hay cuatro razones para no considerar esta opción como relevante.

En primer lugar, si bien desde el punto de vista del mercado las inflaciones han sido mayores que las esperadas, la dinámica de la inflación ha sido coherente con lo estimado internamente, especialmente en lo que se refiere a la inflación subyacente.

En segundo término, si bien el escenario base para esta Reunión es muy similar al del IPoM del mes de marzo, las noticias en el margen dan cuenta de presiones inflacionarias algo menores. En efecto, por una parte, los datos de actividad sugieren una recuperación más lenta del dinamismo durante lo que resta del año; por otra, que la apreciación reciente del tipo de cambio ayudará a un proceso de convergencia algo más rápido que el estimado previamente.

En tercer lugar, menciona que en las condiciones actuales, el riesgo de un desanclaje de expectativas parece muy bajo. A este respecto, señala que, por una parte, a pesar de que la inflación efectiva y esperada por el mercado en torno a un año plazo es alta, las expectativas de mediano plazo han permanecido estables. Por otra parte, la trayectoria de TPM esperada por el mercado es, en lo esencial, igual a la que se considera como más probable en el escenario base. Lo expresado, en un contexto donde las expectativas de inflación y de actividad del mercado son también similares a las nuestras.

Por último, plantea que no es descartable que el reciente aumento de tasas largas observado en muchas economías, que pareciera estar relacionado con una descompresión de premios por plazo, genere presiones alcistas en las tasas largas locales más allá de lo presupuestado en nuestras estimaciones.

En razón de los fundamentos expuestos, el Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon propone como única opción relevante mantener la TPM en 3% y el sesgo neutral.

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

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés da inicio a su intervención expresando su agradecimiento por el recibimiento que le han brindado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala que el Banco, y la RPM en particular, reviste gran significancia para él, ya que en el período post crisis asiática le correspondió participar en su instauración. En efecto, entonces hubo que cambiar el marco de política del Banco y uno de sus principales elementos fue el establecimiento de un evento regular, con reglas muy claras, calendarizado, y cuyas fechas de realización fueran difundidas al público con anticipación. Estas Reuniones se mantienen, se han perfeccionado y, reitera, constituyen un hito institucional motivo de gran satisfacción para él por haber formado parte de su creación.

Desde el punto de vista macro, manifiesta compartir plenamente el juicio que la economía ha tenido un ajuste bastante sano y que se requiere un cambio en los niveles de confianza para reactivarla. En su opinión, este proceso será muy lento, porque si bien los *issues* externos son positivos, aún resta por internalizar el fin del ciclo del cobre. A este respecto, hace presente que si bien el precio del cobre comenzó a caer hace varios años, su precio de referencia aún no ha tenido un ajuste real por los costos asociados a la minería, que subieron sostenidamente, se mantuvieron en niveles altos y recién comienzan a revertirse. Luego, el ingreso percibido y desembolsable por el Fisco, así como el ingreso percibido por las familias y las industrias asociadas al cobre, sigue siendo muy alto y, por lo tanto, esperaría que este ciclo no sea tan corto, en el sentido que el ajuste haya terminado por el lado de la actividad.

En segundo término, resalta la importancia de tener funciones de reacción para los distintos acontecimientos económicos y no centrarse mayormente en el escenario base. En este sentido, plantea la necesidad de contar con planes conversados, calculados, al menos reflexionados, respecto de escenarios alternativos, porque el mercado se centra fuertemente en la función de reacción. A su juicio, la función de reacción que ha ido generando el Banco Central con su andar, con su comunicación y, sobre todo, con su acción, es muy importante de respetar.

A título de último punto relacionado con el cuadro macro, manifiesta su preocupación por el riesgo de tener un grado de coordinación macro menor que el que se logró construir y mantener durante mucho tiempo. En este sentido, señala que su marco de política macro básico es aquel en que la política fiscal sigue una regla pasiva respecto del ciclo, casi acíclica, a veces algo procíclica, y la política monetaria constituye la línea de defensa del ciclo económico. No obstante, en el último año se ha hecho una política fiscal más bien expansiva y, por lo tanto, contracíclica, que por el lado del gasto es muy clara, no así por el lado de la recaudación. En su opinión, se advierte un grado de desorden en lo que respecta a la forma como se están combinando ambas políticas.

Atendido lo expresado, si bien estima que la coordinación entre dichas políticas es adecuada, advierte riesgos en la medida que se tienda a un grado de mayor descoordinación que de coordinación, razón por la que llama a hacer los esfuerzos necesarios para que dichos riesgos no se materialicen.

Al concluir su intervención, reitera su agradecimiento por el recibimiento que le han brindado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro señor Rodrigo Valdés y, a continuación, da paso al proceso de votación de la opción planteada por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo la palabra al Consejero señor Pablo García.

El Consejero señor Pablo García da nuevamente la bienvenida al señor Ministro de Hacienda a nombre propio, y agradece a los personeros de la Gerencia de División Estudios y al resto del *staff* por los antecedentes y opiniones que han expresado en la presente Reunión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con respecto al escenario doméstico, menciona que la economía continúa en una senda de expansión moderada y que la inflación sigue encaminada, en lo grueso, en un escenario similar al considerado en el IPoM del mes de marzo, donde se ubicaría en torno a 4% por varios meses y converge a 3% a partir de fines de presente año. En su opinión, ello permite mantener el diagnóstico de política monetaria consignado en dicho Informe, razón por la que concuerda con la Minuta de Opciones en cuanto a que la única opción relevante en esta ocasión es mantener la TPM en 3%.

Hace presente que en nuestro esquema de política monetaria no solo es de primer orden la decisión coyuntural que se adopte en esta oportunidad, sino que la evaluación que se haga de la trayectoria futura, tanto en el escenario base como en los escenarios de riesgo, y cómo ello se transmite en el Comunicado de política monetaria, en la Minuta de esta Reunión y, finalmente, en el próximo IPoM. Señala que ello dice relación fundamentalmente con la evolución de la actividad hacia el mediano plazo y también con los otros determinantes de las presiones inflacionarias. En este sentido, cree que hay varios elementos que deben ser tomados en consideración justamente ahora que estamos construyendo las proyecciones del Informe; y, en particular, que son tres los aspectos que requieren una evaluación mayor y también una discusión mayor.

En primer lugar, menciona que las cifras de cuentas nacionales correspondientes al primer trimestre, que se darán a conocer en unos días más, revelan un mayor dinamismo que el previsto para ese período. Sin embargo, la información coyuntural del mes más reciente indica que en el margen se ha dado una ralentización de este crecimiento. A su juicio, ello puede sugerir que en el segundo trimestre no se daría una aceleración adicional de la actividad y el gasto, razón por la que es necesario calibrar cuidadosamente las implicancias de esta información para efectos de evaluar el crecimiento esperado para el año en su conjunto.

En segundo término, manifiesta que hace ya un año se ha venido enfatizando de manera explícita, tanto en los IPoM como en otras comunicaciones públicas, la importancia de que las expectativas de empresas y hogares se alejen de la posición de pesimismo en que se han encontrado ya por varios meses o trimestres, para afianzar un escenario de mayor crecimiento. Expresa que no es posible evaluar exactamente qué determina y cómo se determinan estas expectativas y su evolución a través del tiempo, asunto que, de hecho, se ha detallado en trabajos específicos que se incorporarán en el Informe de junio. Sin embargo, desde su punto de vista, el tono del debate público luego de los ajustes ministeriales realizados hace algunos días hace evidente que haya que evaluar, con la oportunidad y rigurosidad apropiadas, sus posibles impactos sobre las expectativas privadas.

En tercer lugar, indica que el tipo de cambio real y nominal se ha apreciado de manera relevante desde la última Reunión. A su juicio, tanto las causas como las implicancias macro de este fenómeno son inciertas. En efecto, por un lado, el empinamiento de la curva de rendimiento en el mundo avanzado y el incremento relativamente mayor del precio del petróleo que del cobre sugerirían presiones más bien depreciativas que apreciatorias para el peso. Por otro lado, las mejores perspectivas para la Zona Euro y una moderación del crecimiento en Estados Unidos de América, que postergan el inicio del alza de la tasa de fondos federales, pueden estar reduciendo las primas cambiarias asociadas a riesgos de un ajuste abrupto en las condiciones financieras internacionales en dirección más bien de apreciar las monedas emergentes. Desde el punto de vista interno, en tanto, un tipo de cambio real menos depreciado sugiere que las condiciones macro están dadas para un repunte de la demanda interna, gracias a que el ajuste de cuenta corriente ha sido ya bastante intenso. Finalmente, señala que el diagnóstico de que la depreciación cambiaria ha motivado buena parte de la mayor inflación puede implicar que la reducción de la inflación hacia la meta sea más rápida que lo previsto si estas presiones apreciatorias tienden a persistir. Recuerda a este respecto que en el escenario base del Informe se supone que ese no es el caso, esto es, que el peso se deprecia en adelante, y que se no ser así, tendríamos presiones desinflacionarias más intensas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, los efectos de estos distintos aspectos sobre las perspectivas de inflación y, por tanto, de la política monetaria, no son evidentes, pero, en su conjunto, el mercado ha tendido a considerar que el proceso de normalización de la TPM estaría tomando lugar más bien hacia el año 2016, lo que tampoco difiere de lo contemplado en el escenario base tentativo del IPoM y en el último Informe, razón por la que cree que es extemporáneo considerar opciones distintas de la mantención de la TPM si no se cuenta con antecedentes que señalen que la trayectoria inflacionaria está siguiendo una senda distinta de la prevista en nuestras proyecciones.

En razón de lo anterior, el Consejero señor Pablo García manifiesta que su voto es por mantener la TPM en 3%.

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

El Consejero señor Joaquín Vial se adhiere a las felicitaciones expresadas al señor Rodrigo Valdés y le desea mucho éxito en su gestión en calidad de nuevo Ministro de Hacienda.

Asimismo, agradece a la Gerencia de División Estudios por el análisis presentado en la Minuta de Antecedentes y en la Minuta de Opciones, con las cuales concuerda en la mayoría de sus planteamientos.

En lo fundamental, estima que los datos conocidos están en línea con el escenario central del IPoM, tanto en lo que respecta al escenario interno como al externo.

En el plano externo, señala que las diferencias son de matices y posiblemente influidas por fenómenos puntuales, especialmente en Estados Unidos de América; y que lo más relevante para Chile son las alzas del precio del petróleo y del cobre, que, siendo acotadas, han sido superiores a lo proyectado. Asimismo, hace especial mención a los aumentos más recientes de las tasas de interés de largo plazo en todos los mercados de países avanzados.

En lo que respecta a la economía local, destaca que las cifras de actividad y empleo han sido marginalmente mejores que lo proyectado, a pesar de que los indicadores de expectativas no han mostrado grandes mejoras. De acuerdo con su interpretación, ello reduce la probabilidad de escenarios de riesgos adversos. Agrega que el ajuste de expectativas sobre la trayectoria de la TPM posterior al IPoM se ha traducido en ajustes en precios de mercado, lo que ha redundado en expectativas de inflación más alineadas con la meta, todo lo cual es positivo. En este sentido, manifiesta coincidir con la recomendación de la Gerencia de División Estudios, razón por la que su voto es por mantener la TPM en 3%, así como el sesgo neutral en el Comunicado.

Sin perjuicio de lo anterior, estima necesario hacer algunas reflexiones acerca de la trayectoria del ajuste realizado.

Señala que una lectura de lo ocurrido es que después de un período de expansión extraordinaria de la demanda interna, impulsada por el “boom minero” y sus multiplicadores sobre los sectores como energía e inmobiliario, la economía se ajustó bastante rápido y de manera eficiente al fin de dicho “boom”, lo que se ha reflejado en una depreciación real de la moneda y un aumento moderado y transitorio de la inflación. En este sentido, plantea que la economía se ha desacelerado, lo que era esperable y deseable dado el elevado déficit en cuenta corriente en el período previo, pero no ha caído en recesión; que las tasas de desempleo continúan a niveles relativamente bajos; y que en este cuadro, estaríamos listos para reiniciar un crecimiento acorde con nuestro potencial apenas mejoren las expectativas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Su impresión es que esta visión es correcta en lo grueso. Sin embargo, manifiesta algunas dudas respecto de la posibilidad de crecer a tasas de entre 4 y 4,5% de aquí a un año plazo sin generar desequilibrios externos o presiones inflacionarias en horizontes más largos.

Hace presente que estas dudas están relacionadas con la dificultad de medir adecuada y oportunamente el tamaño de la brecha y las posibles holguras de capacidad, y se alimentan, entre otras cosas, por el hecho que el traspaso de las depreciaciones cambiarias ha sido algo mayor que lo previsto, que los salarios siguen creciendo a tasas elevadas, y por la evolución del tipo de cambio real.

A su juicio, todo ello apunta a la necesidad de revisar cuidadosamente nuestra visión sobre las holguras de capacidad, efectivas y esperadas, para evaluar correctamente la oportunidad y trayectoria de la normalización de los estímulos monetarios.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Joaquín Vial reitera que su voto es por mantener la TPM en 3%, así como el sesgo neutral en el Comunicado.

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

El Consejero señor Sebastián Claro se suma a todos los parabienes expresados al Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés, deseándole mucho éxito, paciencia y fortaleza en el ejercicio de su nuevo cargo.

Hace presente que los antecedentes disponibles dan cuenta de que las tendencias delineadas en nuestras proyecciones se han mantenido vigentes en los últimos meses, pero con algunos vaivenes. En este sentido, señala que las cifras de inflación continúan reflejando, en lo grueso, los efectos de la depreciación cambiaria y, en parte también, los de la trayectoria dinámica que han tenido los salarios; y que la convergencia lenta hacia cifras menores que 4% continúa gradualmente. Agrega que la actividad no difiere significativamente de lo anticipado hace algunos meses, aunque también se observan ciertas diferencias menores. En efecto, las cifras del primer trimestre, aún no publicadas por Cuentas Nacionales, reflejan algún grado de mayor dinamismo que lo esperado, especialmente en el componente Resto del PIB, mientras que cifras coyunturales siguen dando cuenta de una importante debilidad de la demanda privada, que en algunos componentes se ha acentuado, lo que augura una recuperación lenta del crecimiento hacia adelante.

En su opinión, es importante tener presente los siguientes cuatro antecedentes, no tanto para la decisión de esta Reunión, pero sí como una reflexión sobre las perspectivas de inflación en los trimestres venideros.

Indica que un primer elemento dice relación con la fuerte caída experimentada por los precios de los *commodities* durante el primer trimestre de este año, que ha tendido a revertirse parcialmente, en coherencia con la tendencia depreciativa que ha mostrado el dólar. Expresa que ambos fenómenos son muy relevantes. A su juicio, es posible que la tendencia al alza de dichos precios sea reflejo de que las dificultades de crecimiento en China se perciben como acotadas —visión que, en lo grueso, tiende a favorecer— y que la recuperación en Estados Unidos de América e incipientes mejores datos en Europa le ponen una cota a su caída. Hace notar que ello difiere del ambiente que se esperaba hace dos o tres meses, esto es, de una caída más abrupta de los precios de los *commodities* en general. Por último, advierte sobre la trayectoria del precio del petróleo, ya que el dividendo de su menor precio podría devolverse, por lo menos parcialmente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Plantea que este fenómeno coincide con la depreciación del dólar, lo que, a su juicio, tiene varias aristas. Su impresión es que la Reserva Federal —y los mercados financieros, en general— visualizan que un dólar muy fuerte puede dificultar la recuperación en Estados Unidos de América y que la significativa expansión monetaria en Europa —que se mantendría por un buen tiempo— dificultará, en parte, el proceso de normalización monetaria en dicho país, lo que puede llevar a que la normalización de tasas en sea más lenta que lo anticipado y que la fortaleza del dólar se aminore. Si bien ello tiene implicancias macroeconómicas y de estabilidad financiera en esa economía, cree que lo importante, por ahora, es el impacto que pueda tener en la determinación de los precios de las materias primas y también sobre los precios de los activos en general, en particular sobre la trayectoria de las tasas largas y de las monedas.

En lo atinente al ámbito interno, llama la atención sobre la trayectoria del tipo de cambio real, que se ha apreciado significativamente en los últimos meses y se encuentra en niveles inferiores a su promedio de las últimas décadas. Expresa que, a primera vista, ello no parece muy coherente con el fuerte ajuste de demanda interna que ha exhibido la economía. Entre las explicaciones posibles, privilegia dos, que no necesariamente son coherentes entre sí. La primera de ellas, que factores financieros podrían estar contribuyendo transitoriamente a la apreciación del peso en términos nominales, pero, en lo fundamental, que este ajuste en demanda y las perspectivas de una demanda poco dinámica hacia adelante podrían sugerir una reversión de esta apreciación del tipo de cambio real, ya sea por una mayor debilidad en el crecimiento de los salarios o una depreciación nominal. De alguna manera, cree que el escenario base incorpora esa situación. La segunda, que ello podría estar reflejando un ajuste en cuenta corriente que está terminado y que, a juzgar por el nivel que alcanza el tipo de cambio real y el tamaño de la reversión que ha tenido en cuenta corriente, podría haber sido mayor que el deseado y, por lo tanto, el tipo de cambio real estaría entregando una señal de precios para acomodar una mayor expansión de la demanda interna. En este sentido, manifiesta discrepar sobre la coexistencia de los puntos 2 y 3 de la Minuta de Opciones, donde se argumenta que el tipo de cambio real ha hecho la mayor parte del ajuste y que, al mismo tiempo, el ajuste que la economía ha realizado es adecuado. Insiste que el diagnóstico sobre cuál es el tipo de cambio real de equilibrio en esta circunstancia, más allá del supuesto de trabajo que se utilice en el IPoM, es clave para hacer un buen análisis de la trayectoria de inflación hacia adelante.

Por último, señala que los datos sobre el mercado laboral siguen requiriendo una mayor profundización. En particular, plantea sus dudas respecto de la hipótesis que la dinámica de los salarios obedece principalmente a un mecanismo de indexación de inflación pasada, que, a su vez, sería sustancialmente menor que en el pasado. Expresa que ello es posible; sin embargo, cree que en un contexto como el actual, los grados de indexación implícitos podrían ser claves para determinar la velocidad de convergencia de la inflación a la meta y para evaluar los verdaderos grados de holgura con que cuenta la economía.

Con todo, el Consejero señor Sebastián Claro estima que el mensaje central de política monetaria delineado hace algunos meses continúa plenamente vigente, razón por la que, en su opinión, en esta oportunidad solo cabe favorecer la mantención de la TPM en 3% y el tono del último Comunicado.

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

El Vicepresidente señor Enrique Marshall da inicio a su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado para esta Reunión. Asimismo, saluda al Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés y le expresa sus deseos de mayor éxito en sus nuevas tareas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que las noticias del último mes reafirman el diagnóstico del Consejo y las implicancias de política que de ello se derivan.

Hace presente que en el frente externo, las perspectivas de crecimiento no han cambiado significativamente en el agregado, pero se observan ajustes más bien menores que contribuyen a un mayor equilibrio entre regiones. En todo caso, le resultan preocupantes las muy pobres cifras de América Latina, que han continuado corriéndose hacia abajo.

Añade que los mercados financieros han permanecido muy atentos a las noticias provenientes de Estados Unidos de América y que por sus implicancias para la política monetaria, los últimos desarrollos han conducido a un fortalecimiento del apetito por riesgo, a una depreciación del dólar en los mercados internacionales y también a un empinamiento de la curva de rendimientos. En su opinión, estos desarrollos apuntan, en general, en la dirección de una normalización del escenario macrofinanciero global.

Con todo, considera que este escenario continúa presentando riesgos que no pueden ser soslayados, más allá de la moderación que sugieren las últimas noticias.

En lo concerniente al ámbito interno, manifiesta que el panorama para la actividad y la demanda no ha cambiado significativamente. En este sentido, señala que si bien las cifras de cuentas nacionales del primer trimestre fueron algo más altas que las esperadas, los indicadores más recientes no muestran cambios apreciables de velocidad ni un repunte persistente.

Agrega que indicadores de avanzada, como las importaciones, el crédito bancario y particularmente las expectativas de empresas y hogares, siguen siendo débiles en la punta. A su juicio, la tonificación de estas últimas parece clave para sustentar una recuperación que perdure en el tiempo.

En materia de inflación, menciona que el último registro sorprendió al alza, aunque el panorama no ha cambiado sustancialmente; que el diagnóstico de convergencia gradual a la meta delineado en el último IPoM permanece vigente; y que los riesgos de que ello no sea así se han reducido.

En este cuadro, expresa que la opción que surge nuevamente con claridad es la de mantener la TPM, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios y con todos los argumentos que allí se esgrimen. En su opinión, resultaría bastante difícil proveerle sustento a cualquier otra opción de política; por lo tanto, lo recomendable en estas circunstancias es reafirmar la idea de estabilidad en un horizonte de corto plazo.

Añade que se ha iniciado la preparación del próximo IPoM; luego, los ejercicios de proyección que se efectuarán en ese marco aportarán los elementos necesarios para revisar esa orientación e introducir los ajustes, si ello fuese necesario.

En virtud de lo señalado precedentemente, el Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 3%, así como también el sesgo del Comunicado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al *staff* el excelente análisis presentado.

Señala que en el ámbito internacional se vislumbran dos tendencias que, en conjunto, significan un crecimiento más equilibrado en el mundo. Por una parte, en el mundo desarrollado aumentan las proyecciones de crecimiento, mientras en el emergente bajan, lo que significa una reducción de la brecha entre ambos grupos. Por otra parte, entre las



BANCO CENTRAL DE CHILE

economías avanzadas se reducen las proyecciones para Estados Unidos de América y aumentan las proyecciones de crecimiento para la Zona Euro, lo que también cierra la brecha entre ellas. En América Latina, en tanto, se siguen deteriorando las perspectivas de crecimiento.

Agrega que el dólar a nivel global se ha depreciado con respecto a la RPM anterior y que la mayoría de las materias primas han subido de precio. Con todo, plantea que el escenario externo es similar al del IPoM del mes de marzo pasado.

En lo que concierne al ámbito interno, indica que el IPC del mes de abril fue superior a lo esperado por el mercado, lo que constituyó una mala noticia, y que con ello, la inflación en doce meses se mantuvo por arriba del rango de tolerancia del Banco Central; que el IPC subyacente —IPCSAE—, no obstante, estuvo en línea con lo estimado, lo que se repite ya por varios meses; y que, en la práctica, ello implica que las sorpresas de los últimos meses han estado en la parte más volátil y precisamente difícil de predecir del IPC. Aun así, advierte que el IPCSAE sigue por arriba de 4%. Acota que las expectativas de inflación a dos años plazo siguen ancladas en 3%.

Hace notar que el crecimiento de los salarios en doce meses se mantiene elevado, lo que es una fuente de preocupación para la inflación. En su opinión, el hecho que su aumento se explique fundamentalmente por la indexación salarial no es garantía de que vuelva en un plazo razonable a niveles más compatibles con la meta de inflación, menos en un ambiente donde las holguras en el mercado laboral son bajas.

Por otra parte, menciona que el peso se ha apreciado tanto en términos nominales como reales, lo que tiene un efecto a la baja en los precios; que queda por determinar la naturaleza de este fenómeno; y que, evidentemente, mientras más permanente sea, mayores serán los efectos.

Asimismo, consigna que la actividad, en promedio, ha estado en línea con lo esperado, pero muestra mayor debilidad en el margen; que lo mismo sucede con la demanda interna; y que las expectativas de consumidores y empresariales se mantienen bajas, lo que pone un freno a la reactivación. Con todo, destaca que la economía, luego de alcanzar su punto más bajo de crecimiento en el tercer trimestre del año pasado, ha crecido moderada y gradualmente desde entonces. Añade que el país ha hecho los ajustes necesarios tanto en precios relativos como en cuenta corriente, en un escenario externo que hoy no se percibe como negativo, lo cual ilustra lo clave que es recomponer las expectativas para acelerar más la actividad y el gasto.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que Banco Central ha hecho su aporte a la reactivación con una política monetaria expansiva, en un ambiente de depreciación cambiaria y aumento de la inflación. Lo expresado, bajo el convencimiento de que el aumento en los precios es algo transitorio, que se seguirá revirtiendo en lo venidero. Sin embargo, plantea que la persistencia de la inflación sobre el rango meta no deja espacio para un mayor estímulo monetario. Tal como se consignó en el IPoM, reitera que en el escenario base hacia fines de año o principios del próximo se debiera empezar a evaluar la conveniencia de una normalización monetaria; y, evidentemente, si la inflación y sus proyecciones exhiben más persistencia que lo anticipado, este proceso podría adelantarse y lo inverso sucedería si dicha persistencia fuera menor.

Manifiesta su concordancia con la Minuta de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la opción de bajar la TPM se puede desechar rápidamente por improcedente y que la opción de subirla, si bien tiene más mérito por los registros de inflación, no se condice con la actual etapa del ciclo económico ni con la proyección de que la inflación seguirá gradualmente bajando hacia la meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por los motivos antedichos, el Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 3% y el sesgo neutral del último Comunicado.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia 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° 222-01-150514 – 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% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara, en nombre suyo y del Consejo, reitera la bienvenida al señor Rodrigo Valdés en la primera Reunión de Política Monetaria a que asiste en su calidad de Ministro de Hacienda y le desea el mayor de los éxitos en su nueva labor.

El señor Rodrigo Valdés, antes de retirarse de la Reunión, deja planteada la pregunta acerca de por qué Latinoamérica, a diferencia de Chile, sigue perdiendo dinamismo y las proyecciones para esta región continúan cayendo. Lo expresado, por cuanto si bien el argumento principal —que manifiesta compartir, en buena parte— es que Chile ya realizó el ajuste macro en las cuentas externas, surge la interrogante de si ello es suficiente como historia o si hay otros elementos no atribuibles únicamente a la parte externa.

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés y su Asesor, el señor Claudio Soto, se retiran de la Sala de Consejo.

A continuación, el Consejo procede a elaborar el Comunicado de la presente Reunión, cuya redacción 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, las perspectivas de crecimiento mundial no han experimentado mayores cambios, si bien los datos del primer trimestre fueron menores que lo esperado. En América Latina, el panorama se ha seguido deteriorando. Durante el mes, las tasas de largo plazo se incrementaron en la mayoría de los países, aunque se mantienen en niveles bajos. Los premios por riesgo soberano tuvieron movimientos mixtos. En general, las monedas se apreciaron respecto del dólar, destacando la importante valorización del euro. Con la excepción de los alimentos, el precio de los productos básicos aumentó, incluido el del cobre y los combustibles.

Los datos del primer trimestre dan cuenta de una actividad y demanda que crecieron a un ritmo moderado. Algunos indicadores coyunturales sugieren un menor dinamismo en el margen. El crecimiento del empleo y de la fuerza de trabajo permanece bajo, en tanto la tasa de desempleo no tuvo cambios. Los salarios nominales mantuvieron su tasa de expansión anual. En abril, la inflación total fue mayor que la esperada, no así la subyacente. Ambas mantienen una variación anual elevada. Su evolución se seguirá



BANCO CENTRAL DE CHILE

monitoreando con especial atención. Las expectativas de inflación de mediano plazo permanecen en 3%. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario.

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.

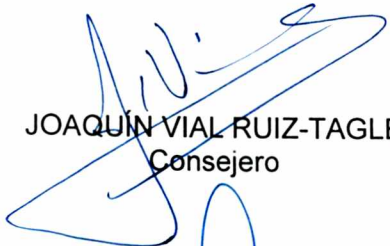
Se levanta la Sesión a las 17:30 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



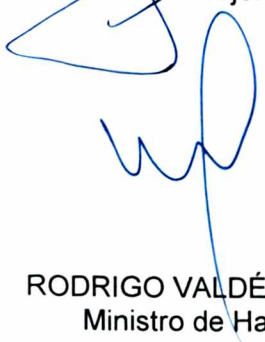
RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



RODRIGO VALDÉS PULIDO
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe