



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 215 celebrada el día jueves 16 de octubre de 2014

En Santiago de Chile, a 16 de octubre de 2014, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards, don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste a esta Sesión el Ministro de Hacienda, señor Alberto Arenas de Mesa.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Juan Pablo Araya Marco;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
don Miguel Ricaurte Bermúdez;
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° 215, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril de 2015 se celebre el día jueves 16 de ese mes.



A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Economista Senior señor Miguel Ricaurte para efectos de que presente el escenario externo.

El señor Miguel Ricaurte inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de índole político que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, plantea que la actividad se ha tornado más débil en el último mes, ya que a la desmejorada situación de Japón se han sumado una desaceleración algo más marcada de Alemania y datos mixtos de Estados Unidos de América.

Señala que en este contexto, los precios de los *commodities* han caído de la mano de la actividad, la apreciación del dólar estadounidense y perspectivas de un mercado más holgado, particularmente el de los combustibles.

Agrega que la volatilidad y los premios por riesgo aumentaron en el mes tras los anuncios de política monetaria, por la volatilidad política en ciertas regiones y algunos países puntuales, y menores precios de *commodities*.

Asimismo, resalta la caída de las tasas de interés de largo plazo, especialmente en Estados Unidos de América, ante un escenario que augura una salida más lenta del estímulo monetario debido a los bajos registros de inflación; y que las bolsas de valores anotaron retrocesos de importancia.

En lo que respecta a noticias políticas que han tenido impacto en los mercados, destaca que en Estados Unidos de América y Europa se registraron los primeros casos de ébola, que, de manera similar a lo ocurrido con ocasión de la gripe aviar en el año 2009, podría tener una incidencia no trivial en el comercio y viajes. De hecho, comenta que varios agentes de mercado han señalado que esta amenaza podría generar mayor incertidumbre en los meses venideros.

En segundo término, informa que las intenciones separatistas de Escocia y España se diluyeron luego que en Escocia se votara a favor de mantenerse como parte del Reino Unido, y en España se suspendiera la consulta independentista de Cataluña.

Indica, además, que Japón anunció medidas contra Rusia.

Asimismo, consigna que el Consejo Europeo instó a Francia e Italia a revisar sus presupuestos para el año 2015, los que, en principio, serían vetados por no cumplir las metas de financiamiento, en cuyo caso podrían generar incertidumbre y volatilidad en la periferia de Europa y en aquellos países de la región que exhiben mayor debilidad.

Hace presente que en el Medio Oriente continúan los ataques contra el Estado Islámico, y que las movilizaciones han alcanzado hasta el centro de Irak y parte de Siria y Turquía, país este último que es miembro de la OTAN y, por tanto, podría desencadenar una intervención mayor por parte de Occidente.

Añade que en Brasil, la actual Presidenta señora Dilma Rousseff y el candidato señor Aécio Neves pasaron a segunda vuelta en los comicios presidenciales, y que este último, tras recibir el apoyo de la candidata señora Marina Silva, que obtuvo la tercera mayoría, ha ganado popularidad y se encontraría en empate técnico con la señora Rousseff.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 215

Página 3 de 31

A título de últimos hechos destacados del mes en esta materia, informa que en Hong-Kong han continuado las protestas pro-demócratas; que Argentina fue declarada en desacato por la Corte de Estados Unidos de América por el pago de bonos refinanciados, y que el Presidente del Banco Central de ese país presentó su renuncia.

El señor Miguel Ricaurte prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, indica que los anuncios de política monetaria tuvieron impacto en el mes. En particular, la Reserva Federal, Fed, envió señales mixtas sobre la trayectoria futura de tasas, predominando un tono de carácter más *dovish*, que se ha reflejado en una disminución de las tasas de interés de largo plazo, en la apreciación del dólar, la caída de las bolsas bursátiles, y un aumento de los premios por riesgo y de la volatilidad, todo lo cual se ha reflejado en una situación de costo de financiamiento que no ha mejorado.

Asimismo, hace presente que China flexibilizó sus normas de préstamos hipotecarios para compras de la segunda vivienda.

Consigna que en el contexto antedicho, han predominado las mantenciones de tasas de política monetaria, y que los escasos movimientos del último mes correspondieron a recortes en Polonia, República Checa, Perú y Chile.

Agrega que el Banco Central de Rusia amplió la banda de cotización de su moneda para hacer frente a la canasta euro-dólar.

A título de último hecho destacado del período en materia de mercados financieros, consigna que Standard & Poor's mantuvo la calificación soberana de Japón en "AA-", con perspectiva negativa, y también la de India en "BBB-", pero con perspectiva estable.

El señor Miguel Ricaurte prosigue con su exposición haciendo referencia a la tasa de política monetaria de Estados Unidos de América o *Fed fund rate*. Sobre el particular, menciona que la mediana de las proyecciones que entrega el Federal Open Market Committee de la Fed, FOMC, respecto del nivel futuro de dicha tasa, se corrigió al alza, pero el mercado no la validó en la misma magnitud. En efecto, mientras este organismo ha proyectado recientemente que la tasa se ubicará en 3,75% en el año 2017, el mercado espera una tasa de solo 3%. Añade que luego de la publicación de la minuta de la Fed publicada el día de ayer, las tasas han retrocedido, dando cuenta de que el mercado prevé una salida mucho más lenta en términos de las alzas de tasas que vendrán en adelante.

Hace notar que ello también se ha visto reflejado en las tasas largas, que han disminuido en Estados Unidos de América y en la Zona Euro y de manera más marcada tratándose de los horizontes largos, de la mano de menores expectativas de inflación que se asocian a caídas de los precios de *commodities*.

Agrega que en las economías emergentes, las tasas largas exhibieron alzas luego de la última RPM, y si bien se revirtieron en las últimas semanas, se sitúan hoy por sobre lo observado en dicha Reunión.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que entre las posibles interpretaciones de la fuerte caída de las tasas largas en Estados Unidos de América en los últimos días, se ha sugerido la menor inflación; no obstante, en su opinión, es difícil atribuirla a este fenómeno.



El señor Miguel Ricaurte aclara que la menor inflación no es el único fenómeno detrás de esta abrupta caída de las tasas largas en esa economía, ya que se agregan también las expectativas de inflación; la volatilidad en Europa; la mayor debilidad de las economías emergentes, que ha generado algún *flight to safety* en Estados Unidos de América; el ruido financiero y algunos datos mixtos que salieron en dicha economía, como ventas minoristas menores que lo esperado; y la incertidumbre que ha generado una eventual propagación del ébola en el mundo.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón agrega que las autoridades de Estados Unidos de América y del Banco Central Europeo han mostrado un comportamiento divergente y distinto del que espera el mercado. En efecto, el Presidente de este organismo, señor Mario Draghi, ha prometido promover las medidas que sean necesarias para impulsar el crecimiento, pero no lo ha logrado, a lo que se suma que la compra de bonos, en el marco de un programa de relajamiento cuantitativo, no se podría llevar a cabo, con lo cual las expectativas de inflación han reaccionado a la baja. Por otro lado, el mercado percibe que la Fed quiere anticipar el alza de tasas, lo que afectaría el débil crecimiento de esa economía.

En opinión del Consejero señor Pablo García, la Fed se encontraría en una suerte de encrucijada comunicacional, porque sus procedimientos de toma de decisión y de votación interna del FOMC dan cuenta de que el momento en que comenzará a aumentar las tasas está más próximo, pero su discurso no lo refleja.

El señor Miguel Ricaurte retoma su presentación haciendo referencia al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior. Sobre el particular, reitera que las alzas de tasas en las economías emergentes se revirtieron en las últimas semanas, principalmente por alzas de premios, y que con ello, los mercados bursátiles han exhibido retrocesos, que en el caso de Europa, y Alemania en particular, han sido más significativos. Añade que las paridades se depreciaron de manera importante.

A continuación, exhibe el *heat map* de paridades que se contiene en la lámina N° 9 de la presentación, y hace notar la fuerte apreciación del dólar en el último mes. No obstante, se revirtió en parte durante la última semana, luego que la minuta de la Fed diera cuenta de su preocupación por la fortaleza del dólar.

En materia de premios por riesgo, hace presente que aumentaron en todas las regiones debido a la mayor volatilidad de los mercados y por algunas razones de carácter puntual. A modo de ejemplo, señala que los premios en Brasil registraron una fuerte alza, que se revirtió luego de conocidos los resultados de la primera vuelta de las elecciones presidenciales; que en Australia y Nueva Zelanda también anotaron un notorio aumento, que se asocia a un grado mayor de debilidad de China; y que en Europa, destacó el aumento de los premios en Grecia, que responde a su intención de prepagar los préstamos recibidos como parte del rescate, pero cuya capacidad de pago ha sido puesta en duda por el mercado.

Por otra parte, el señor Miguel Ricaurte menciona que los flujos de capital hacia economías emergentes se han moderado en las últimas semanas y que, incluso, se advierten algunas salidas en los últimos días, en particular en América Latina, incluidos Brasil y México.



Hace notar que ello ha configurado un escenario de deterioro de las condiciones financieras en el último mes, observándose retrocesos importantes de las bolsas de valores, aumento de la volatilidad hasta niveles no vistos en los últimos cuatro o cinco años, alzas de los premios por riesgo y de los *spreads* en la periferia de Europa.

El señor Miguel Ricaurte prosigue con su exposición aludiendo a las principales noticias en materia de actividad y precios. Manifiesta que en Estados Unidos de América, la tercera entrega del PIB correspondiente al segundo trimestre dio cuenta de un crecimiento mayor que el consignado en la segunda entrega, validando el escenario de una fuerte recuperación respecto de lo observado en trimestre anterior; que el desempleo cayó dos décimas, hasta 5,9%; y que la creación de empleo fue superior a lo anticipado, no así la participación, que de hecho disminuyó. Agrega que los datos de corto plazo fueron mixtos, ya que las órdenes a fábricas fueron menores que lo esperado; los subsidios por desempleo experimentaron un retroceso mayor que el proyectado; y el *Beige Book*, publicado el día de ayer, no consignó grandes cambios respecto del reporte anterior, manteniéndose el diagnóstico del desempeño de modesto a moderado.

Advierte que Alemania exhibe una debilidad mayor que la anticipada, generando una sensación de que Europa podría desacelerarse más abruptamente de lo esperado.

Agrega que en Japón, la actividad fue menor que lo proyectado y que la inflación se ha moderado, reflejando que los esfuerzos del Banco Central por hacerla repuntar han tenido un efecto parcial.

Hace presente que China también exhibe un cuadro mixto, ya que los PMI manufacturero y de servicios decepcionaron, pero el comercio retomó dinamismo; los precios de las viviendas continúan moderando su crecimiento en doce meses y caen en el margen; y las autoridades han relajado condiciones para la compra de viviendas.

Por último, manifiesta que la inflación disminuyó nuevamente en Europa y registró movimientos mixtos en América Latina. Por su parte, se mantienen las bajas expectativas de inflación en Zona Euro, se observan leves correcciones en América Latina y disminuyen en Estados Unidos de América.

El señor Miguel Ricaurte señala que una mirada más global de la actividad da cuenta de cifras mixtas para Estados Unidos de América. En efecto, se observan cifras favorables en términos de creación de empleo; la tasa de desempleo se ubica en un nivel particularmente bajo; las ventas minoristas sorprendieron con una caída en su componente menos volátil, que son las ventas minoristas sin automóviles ni gasolina, mientras que el mercado esperaba un alza; el mercado inmobiliario exhibe un bajo dinamismo; y los precios de viviendas exhiben aumentos menores que los anticipados.

Consigna que en la Zona Euro, las ventas minoristas fueron mayores que lo esperado, mientras que la producción industrial, más débil; y que en Alemania, los registros de producción industrial y comercio exterior decepcionaron al mercado.

Agrega que Japón también continúa mostrando algún grado de debilidad, aunque las ventas minoristas exhibieron algún repunte; y que en China destaca el impulso del comercio, que se ha visto contrapesado por la producción industrial y ventas minoristas.

Por último, indica que producción industrial de Brasil repuntó, lo mismo que en Perú, pero en menor medida que lo esperado por el mercado.

En cuanto a expectativas, destaca una visión algo más mixta para Estados Unidos de América y más negativa para el mundo desarrollado y China.



En términos agregados, hace notar que las expectativas de empresas y consumidores han retrocedido en las economías desarrolladas y también en las emergentes.

En lo que respecta a Estados Unidos de América, plantea que la recuperación continúa a ritmo moderado. En efecto, los datos de órdenes de bienes durables y de capital crecen a tasas estables; la producción industrial exhibe algún repunte; la dinámica del mercado laboral no ha variado; y el mercado inmobiliario continúa débil.

La Fed, por su parte, ha concentrado su atención en la evolución de los precios, que no solo han estado bajo la meta de 2%, sino que permanecerían bajo ella hasta fines del año 2016.

Con respecto a Europa, informa que la confianza del consumidor y los PMI han mostrado retrocesos en los últimos meses. Asimismo, destaca el deterioro de Alemania y la moderación de la inflación en esa economía.

En lo concerniente a Alemania, hace notar que el registro de PIB del segundo trimestre de este año fue menor que el del trimestre previo y que si bien el mercado anticipa un repunte en los dos últimos trimestres del año, las tasas de variación trimestral anualizadas no superarían el 2%, debido a una menor inversión, menor consumo del gobierno y privado, caída de la confianza del consumidor en los últimos meses, retroceso de las perspectivas manufactureras, y una contribución negativa de Rusia desde que se inició el conflicto con Ucrania, que ha incidido negativamente en el crecimiento del comercio.

Con ello, las perspectivas de crecimiento para la Zona Euro se han corregido a la baja, especialmente para este año y en menor grado para el próximo. Agrega que Alemania y Francia se han desacelerado y que el gasto de gobierno disminuiría en esta región, lo que podría deteriorar aún más las perspectivas para estas economías.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón comenta que en el marco de las recientes reuniones organizadas por el Fondo Monetario Internacional, FMI, y el Banco Mundial, economistas del Commerzbank señalaban que el deterioro de la economía alemana no se debe mayormente a la crisis entre Ucrania y Rusia o a factores internos, sino que a la menor demanda de los países emergentes, en particular desde China, Brasil y otros países que conforman los BRICS.

El señor Miguel Ricaurte confirma que la desaceleración de China, que se ha manifestado en varios indicadores, ha incidido negativamente sobre la economía alemana.

Con respecto a Japón, informa que la inflación supera el 3% en doce meses y que alrededor de 2% corresponde al efecto del alza del impuesto al IVA, que se materializó en el mes de abril último. Hace presente que esta alza impositiva ha tenido un impacto importante en el desempeño de la economía, con un adelantamiento del consumo del segundo trimestre al primer trimestre, antes de que se concretara; una caída del PIB de 7,1% trimestre trimestre anualizado y del consumo cercana a 13%; debilidad de las ventas minoristas y un repunte acotado en el tercer trimestre; caída de la confianza de los consumidores, que se ubica debajo del pivote al menos desde el año 2012; y nulo dinamismo de la demanda externa.

En cuanto a China, los indicadores son mixtos. En efecto, el PMI manufacturero no repunta; continúa la moderación en el mercado inmobiliario; y el comercio exterior exhibe una recuperación en el dato más reciente, ya que tanto las exportaciones como las importaciones mostraron crecimientos mayores que el mes anterior.



En América Latina, resalta el magro desempeño de Brasil y Argentina, donde la producción industrial ha caído y la confianza del consumidor se ha deprimido. Añade que en Perú, el mercado laboral no ha tenido un deterioro significativo, pero las colocaciones comienzan a desacelerarse y la producción industrial exhibe un estancamiento en los últimos meses.

De acuerdo con lo expuesto, las expectativas de crecimiento de Brasil se han corregido fuertemente a la baja para este y el próximo año; para Perú, no se anticipan caídas de relevancia para el año 2015; y México y Colombia no presentan grandes correcciones en los últimos meses, de la mano de la recuperación de Estados Unidos de América.

Con respecto a la inflación, presenta un leve retroceso en Estados Unidos de América y en América Latina, excluyendo a Chile, en parte por una menor inflación subyacente y caída de los precios de la energía.

Agrega que con ello, las perspectivas inflacionarias al mes de septiembre exhiben una leve reducción en Europa emergente y una disminución algo más marcada en Asia emergente, no registran mayores cambios en las economías desarrolladas, mientras que en América Latina se advierte un alza explicada por Brasil y Chile. Por último, reitera que las expectativas inflacionarias para Estados Unidos de América se han corregido a la baja en las últimas semanas.

En lo concerniente a política monetaria, destaca las mantenciones en la mayoría de los países analizados habitualmente; los recortes en Corea, Chile y Perú, de acuerdo con lo esperado; y la baja en Polonia, que sorprendió al mercado por su magnitud. Para lo que resta del presente año, solo se espera un alza en Colombia; un recorte adicional en Perú; y tratándose de Chile, la encuesta Bloomberg da cuenta de que el 64% de los consultados anticipan una reducción de 25 puntos base. Hace notar que a ello se suman anuncios de medidas adicionales por parte del Banco Central Europeo, consistentes en compras de ABS y bonos *covered*, y la ampliación de la banda de flotación del rublo en Rusia.

En relación con las expectativas en materia de política monetaria, indica que se han retrasado las alzas esperadas de tasas en Estados Unidos de América, el Reino Unido y la Zona Euro. Tratándose de Estados Unidos de América, los futuros anticipan una primera alza en el mes de diciembre de 2015; y en Inglaterra, el retraso sería de cuatro o cinco meses respecto de lo contemplado un mes atrás.

Al continuar con su presentación, el señor Miguel Ricaurte hace referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En este aspecto, alude a la caída registrada por el precio del cobre hasta un nivel en torno a los US\$ 3,00 la libra, debido a una percepción de debilidad de la demanda de China; mayores niveles de producción por una mayor contribución de Indonesia; la apreciación del dólar; y el ruido financiero de los últimos días.

Asimismo, destaca que el precio del petróleo, tanto Brent como WTI, disminuyó alrededor de 12% por una debilidad de la demanda derivada de la entrada en mantención de las refinerías, datos débiles de actividad y niveles altos de producción en Estados Unidos de América y en la OPEP. Añade que Libia ha jugado un rol importante en este mercado en los últimos meses.

Además, consigna que el precio de la gasolina disminuyó 15% desde la Reunión anterior por menores precios del petróleo, reducción de los costos de producción y menor demanda estival en el hemisferio norte.



En materia de alimentos, precisa que el índice FAO retrocedió 2,6% en el mes de septiembre, debido a una caída de todos sus componentes, en especial lácteos y azúcar, debido a altos niveles de producción. Acota que la carne fue la única excepción.

En lo concerniente a las principales variaciones de precios observadas desde la última Reunión, destaca la caída del precio de la gasolina, del petróleo Brent, del petróleo WTI y de la soya, de 15,2% 14,5%, 11,5% y 10,5%, respectivamente.

Con respecto a la trayectoria futura del mercado del cobre, señala que su precio se mantendría en torno a los US\$3 el barril en lo que resta del presente año; tratándose de los alimentos, se espera una caída para el año 2015, pero menos marcada que la proyectada en la RPM anterior; y en materia de combustibles, se anticipa que la caída del precio de la gasolina y de los petróleos perdurará en el horizonte de proyección. Agrega que en el caso de la gasolina, el *crack spread* es algo menor que US\$7 el barril, levemente superior al promedio del período 2000 – 2007, razón por la que no esperan disminuciones de precios en los meses venideros.

Hace presente que lo anterior se complementa con perspectivas de demanda por gasolina que se han corregido a la baja en una magnitud del orden de los 100 mil barriles diarios este año y de 200 mil diarios para el 2015; y perspectivas de oferta que se han revisado al alza por una mayor producción de los países miembros de la OCDE, en especial de Estados Unidos de América, que hoy día es el mayor productor mundial de petróleo. De esta forma, se anticipa un mercado levemente algo más superavitario que lo proyectado anteriormente y, en consecuencia, precios más bajos de combustibles en adelante.

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

El Vicepresidente señor Enrique Marshall hace notar el aumento de los riesgos frente a la Reunión anterior. En este sentido, destaca la percepción de mayor preocupación por Europa, razón por la que cabe excluirla del grupo de economías avanzadas que se recuperan lentamente y preguntarse por la sostenibilidad del crecimiento de Estados Unidos de América, atendido que son socios comerciales importantes. Agrega que el mundo emergente también muestra un grado de deterioro, acorde con lo anticipado.

Por otra parte, llama la atención sobre el reciente comportamiento del precio del petróleo, porque hasta ahora no parecía responder mayormente a las perspectivas en materia de actividad, desalineándose, por tanto, respecto de los ajustes en los precios de las demás materias primas. Hoy, en cambio, se ha ajustado de manera importante, atendidas la necesidad de financiamiento del conflicto en el Medio Oriente y mejoras de las perspectivas de oferta en Occidente.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en su opinión, se ha ido despejando uno de los escenarios de riesgo contemplados en el Informe de Política Monetaria, IPoM, esto es, que la salida en Estados Unidos de América será ruidosa, como lo demuestran, por ejemplo, la caída de las tasas norteamericanas y las expectativas del mercado, que dan cuenta de una postergación del alza de tasas en esa economía en seis o doce meses y que se traduciría en una nueva y aguda alza de las tasas largas. Estima que en este escenario, será fundamental nuestra capacidad de hacer el ajuste cambiario, ya que las expectativas de tasas y de inflación podrían traducirse en una depreciación adicional del peso.



Resalta la importancia de entender las razones que explican la caída de las tasas en Estados Unidos de América, que alcanzó a 30 puntos base en una mañana. A su juicio, podría obedecer a datos más negativos en Europa, China y economías emergentes, que están retrasando la recuperación de Estados Unidos de América; o a una trayectoria muy difícil de conciliar, en que la tasa rectora de Europa se mantendría en 0% durante los próximos cinco años, Estados Unidos de América normaliza su tasa a niveles razonables, y el dólar se aprecia frente al euro. En su opinión, estamos frente a un reacomodo de una situación que puede terminar atrasando la salida de tasas en Estados Unidos de América y agudizando los problemas de Europa, hipótesis que es necesario profundizar.

El Consejero señor Joaquín Vial resalta la aparición de nuevos elementos preocupantes. En este sentido, destaca, en primer lugar, el deterioro de las condiciones de financiamiento a las economías emergentes. En orden de importancia, cita la situación por la que atraviesan Grecia y Rusia, que están interviniendo fuertemente su mercado cambiario, y los riesgos de crisis cambiaria y de *default* en Argentina y Venezuela, prácticamente incorporados por el mercado, lo que podría traducirse en un castigo más fuerte a las economías emergentes más vulnerables. En ese contexto, plantea que el déficit de cuenta corriente en Colombia y Perú es un aspecto que debe ser monitoreado, en particular por la evolución que exhiben los precios de *commodities*, que pueden llevarlo a niveles del 5% del PIB en ambas economías.

Plantea también la conveniencia de hacer un seguimiento a los CDS de los países latinoamericanos, algunos de los cuales han sido más castigados, como es el caso de los de Perú. En este mismo aspecto, sugiere revisar las razones detrás del alza de los CDS de Japón, que difiere notoriamente de lo observado en esta materia en las principales economías del mundo.

Expresa que el segundo aspecto de preocupación es el precio de los *commodities*, cuya caída sería bastante endógena al ciclo global y a los ciclos tradicionales de *commodities*. En este sentido, indica que después de un período muy prolongado de precios muy elevados, se observa una respuesta en la oferta, que es más notoria tratándose del petróleo y los combustibles. A su juicio, parte de este ajuste se mantendría por un tiempo más prolongado, ya que se advierten aumentos en la oferta de petróleo convencional fuera de la OPEP y también del *shale gas*, que se mantendrán hasta que su precio registre una disminución mayor. Desde el punto de vista de la macro global, estima que si este ajuste tiene un elemento de carácter más permanente, se observará una transferencia de ingresos de países con muy bajo poder de consumo hacia consumidores de países desarrollados, especialmente europeos, Japón y también China, cuyo efecto puede ser muy interesante y favorable.

El Consejero señor Joaquín Vial destaca la fortaleza del precio del cobre mientras el de los demás *commodities* se derrumba.

Por último, hace referencia al ébola, y expresa que de materializarse las proyecciones de la Organización Mundial de la Salud hacia fin de año, que apuntan a tasas de infección de 5 o 10 mil casos por semana en los países afectados por esta enfermedad, el contagio difícilmente se mantendrá restringido a ese grupo de países, con el consiguiente impacto sobre el consumo y confianza de consumidores, de manera análoga a lo observado con motivo de la gripe aviar, pero con la diferencia que esta epidemia probablemente demorará más tiempo en controlarse y eliminarse.

En opinión del Consejero señor Pablo García, cabe preguntarse por la configuración de presiones inflacionarias y de crecimiento que subyacen al escenario internacional actual.



En este sentido, destaca que los precios de los *commodities* acumulan una caída del orden del 30 a 35% respecto del año 2011, en tanto que el del cobre se ha corregido de manera más significativa, por lo que no debería continuar disminuyendo.

En materia de crecimiento, expresa que después de una crisis, siempre se espera una recuperación con forma de montaña, seguida de un retorno a un crecimiento más tendencial y una inflación volviendo a sus niveles normales. No obstante, en el contexto actual, se advierte que esta montaña de crecimiento está finalizando en el mundo sin que la inflación haya llegado a nivel normal alguno, incluso con correcciones a la baja hacia adelante, siendo el caso de la Zona Euro quizás el más notorio.

En este contexto, plantea que su preocupación por el sesgo a la baja en materia de inflación en nuestra proyección para el próximo año se justifica plenamente y, de cierta manera, valida el escenario con sesgo a la baja, pero con la sutileza de que ello responde a un problema de demanda más que a uno de carácter estructural o de crecimiento mundial.

Hace notar que en el contexto actual, Estados Unidos de América es el único país que crece y además sin inflación, mientras el resto se corrige a la baja, lo que configura un escenario de mucha debilidad de crecimiento en las economías avanzadas y emergentes, con brechas que se amplían a nivel mundial, y con Estados Unidos de América que, con una tasa de crecimiento del orden de 3%, difícilmente podrá empujar al resto del mundo.

El Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz manifiesta su sorpresa por lo que acontece en los mercados financieros, especialmente en lo que concierne a las tasas largas, dado que no ha habido grandes noticias por el lado real. Y si bien reconoce que se confirma un escenario de menor crecimiento mundial, donde Estados Unidos de América aparece como el motor de crecimiento, ese escenario no ha cambiado en el último mes, salvo expectativas de algunas recuperaciones en algunas zonas que se han ido diluyendo.

En su opinión, el escenario actual es la confirmación de la dicotomía entre Estados Unidos de América y Europa; y Japón que parece estar produciendo una especie de *flight to safety*. Además, se observan aumentos de CDS, flujos a emergentes que se han moderado, bolsas de valores que han retrocedido, lo cual sería consistente con un episodio de menor apetito por riesgo, que se traduce en bajas de tasas de instrumentos relativamente seguros.

Manifiesta su preocupación por que noticias duras no tan significativas han resultado en bajas de tasas largas de entre 30 o 50 puntos base en una mañana, lo cual da cuenta de que la elasticidad de los precios financieros a noticias reales está siendo relativamente alta. Luego, no se pueden descartar episodios de volatilidad financiera en este proceso, lo que podría generar problemas.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon indica que los datos de las últimas dos semanas han sido muy negativos, en particular los de carácter financiero y los referidos a expectativas, pero no suficientes para validar un escenario muy distinto del contemplado internamente.

Comparte la visión de que el mundo enfrenta problemas de demanda y oferta, que son mayores tratándose de la demanda. En Chile, en tanto, el problema mayor radica en la menor inversión. En su opinión, la menor inversión no respondería a problemas de demanda, por lo menos en los países distintos de la Zona Euro, porque las condiciones financieras se han tendido a normalizar en Estados Unidos de América y se han normalizado en el margen en China. Agrega que en otros países emergentes, la inversión comenzó a caer mucho antes que las condiciones financieras se deterioraran.



En su opinión, es importante determinar hasta qué punto la menor inversión podría responder solamente a un problema de demanda y no a una visión de problemas estructurales, de productividad menor a futuro. A su juicio, separar los temas de oferta y demanda constituye un desafío muy difícil en la coyuntura actual.

Por otra parte, señala que en el último tiempo se observó una mejora sustancial en materia de inversión financiera y un claro desacople entre el optimismo de los mercados financieros y el pesimismo de los mercados reales, porque la inversión no ha aumentado en ninguna economía, ni siquiera en aquellos que han repuntado, como Estados Unidos de América, donde si bien ha mejorado en el último tiempo, sigue siendo muy débil.

A su juicio, parte de la corrección que exhiben hoy los mercados financieros dice relación con la dificultad de sostener su mejora, la que no se condecía con el ritmo de los mercados de inversión reales. Acota que desde su punto de vista, se avizoran problemas estructurales, que se están traspasando a la demanda y principalmente a la inversión.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que parte del problema radica en una subestimación del impacto de la desaceleración en China sobre el resto del mundo

El Consejero señor Pablo García plantea la conveniencia de revisar la evolución de las expectativas de crecimiento de la inversión y del desempeño efectivo a nivel mundial, de manera de afirmar el argumento planteado por el señor Alberto Naudon. Lo expresado, en el marco de la elaboración del próximo IPoM.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que el World Economic Outlook, WEO, ha corregido a la baja las proyecciones de crecimiento para el año 2015, pero aun así da cuenta de un crecimiento bastante razonable. No obstante, en las recientes reuniones del FMI, se generó un ambiente muy negativo, que respondería al deterioro de Europa, en particular de Alemania, que registró un crecimiento negativo en el segundo trimestre y cuyas proyecciones para este y el próximo año han caído significativamente; y también muchas dudas acerca de varias economías emergentes, como China y en mayor medida Brasil, generándose un cambio en las percepciones y en los precios relativos. En su opinión, cuando Estados Unidos de América comience a mover sus tasas, se podrían observar volatilidades muy significativas.

Agrega que personeros del FMI manifestaron su inquietud porque a través del último WEO habrían contribuido a crear un ambiente algo más pesimista que lo esperado.

A título de comentario final, el señor Miguel Ricaurte señala que el escenario actual debe ser analizado con cautela, ya que ha sido muy afectado por los acontecimientos de las últimas dos semanas. De hecho, plantea que una semana atrás, el panorama internacional habría diferido significativamente del reportado en esta Reunión.

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

Siendo las 12:30 horas, se incorpora a la Reunión el Asesor del Ministro de Hacienda señor Claudio Soto Gamboa.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 215
Página 12 de 31

En materia de actividad, indica que los sectores resto han evolucionado de acuerdo con lo previsto en el último IPoM; y que la proyección del tercer trimestre se revisará a la baja, debido a noticias negativas en el sector de la minería y de recursos naturales que se concentraron en los meses de agosto y septiembre, pero que serían de carácter transitorio.

Señala que el consumo privado mantuvo tasas de crecimiento acotadas, mientras que el componente de maquinarias de la inversión exhibió una contracción mayor que la anticipada.

Asimismo, informa que las expectativas de consumidores y empresarios volvieron a caer en el mes de septiembre.

Hace presente que en este contexto, la tasa de desocupación se incrementó hasta 6,7% en el mes de junio y que los salarios redujeron su ritmo de expansión anual.

Con respecto al sector externo, resalta que las exportaciones se aceleraron en el mes de septiembre, dando cuenta del impulso en el sector industrial y en línea con la visión del escenario macro en cuanto a que algunos sectores verían favorecidos por la depreciación del tipo de cambio real y una situación mejorada de nuestros socios comerciales, en particular de Estados Unidos de América. Las importaciones, en tanto, se contrajeron nuevamente, empujadas en parte importante por los bienes de capital.

Precisa que la proyección de crecimiento se mantiene en 2,0% para el año, mientras que la demanda interna se ha revisado a la baja por una mayor caída de la inversión, asociada fundamentalmente al componente importado mencionado anteriormente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que la cuenta corriente deberá revisarse hacia un menor déficit.

El señor Miguel Fuentes indica que de acuerdo con el dato acumulado al mes de septiembre, la balanza comercial es US\$600 millones superior a lo consignado en el último IPoM y que, en consecuencia, la cuenta corriente se ha corregido en alrededor de dos décimas, todo lo demás constante.

En términos cambiarios, manifiesta que la paridad registró bastante volatilidad durante el último mes, pero al cierre del día de ayer exhibió un valor similar al observado al cierre de la Reunión anterior. Agrega que ello, más la apreciación global del dólar, han llevado al TCR a un valor cercano a 98.

Por otra parte, destaca el elevado registro inflacionario del mes de septiembre, que alcanzó a 0,8% y superó nuevamente las proyecciones tanto internas como de mercado. Hace presente que la sorpresa se concentró en los ítems de alimentos y, en menor medida, en el componente *core*.

Deja constancia que con ello, la proyección de corto plazo de la inflación se ha corregido al alza, anticipándose una variación de 4,7% a fin de año, medio punto más que lo contemplado en el IPoM del mes de septiembre; pero que las expectativas de inflación hacia el segundo trimestre de 2015, implícitas en los seguros de inflación y en la mayor parte de los activos financieros, se han reducido frente a la RPM previa, dando cuenta de que el mercado considera que el registro inflacionario de septiembre estuvo afectado por algunos componentes transitorios de importancia.

A título de último hecho destacado del mes, manifiesta que las encuestas y los activos financieros anticipan un recorte de 25 puntos base en esta Reunión y que este sería el último del actual ciclo de relajamiento monetario.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 215

Página 13 de 31

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación, planteando que en materia de actividad, el IMACEC se desaceleró nuevamente en su variación mes a mes, empujado por los sectores Resto, el comercio, consumo habitual y minería.

Hace presente que los indicadores de consumo mantienen una tasa de expansión modesta en el margen. A este respecto, señala que el IVCM promedio móvil trimestral da cuenta de una recuperación en los meses recientes y que el IVCM no durable, que es el componente más importante del consumo, exhibe un crecimiento bastante acotado.

Agrega que el consumo de servicios ha registrado un ajuste menos intenso que el consumo durable y el consumo no durable; y dentro de ellos, destaca los servicios personales, sector con una alta incidencia en el PIB y que constituye uno de los elementos que explican que la actividad continúe exhibiendo tasas de crecimiento positivas.

Plantea que el consumo crece a tasas en torno al 2%, acorde con el crecimiento de la masa laboral que se expande a tasas algo inferiores al 3% en términos reales, en un contexto en que las expectativas de los consumidores han seguido deteriorándose. Advierte que este deterioro es bien notorio en los ítems de bienes durables —casas, electrodomésticos y automóviles—, y que las expectativas de los consumidores para la compra de este tipo de bienes anticipan un menor dinamismo en adelante.

El señor Miguel Fuentes indica que el mercado laboral sigue mostrando una trayectoria que es coherente con el deterioro de la actividad real. En efecto, la tasa de desempleo aumentó hasta 6,7%, en parte importante por una notoria desaceleración del empleo por cuenta propia.

En términos sectoriales, resalta la contracción del empleo en aquellos sectores ligados al consumo de bienes e inversión, como la construcción; y añade que las medidas de holguras anticipan un deterioro adicional del empleo.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación haciendo referencia a los componentes de la inversión. Sobre el particular, señala que las importaciones de bienes de capital exhibieron un nuevo descenso y que el indicador asociado a la inversión en construcción también se contrajo.

Manifiesta que la contracción de la inversión es coherente con el término del *boom* de la inversión minera, como se advierte en los gráficos que se contienen en la lámina N° 46 de la presentación. Hace notar que la información de inversión minera de los catastros de Cochilco y de la Corporación de Bienes de Capital, CBC, así como los datos de Cuentas Nacionales, da cuenta de un notorio aumento entre los años 2011 y el 2012, un aumento menor en el año 2013, y anticipa una caída de la inversión bastante significativa, que es mayor conforme a lo proyectado por el catastro de la CBC.

Asimismo, señala que veinte empresas, incluida Codelco, presentan FECU para efectos del pago del *royalty* y que de acuerdo con las cifras reportadas, la inversión minera exhibe una caída del orden de 5% y 15% en doce meses en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Agrega que la cifra de inversión de este grupo de empresas es muy relevante, del orden del 5% del PIB.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que la caída de la inversión no solo responde a una descenso significativo de la inversión minería, sino que también a otros componentes de la inversión.



El señor Miguel Fuentes confirma el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro, ya que la inversión de las empresas que reportan FECU en bolsa también exhibe una caída importante durante el presente año.

El Consejero señor Pablo García enfatiza en la necesidad de tener mucha claridad en los números referidos a inversión. A título ejemplar, señala que a la variación anual año móvil presentada en el gráfico de la lámina N° 46, sería conveniente agregar la variación trimestre-trimestre del año calendario equivalente.

En segundo término, manifiesta que de acuerdo con las cuentas institucionales conocidas en la reunión de Pre Consejo del día martes último, la inversión de las empresas FECU no mineras distintas de Latam no reflejaban mayor variación.

En tercer lugar, plantea la conveniencia de identificar la dirección en que operan los deflatores.

Por último, solicita la elaboración de un cuadro con los datos de inversión, de manera de tener cabal claridad respecto de las magnitudes de inversión de los distintos sectores.

A juicio del Consejero señor Joaquín Vial, no solo es necesario contar con la información solicitada por el Consejero señor Pablo García, sino que también sería aconsejable agregar algún ejercicio de efecto multiplicador sobre otros sectores distintos de la minería, dado que los distintos proveedores de servicios para la minería han sido afectados por la caída de la inversión de este sector.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y destaca que las exportaciones industriales se aceleraron en el mes de septiembre, mientras que las importaciones siguieron contrayéndose en términos interanuales.

Asimismo, informa que la balanza comercial acumulaba un superávit cercano a US\$6.500 millones al tercer trimestre del año, US\$600 millones superior al estimado en el IPoM.

Por otra parte, comenta que las expectativas empresariales registraron un nuevo descenso en el mes de septiembre.

Con respecto al sector minero, indica que la caída experimentada en el mes de agosto se prolongó hasta septiembre por factores puntuales, esto es, mantenciones programadas y una huelga en La Escondida que paralizó la producción por dos días en dicho mes.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación haciendo referencia a las proyecciones. Indica que el PIB del tercer trimestre se revisó a la baja hasta 1,1%, debido a una revisión importante del PIB de recursos naturales, explicado fundamentalmente por minería; y que con ello, se anticipa un PIB total de 2,0% para el año, una décima menor que lo consignado en el último IPoM.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por las razones detrás del significativo repunte de recursos naturales en el último trimestre del año.

El señor Miguel Fuentes informa que este responde a la entrada en producción de la faena minera de Caserones, que aumentaría su capacidad productiva en estos meses.



En lo atinente a la demanda interna, resalta su notoria corrección a la baja respecto del IPoM del mes de septiembre y que se explica fundamentalmente por el componente maquinarias y equipos. De esta forma, la formación bruta de capital se ha revisado hasta -5,4% para el presente año, desde el -4,1% contemplado en dicho Informe.

El señor Miguel Fuentes menciona que el IMACEC del mes de septiembre estaría en torno a 2,3% por una baja base de comparación y el efecto de un número mayor de días hábiles que el mismo mes del año anterior. Añade que esta cifra se apoya también en el indicador de generación eléctrica, que da cuenta de una aceleración del crecimiento por sobre el 4%. El mercado, en tanto, anticipa una variación de solo 1,5%.

Por otra parte, manifiesta que las colocaciones de consumo mantienen su ritmo crecimiento y que los créditos hipotecarios, que habían exhibido algún grado de estancamiento e incluso retroceso, registran hoy tasas de crecimiento similares a las observadas a fines del segundo semestre de este año. Acota que las tasas de interés siguen en descenso, en particular las hipotecarias.

En lo concerniente a tasas de colocaciones, hace notar que su caída no se condice con los resultados de la última Encuesta de Crédito Bancario, que dio cuenta de condiciones de oferta más restrictivas y de demanda más débil que en los trimestres previos. Agrega que en el caso de los créditos comerciales, las condiciones más restrictivas son consistentes con la desaceleración de los mismos.

A continuación, destaca que el tipo de cambio se apreció 0,4% desde la RPM anterior, pese a la mayor fortaleza global del dólar y menor precio del cobre; y que el tipo de cambio real se ha apreciado desde un promedio igual a 100 en el mes de septiembre a un nivel de 98,4 al cierre de esta Reunión.

Hace presente que los salarios nominales se desaceleraron en doce meses por el desfase interanual en el reajuste del salario mínimo, que este año se concretó un mes antes que el año anterior; y que el registro fue menor que su promedio histórico por este desfase y porque comenzaron a exhibir un crecimiento algo menor que a principios de año en todos los sectores.

En materia de inflación, manifiesta que el IPC del mes de septiembre registró una variación muy superior a la esperada internamente, debido a las sorpresas provenientes de los sectores de alimentos, que se repartieron en partes iguales entre frutas y verduras y alimentos más elaborados.

Agrega que en el IPCSAE hubo una sorpresa de signo contrapuesto, donde servicios sorprendieron levemente a la baja, mientras que los bienes registraron un alza mayor que la anticipada, debido a un elemento de *pass through* cambiario que incidió en el precio de los automóviles.

En cuanto a las medidas subyacentes de inflación, comenta que si bien tuvieron un rebote en el mes, continúan en niveles bastante más bajos que los observados a comienzos de año, cuando se registraron sorpresas generalizadas en los meses de abril y mayo.

Deja constancia que la proyección de inflación de corto plazo se ha corregido al alza tanto por el componente *core* como por el de alimentos. Tratándose del primero, señala que el alza del componente de bienes se explica por un aumento en el ítem de automóviles, porque parte de la apreciable alza de dichos precios se postergó desde el mes de septiembre a octubre; que la revisión al alza de los alimentos reconoce las sorpresas persistentes en este componente; y que, con ello, la proyección de inflación se ha corregido al alza en cuatro décimas al mes de febrero de 2015.



El señor Miguel Fuentes informa que el IPC del mes de octubre alcanzaría a 0,6%, mayor que la proyección del mercado, y que la inflación en doce meses ascendería a 5,2% en dicho mes y a 4,7% al término del año.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si los bajos niveles esperados para los meses de noviembre y diciembre se relacionan con la baja del precio de las bencinas.

El señor Miguel Fuentes indica que si bien esta baja contribuye a ello, estos meses exhiben habitualmente bajos registros de inflación.

Destaca que la fuerte caída del petróleo en el día de ayer ha arrastrado los futuros a la baja y tendría una incidencia de una décima en la inflación acumulada a diciembre, desde 4,7 a 4,6%, en la medida que el precio del petróleo se mantenga.

Plantea que, a pesar de las recientes sorpresas inflacionarias, las expectativas del mercado se han corregido a la baja con respecto a la RPM previa. Agrega que las expectativas al mes de junio del próximo año se han revisado en una magnitud algo mayor y ya en el mes de mayo se ubicarían bajo 3% de acuerdo con lo que se desprende de los seguros de inflación, en tanto que para el mes de noviembre del próximo año se anticipa una inflación en doce meses en torno a 2,5%. A este respecto, destaca que el mercado proyecta una desaceleración de la inflación en doce meses similar a la contemplada en nuestro horizonte de proyección.

Al concluir su presentación, manifiesta que las expectativas para la tasa de política monetaria, TPM, se han corregido a la baja respecto de la Reunión previa, hasta 3%, y reflejan el término del proceso de recortes. En efecto, la encuesta Bloomberg da cuenta de que el 80% de los consultados espera un recorte de 25 puntos base en esta Reunión, porcentaje que alcanza al 60% tratándose de la Encuesta de Expectativas Económicas; y que para la Reunión del mes de noviembre, en tanto, el 70% anticipa que la TPM se mantendrá en 3%.

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

El Consejero señor Pablo García observa que uno de los *bullets* de la presentación no se condice con lo reflejado por los gráficos contenidos en ella, razón por la que sugiere cambiar los gráficos o cambiar el *bullet*, más aún considerando que esta presentación se hará pública.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace presente que el ajuste significativo de nuestra cuenta corriente es un tema que se destaca y valora en el extranjero, en especial, porque ha sido muy superior al observado en otras economías de la región.

Con respecto a la presentación del escenario interno, resalta la inexistencia de mayores ajustes frente a lo expuesto en la Reunión anterior, salvo en lo que respecta a la inflación. En efecto, en el último IPoM se proyectaba a diciembre una variación de 4,1% en doce meses, cifra que se ha elevado a 4,7%, constituyendo simplemente una mala noticia; y si bien estima que esta alza es de carácter transitorio y que la inflación se situará posiblemente por debajo de 3% en algún momento del próximo año, reitera que una variación anual de 4,7% es definitivamente una mala noticia.

Por último, destaca que a pesar de ello, las expectativas internas y del mercado siguen ancladas a la meta en el horizonte de política.



El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta su concordancia con lo expresado por el Presidente señor Rodrigo Vergara. No obstante, considera necesario hacer una distinción entre el corto y mediano plazo, ya que la cifra de inflación no es positiva en el corto plazo, mientras que en el mediano plazo debieran observarse menores presiones inflacionarias desde el exterior y marginalmente menores en el ámbito interno. Acota que en el largo plazo, se mantiene nuestro escenario de inflación.

Por otra parte, destaca en un sentido positivo la evolución de las tasas de los créditos hipotecarios, que se han movido acorde con los recortes de la TPM, dando cuenta de un funcionamiento eficiente del mercado.

El Consejero señor Joaquín Vial también considera que los actuales registros inflacionarios constituyen una mala noticia, más aun si se mantienen por sobre 5% en términos anuales por varios meses. En su opinión, es muy importante que el Consejo dé una señal de preocupación por este tema.

Asimismo, plantea que varios elementos apuntan a que nuestras proyecciones inflacionarias podrían estar algo más desviadas que el pronóstico del mercado si se consolidan las bajas de precios de la gasolina. Añade que la estabilización e incluso leve apreciación del tipo de cambio es motivo de optimismo, en particular, en un contexto en que todas las monedas se están depreciando.

Por otra parte, hace especial mención a la estabilización que exhiben varios indicadores de actividad y de demanda frente a lo observado en meses anteriores, cuando todos ellos disminuían; entre ellos, el consumo de durables, la actividad, los indicadores de actividad de la construcción, las colocaciones; el empleo asalariado. Expresa que si bien todos estos indicadores no dan cuenta aún de una recuperación, sí podrían reflejar una aproximación al punto de inflexión.

El Consejero señor Pablo García considera que la distinción que hace el Vicepresidente señor Enrique Marshall entre el corto y el mediano plazo debe ser destacada. Asimismo, que el Consejo debiera manifestar su preocupación por los actuales niveles de inflación.

Plantea que el escenario del último IPoM consigna dos *timings* de efectos contrapuestos: por una parte, que en el corto plazo, el *shock* inflacionario no tendrá efectos persistentes, ya que se están generando holguras; y, por otra parte, que hacia el mediano plazo, esto es, hacia fines del próximo año y el fin del horizonte de proyección, la recuperación de la economía, que comenzará a ocupar nuevamente las holguras, evitará una caída significativa de la inflación por debajo de la meta. En su opinión, hoy día, las noticias apuntan más bien a riesgos por el lado del *timing* del proceso inflacionario, esto es, si se materializará un escenario de ciclo de mayores alzas, materia que se deberá seguir evaluando.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:30 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 16:00 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 215, 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 abril de 2015 se efectuará el día jueves 16 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. En primer término, consigna que las noticias conocidas durante este mes han vuelto a mostrar un escenario de actividad externa menos favorable que lo anticipado en el IPoM pasado, donde resalta la visión más negativa respecto de Alemania, Japón y de la mayoría de los países de América Latina.

En segundo lugar, señala que la menor demanda mundial ha presionado a la baja el precio de los *commodities*, fenómeno que en algunos casos se ha combinado con una visión más holgada de la oferta, generando bajas sustantivas de los precios; y destaca lo sucedido con el precio del petróleo.

Hace presente que la menor actividad y el menor precio de productos básicos han intensificado el escenario de bajas presiones inflacionarias en las economías desarrolladas, alcanzando incluso a la economía americana, que parecía estar dejando atrás esta situación. Agrega que este cambio en el escenario de inflación ha modificado las expectativas de mercado respecto de la evolución de la política monetaria en las principales economías desarrolladas, lo que se ha reflejado en caídas de las tasas de interés en esas economías.

Por último, indica que las menores tasas de interés no han sido capaces de neutralizar el impacto negativo de estas noticias sobre el precio de otros activos financieros de mayor riesgo, observándose durante las últimas semanas caídas generalizadas en las bolsas de valores, depreciación de las monedas en los países emergentes y aumentos de los premios soberanos.

En el plano local, informa que salvo la sorpresa negativa en la producción minera, la actividad ha evolucionado en línea con la estimación del IPoM de septiembre, y que el mercado del trabajo ha continuado ajustándose de manera acorde.

No obstante, advierte que las expectativas de empresarios y consumidores siguen deteriorándose y que las variables relacionadas con la inversión dan cuenta de un escenario para esta variable peor al anticipado, lo que ha contribuido a la corrección a la baja de las proyecciones de mercado para el crecimiento en el año 2015, que lo sitúan en la parte baja del rango de proyecciones del último IPoM.

Manifiesta que, en su conjunto, el menor precio de los *commodities* y la visión de una actividad menos dinámica en Chile y el mundo es coherente con la reducción de las expectativas de inflación a un año plazo implícita en los instrumentos financieros, fenómeno que no se observa en las encuestas, donde la inflación permanece bien anclada en 3%. Lo expresado, a pesar de que la inflación de septiembre llegó a 4,9% y que se espera que sobrepase el 5% en los meses venideros, concretando varios meses en que la inflación ha sorprendido al alza.

Plantea que, en términos generales, las noticias no se han apartado de manera sustantiva del IPoM del mes de septiembre, donde el Consejo consideró —y así lo comunicó— que el fin del ciclo de recortes de la TPM estaba próximo, generando un aumento de las tasas de interés de mediano y largo plazo, que habían alcanzado su mínimo histórico en muchos casos. Añade que a juicio de la Gerencia de División Estudios, los antecedentes recabados durante este mes son congruentes con el mensaje de ese Informe.

Asimismo, menciona que en las últimas semanas, las tasas largas se han ajustado cerca de 30 puntos base a la baja, revirtiendo en parte el fenómeno observado post IPoM, y que este ajuste ha sido menor que el exhibido por las tasas americanas respectivas. En este contexto, señala que el tipo de cambio, que se había depreciado con mucha fuerza



durante el mes, retrocedió a niveles muy similares a los registrados en los días previos a la RPM pasada, estimándose que la visión de una escalada importante en su valor tiene una menor probabilidad de ocurrencia. Acota que en este contexto, las expectativas de la evolución de la TPM implícitas en los instrumentos financieros han disminuido levemente, pero permanecen inalteradas en las encuestas.

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

Hace presente que la opción de mantener la tasa en su nivel actual se justifica en que dados los altos niveles de inflación actuales, es posible pensar que el fin del ciclo de bajas de interés podría concluir en 3,25% y no en el 3% anticipado por el mercado. Esta medida, que sin duda sorprendería, ayudaría a prevenir un posible desajuste de las expectativas inflacionarias, que si bien no se ha observado, es posible que se dé en un contexto donde la inflación ha sorprendido al alza y se ubicará por sobre el rango de tolerancia del Banco Central por varios meses.

Por otra parte, si bien la Gerencia de División Estudios estima que las sorpresas de los últimos meses son explicable por elementos puntuales, no es descartable que tras las sucesivas sorpresas de inflación exista algo que no se haya entendido y para lo cual sería necesario recabar información que permita verificar la necesidad de una corrección del nivel de expansividad de la política monetaria.

Sin embargo, esa Gerencia considera que la preocupación por un posible desajuste de las expectativas de inflación es prematura, ya que las condiciones de mediano plazo, si algo, son menos favorables a un aumento de la inflación en el mediano plazo, como se deriva del mayor pesimismo respecto de la actividad local y externa, de las noticias ligadas al precio del petróleo y la gasolina y al debilitamiento global del dólar, que pareciera ser algo más persistente.

Por otra parte, reitera que los análisis internos indican que las sorpresas observadas en la inflación durante los últimos meses se deben en gran parte a elementos transitorios.

Por último, señala que no es descartable que el mercado vea en la mantención de la TPM una política monetaria más restrictiva que lo que el propio Banco Central desea comunicar, generando caídas en la inflación esperada y el consiguiente aumento de las tasas reales, lo que pondría en riesgo la convergencia de la inflación hacia el 3% en el mediano plazo.

Expresa que la opción de bajar la tasa en 25 puntos base, cambiando el sesgo hacia neutral, es coherente con la política de ajustes graduales llevada adelante por el Banco y que ha permitido guiar al mercado hacia niveles de tasas de interés de mediano y largo plazo que son, en líneas generales, coherentes con la evaluación interna del escenario macro. En este contexto, indica que el cambio de sesgo hacia neutral es congruente con la visión de que la política monetaria ya estaría entregando el impulso necesario para la convergencia de la inflación, como se ha mencionado con anterioridad.

El señor Alberto Naudon señala que la Gerencia de División Estudios, si bien reconoce que la proyección de la inflación está sujeta a importantes grados de incertidumbre en el corto plazo, estima que la evolución reciente de esta variable no representa un riesgo serio para su comportamiento futuro y, por lo tanto, no amerita un cambio en la dirección e intensidad del impulso monetario propuesto en el IPoM de septiembre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 215
Página 20 de 31

El señor Alberto Naudon expresa que por las razones antedichas, la Gerencia de División Estudios recomienda reducir la TPM a 3,00% anual y mantener el sesgo neutral en el Comunicado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que, a su juicio, la baja acumulada de la TPM, de 175 puntos base, ha sido una respuesta decisiva para contener la desaceleración de la economía chilena. Hace notar que con la probable baja de hoy, serían 200 puntos base acumulados en un período de tiempo razonable.

Destaca que este proceso de recortes se ha llevado a cabo en un ambiente de depreciación cambiaria significativa, que ha presionado la inflación *headline* más allá de lo tolerable, haciendo aún más difícil el trabajo para el Banco Central. En su opinión, la baja de tasas de corto plazo que ha promovido el Banco, más la caída en las tasas largas y la depreciación cambiaria, a pesar de su probable incidencia transitoria en la inflación, serán fundamentales para apoyar la recuperación, todo ello en un contexto de plena credibilidad de la política monetaria. Lo expresado, considerando además que el escenario delineado en el IPoM, en especial el externo, se cumpla razonablemente.

Hace presente que pocos o ningún banco central de país emergente pueden señalar que, a pesar de los recortes de tasas, de la depreciación de la moneda y del aumento de la inflación, han tenido una respuesta favorable en los precios de mercado como, por ejemplo, la caída de las tasas largas.

Sin embargo, estima que este ciclo bajista, que se va a coronar probablemente con una baja de 25 puntos base en esta Reunión, no debe terminar, ni siquiera como una jugada táctica de corto plazo, para mantener la TPM en 3%, observar y esperar.

En este sentido, considera que la mejor alternativa en esta oportunidad es reducir la TPM en 25 puntos base y mantener el sesgo bajista, lo que es coherente con "las entre dos y tres bajas" que se indicaron en el IPoM como supuesto de trabajo. En su opinión, de acordarse un nuevo recorte en el día de hoy, totalizarían dos de esas tres bajas, razón por la que el sesgo bajista no sería incoherente con dicha decisión.

Por otras parte, vislumbra que la reciente y significativa caída de precios a nivel mundial de las bolsas de valores y de las tasas es una respuesta coherente del mercado a una percepción de que la recuperación post crisis de las principales economías será incluso más lenta de lo anticipado en el IPoM del mes de septiembre. En este sentido, si bien estima que no se generará una recesión global, cree que se está en presencia de un gran ajuste de precios, que posiblemente no ha terminado, como respuesta a una desaceleración de la economía mundial más intensa que lo esperado.

El señor Beltrán de Ramón plantea que bajar la TPM en 25 puntos base en esta Reunión sería es una decisión adecuada, no así la eliminación del sesgo. A este respecto, considera que la alta inflación *headline*, aunque llegue a superar el 5% de acuerdo con las estimaciones de la Gerencia de División Estudios, no es decisiva en esta acción, porque las expectativas están ancladas. A su juicio, bajar la tasa y dejar el sesgo no sería una señal de que la inflación no es motivo de preocupación del Banco Central.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 215

Página 21 de 31

Con respecto a la discusión del sesgo, indica que en los últimos años, los ciclos de cambio de la TPM han tenido una gran maduración en el Banco Central —su principal argumento para recomendar mantener el sesgo a la baja—, muchas discusiones y un arduo esfuerzo por el consenso, lo que es positivo, ya que permite tener una mejor valoración del panorama económico, pero también negativo, porque siempre está el riesgo de que demorarse en llegar a consenso puede significar llegar tarde, lo que, en todo caso, no ha ocurrido hasta ahora.

En razón de lo expresado, estima que en el evento que se elimine el sesgo en esta oportunidad, será muy difícil poder reinstalarlo en las futuras Reuniones. Hace presente que los próximos IPoM no serán decisivos en esta discusión, porque la posible ralentización de la economía mundial tardará bastante en presentar sus efectos en la economía local. Acota que solo una caída de precios abrupta podrá cambiar este escenario, pero es muy poco probable que ocurra.

Agrega que si bien podrían observarse mejores registros de IMACEC en algunos meses, pero a partir de los meses del verano, por la ralentización mundial, estos volverán a decepcionar, razón por la que solo una respuesta contundente de los principales bancos centrales podría cambiar esa percepción. No obstante, como se analizó en la sesión de la mañana de esta Reunión de Política Monetaria, ello difícilmente ocurrirá, en particular por los problemas que aquejan a la Zona Euro.

A título de conclusión, y teniendo en consideración que la política monetaria debe anticiparse en varios meses, el señor Beltrán de Ramón es de opinión que además de bajar la tasa en esta oportunidad, sería muy inconveniente remover el sesgo y dejarlo neutral.

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

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

El señor Alberto Arenas señala que en el último mes, los indicadores disponibles siguen dando cuenta de un escenario débil en términos de actividad. En efecto, el IMACEC se expandió un 0,3% en términos anuales en el mes de agosto, ubicándose por debajo de las expectativas de mercado, y que con este resultado, las expectativas de crecimiento para este año se han vuelto a corregir a la baja y se ubican en 1,9% según la Encuesta de Expectativas Económicas. Agrega que para el mes de septiembre, el mercado anticipa un crecimiento de 1,5%, con lo que el tercer trimestre del año tendría una expansión promedio de la actividad de 0,9%.

Indica que por el lado de la demanda interna, el consumo siguió mostrando signos de desaceleración, en particular en su componente durable, mientras que el consumo de bienes no durables exhibió un desempeño algo más positivo que en meses recientes. Añade que el desempleo aumentó, aunque el crecimiento del empleo total se mantuvo en terreno positivo, percibiéndose una leve mejora en su composición al disminuir la brecha entre asalariados y cuenta propia.

Hace presente que las importaciones de bienes registraron una nueva caída durante el mes de septiembre, particularmente producto de las menores internaciones de bienes de consumo durables y de capital.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 215

Página 22 de 31

Agrega que la última encuesta trimestral de créditos bancarios del Banco Central muestra una percepción generalizada de condiciones restrictivas en la oferta crediticia y debilidad en la demanda; que, con todo, en el mes se pudieron observar algunos datos más promisorios en términos de actividad; que las exportaciones crecieron 5% en términos nominales en septiembre; y que se observó un repunte en el indicador de despacho de materiales para la construcción.

En lo concerniente al ámbito externo, se recibieron datos de crecimiento débil en la Zona Euro, principalmente en Alemania, y cifras de producción industrial en China bastante bajas; que estos antecedentes, sumados a la consolidación del crecimiento de Estados Unidos de América, implicaron una fuerte apreciación del dólar a nivel global; que en lo más reciente, las dudas sobre el crecimiento mundial de mediano plazo han hecho caer de manera importante los precios de los *commodities*; y que en esta línea, el FMI, en su más reciente informe, corrigió de manera importante a la baja sus proyecciones de crecimiento para Japón, la Zona Euro y las economías emergentes, en especial de América Latina.

Por su parte, la Reserva Federal ha mostrado cierta preocupación respecto a la debilidad de la economía mundial y la apreciación global del dólar, por su potencial impacto en la recuperación de la actividad local y la inflación, manteniendo cautela en cuanto al inicio del proceso de alzas de las tasas de interés.

El señor Alberto Arenas menciona que el panorama inflacionario local fue nuevamente influenciado por factores puntuales, y que si bien la inflación del mes de septiembre, de 0,8%, se ubicó por sobre las expectativas de mercado, que se situaban entre 0,5 y 0,6%, el alza se explicó principalmente por aumentos específicos en alimentos y transporte. Precisa que en este último caso, el alza estuvo ligada al incremento de precios de los automóviles, que coincide con el cambio de temporada y la depreciación que tuvo el peso a comienzos de dicho mes.

Con todo, manifiesta que el índice subyacente que excluye alimentos y energía registró una variación anual de 3,9%, por debajo del 4% del mes previo.

Añade que el tipo de cambio se depreció con fuerza a comienzos del mes pasado, llegando a ubicarse por sobre los \$600; sin embargo, ha retrocedido en los últimos días, situándose por debajo de los \$590.

En el caso de los salarios, comenta que la tendencia al alza observada desde comienzos de año se revirtió parcialmente en el margen durante el mes de agosto.

En opinión del Ministro de Hacienda, los antecedentes disponibles confirman la necesidad de seguir expandiendo el impulso monetario. A este respecto, hace notar que a la debilidad de las cifras de actividad local se agrega la incertidumbre sobre la economía mundial, que se ha comenzado a manifestar en las últimas semanas, en especial en el Zona Euro.

Por el lado inflacionario, indica que si bien la variación anual del IPC es próxima al 5%, las medidas subyacentes siguen dentro del rango de tolerancia del Banco Central y hoy día se encuentran alineadas con la meta.

Al finalizar su intervención, el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas manifiesta que el mercado espera de manera mayoritaria una reducción de la TPM en la Reunión de hoy; y que, del mismo modo, la curva *forward* señala que dicha tasa se ubicará por debajo del 3% en los próximos meses. Por otra parte, si bien la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas y la Encuesta de Operadores Financieros tiene como piso un 3% para la TPM, existe una masa relevante de encuestados que señalan que llegaría a un nivel menor en los meses siguientes.



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

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

En su opinión, las novedades más relevantes desde la última RPM no están significativamente vinculadas a datos coyunturales domésticos, sino que más bien al deterioro de expectativas a nivel global, que ha afectado de manera relevante los precios de activos financieros y productos básicos en el mundo.

Indica que, por ahora, es probablemente prematuro anticipar una desviación significativa del escenario internacional consignado en el IPoM, pero que el sesgo a la baja en el balance de riesgos incluido en las proyecciones para el crecimiento de Chile en el año 2015 aparece entonces como apropiado. Expresa que este sesgo a la baja se podría justificar ahora no solo por la eventualidad de un ajuste desordenado de la política monetaria de Estados Unidos de América, sino que también por el riesgo de una moderación del crecimiento global, con implicancias hacia menores precios de *commodities* y también menores presiones inflacionarias importadas.

En cuanto a la interrogante de cómo afecta lo anterior a la decisión de política monetaria del día de hoy, considera que debido a lo reciente de estos acontecimientos en el mundo financiero y a que las proyecciones de crecimiento de consenso mundial para el año próximo no difieren de manera muy significativa de las contenidas en dicho Informe, el escenario externo no es por ahora un motivo para modificar nuestra estrategia de política monetaria, la que incorporaba la posibilidad de uno o dos recortes de la TPM de 25 puntos base, adicionales al ya realizado el mes pasado. Acota que las expectativas privadas no difieren mucho de este mensaje.

Desde el punto de vista interno, menciona que los desarrollos por el lado de la actividad y de la demanda no modifican significativamente nuestras perspectivas de crecimiento de corto plazo, mientras que la inflación se ubica por encima de las proyecciones del IPoM a esos mismos horizontes y oscilará en torno a 5% por algunos meses. Atendido lo anterior, se podría plantear, en primer término, que lo más apropiado sería reducir la TPM en 25 puntos base en esta ocasión y, en segundo lugar, condicionar una segunda reducción de igual magnitud a tener datos más claros que reflejen que la inflación está retornando hacia el centro del rango meta. Hace notar que el primer punto está contemplado en las opciones de la Gerencia de División Estudios, razón por la que su voto es por la alternativa de bajar la TPM en 25 puntos base.

Con respecto al segundo punto, asociado a la comunicación de un sesgo, señala que desde su punto de vista, la decisión requiere cierta elaboración, porque hay puntos a favor y en contra. En cuanto a los primeros, alude directamente a lo planteado por el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y solicita que ello sea incluido en la Minuta de esta Reunión como parte de su opinión. Agrega que a su juicio, la decisión de un sesgo implica compatibilizar dos temas: por un lado, el mensaje de que seguimos en el escenario base del IPoM tanto respecto de lo que significa el crecimiento de este año como el del próximo año y, por tanto, corresponde cumplir con esta etapa del ajuste monetario que se inició hace algunos trimestres; por otro lado, el hecho que deberemos evaluar en los próximos meses y trimestres si el escenario externo proveerá menos estímulo hacia el año 2015 que el previsto.



Manifiesta que para dilucidar la inclusión de un sesgo en el Comunicado, es útil definir cuál es el sentido de tenerlo. En su opinión, un sesgo se justifica en la medida que se anticipen acciones relativamente inmediatas de política monetaria dentro de una estrategia ya definida. Reitera que el escenario de actividad de corto plazo es similar al previsto, mientras que el de inflación está más deteriorado; y que esto último no es, en principio, un conflicto en nuestro esquema de metas de inflación, en la medida que las expectativas de inflación se mantienen en 3% y dado que se observa una desaceleración incipiente de los salarios nominales. No obstante, el que persistamos por más tiempo que el previsto con la inflación anual por sobre la meta no es algo confortable. Expresa que estos son los elementos que deben incidir en la discusión de incluir un sesgo o no, que sugiera que hay una reducción adicional de 25 puntos base pendiente, que se materializará en el próximo par de meses. A su juicio, ello no es obvio.

Por último, indica que el punto central en términos de estrategia de política monetaria hacia el futuro, y en particular el próximo año, es que tendremos que seguir observando con mucha atención el entorno externo, que comienza a mostrar los riesgos a la baja que se mencionaron en el IPoM. En su opinión, el incluir o no un sesgo en esta oportunidad no restringe de modo alguno que la política monetaria pueda reaccionar con flexibilidad frente a un deterioro material del escenario internacional, que reduzca de manera significativa las perspectivas de crecimiento e inflación de mediano plazo.

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 del *staff* para esta Reunión, que se ha reflejado tanto en los antecedentes como en las opciones presentadas.

En relación con la Reunión de hoy, considera que lo más llamativo es el fuerte deterioro del clima económico financiero a nivel global, que contrasta con proyecciones de crecimiento global del FMI que tienden a reiterar las tendencias que se veían en informes anteriores. En su opinión, si bien no se puede descartar que la volatilidad y aversión al riesgo de los últimos días se trata de una sobrereacción pasajera a datos puntuales, se debe tener presente que los mercados financieros reaccionan de manera muy rápida a la nueva información y que las proyecciones del FMI se construyen a través de procesos graduales que toman tiempo y que pueden quedar desactualizadas muy prontamente. Expresa que si bien esta incógnita no se podrá resolver hasta que no haya transcurrido más tiempo y se cuente con más información, no cabe duda de que el panorama actual de la economía mundial se ve más riesgoso que el prevaleciente hace solo unos días.

Hace presente que este cuadro de mayor pesimismo global ha impactado con fuerza a los mercados de materias primas industriales, especialmente al precio del petróleo y otros productos energéticos. En este caso, a las preocupaciones por una posible debilidad en la demanda se suman aumentos importantes en la producción derivados de cambios tecnológicos, nuevos descubrimientos de reservas convencionales y de reformas en países como México, que abren la posibilidad de desarrollar amplias reservas conocidas. A su juicio, el hecho que los países de la OPEP estén optando por validar precios más bajos en vez de ajustar la producción, sugiere la posibilidad de que estemos entrando a un período de precios de petróleo significativamente menores que los observados en los últimos años. Tratándose del cobre, destaca su relativa fortaleza en el contexto actual, la que sin embargo parece estarse debilitando a la luz de proyecciones más pesimistas sobre el consumo de cobre en China.



Plantea que un segundo elemento destacable a nivel global es la preocupación creciente por la situación financiera de países emergentes como Rusia, Venezuela y otros que dependen de un alto precio del petróleo para financiar sus cuentas fiscales y externas, a lo que se agregan nuevas dudas sobre Grecia y la posibilidad de que países como Colombia y Perú, cuyo manejo económico ha sido reconocido internacionalmente, vean aumentar significativamente sus déficits en cuenta corriente como consecuencia de los menores precios de exportaciones claves.

En lo concerniente al plano local, señala que lo más llamativo es la nueva sorpresa en materia de inflación, que va acompañada de proyecciones que anticipan su mantención por algunos meses más por encima de la banda. Hace notar que si bien las expectativas siguen firmemente ancladas y que la evolución más reciente del tipo de cambio y de los precios de *commodities* tienden a reforzar el diagnóstico de que estas son desviaciones transitorias, este es un fenómeno que se debe seguir con mucha atención, ya que es un condicionante fundamental de la política monetaria.

En términos de la evolución de la actividad, se mantienen las tendencias de meses anteriores, aunque varios indicadores apuntan aún a una cierta estabilización y una detención del deterioro que se veía en trimestres anteriores. Destaca, por su importancia, la evolución del empleo asalariado, que detuvo su desaceleración hace ya varios meses, lo que posiblemente contribuye a explicar el estancamiento del empleo por cuenta propia.

En este contexto, estima que las opciones que ha planteado el *staff* son las correctas. En este sentido, indica que la preocupación por la inflación y su sorpresa reciente es una poderosa razón para mantener la TPM en 3,25%. Sin embargo, considera que la opción de bajar la tasa a 3%, acompañada de un mensaje claro de que con ello termina el actual ciclo de bajas, se impone.

El Consejero señor Joaquín Vial recuerda que cuando se inició este ciclo, el Consejo manifestó su preocupación por la rápida desaceleración de la economía, en un contexto en que la inflación se ubicaba por muchos meses en torno o por debajo de 2% anual. Ello coincidió con un cambio de los flujos financieros internacionales, ahora de regreso a Estados Unidos de América, lo que incidió en una depreciación del peso mayor que la anticipada y, por ende, en un alza transitoria de la inflación también algo mayor y prolongada que la prevista. A su juicio, todo apunta a que las alzas de precios volverán a ubicarse en torno a la meta en el año 2015. Sin embargo, con una TPM en torno a 3%, lo que implica tasas de interés reales nulas o incluso negativas en los próximos meses, estima que se ha hecho el máximo esfuerzo que la política monetaria podía hacer en pos de reactivar la economía en el actual escenario, sin poner en riesgo la credibilidad del compromiso con las metas de inflación.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que por las consideraciones antedichas, vota por bajar la TPM a 3% y por dar una clara señal de que con ello se cierra un ciclo, por lo que ajustes futuros de esta variable se evaluarán en función de desviaciones significativas de los escenarios vigentes.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención destacando los principales antecedentes acumulados en el último mes.



En primer término, expresa que mientras los datos en Estados Unidos de América continúan mostrando señales de moderada recuperación, los mercados financieros han reaccionado de manera importante a noticias internas y externas a ese país, indicando que la normalización de la política monetaria sería más lenta de lo anticipado previamente. En su opinión, es posible que ello dé cuenta de los efectos mayores que podría tener una debilidad más significativa de Europa o de las dificultades asociadas a una importante apreciación del dólar frente al euro si la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América fuese la esperada. Agrega que en Europa, los antecedentes siguen mostrando un deterioro apreciable, mientras que en China las cifras no dan mayores sorpresas.

Manifiesta que estos antecedentes han tenido importantes impactos en los mercados externos. En efecto, a la ya mencionada volatilidad y, en particular, la última caída significativa de las tasas soberanas en Estados Unidos de América, se suma una caída relevante del precio del petróleo, aunque no se ha observado algo similar en otros *commodities*, en particular el cobre. Con todo, se percibe un escenario de mayor debilidad externa y donde las perspectivas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América se han retrasado. Hace notar que la trayectoria del peso y la caída de las tasas largas en Chile dan cuenta de ello.

En lo concerniente al ámbito interno, plantea que las cifras de actividad estuvieron en línea con lo proyectado, con la excepción de la minería, mientras que el registro de inflación fue algo superior a lo esperado. En lo fundamental, estima que las cifras conocidas hasta ahora confirman o ratifican el escenario delineado desde hace varios meses sobre una debilidad importante de la actividad y de la demanda, y registros de inflación que serían altos en respuesta a la fuerte depreciación que ha experimentado el peso y a registros salariales que recién comienzan a ceder. Agrega que si bien se espera que la inflación se mantenga elevada por unos cuantos meses y supere el 5% en lo más próximo, las proyecciones de inflación siguen dando cuenta de una convergencia a 3% hacia mediados del año próximo, así como también continúan presentes las perspectivas de una recuperación gradual de la demanda y de la actividad en Chile.

En materia de inflación, destaca que mientras los últimos registros han sorprendido al alza y se espera que la inflación termine en el mes de diciembre por sobre lo anticipado en el último IPoM, en las últimas semanas las expectativas de inflación hacia el 2015 del mercado han mostrado una corrección a la baja. En su opinión, los antecedentes sugieren que este fenómeno podría estar reflejando, por una parte, un cambio en la perspectiva respecto de los precios de los *commodities* —que han tenido una corrección relevante a nivel internacional, en particular el petróleo— o, por otra, una trayectoria esperada del tipo de cambio distinta de la que se pudiera anticipar, más que estar reflejando un deterioro en las perspectivas de actividad y demanda interna. No obstante, considera que también es importante tener en cuenta que la volatilidad de las condiciones financieras externas o la posibilidad de una recuperación más lenta en el ámbito interno podrían generar nuevas presiones cambiarias en los próximos trimestres que disolvieran en parte este efecto que podría estar explicando la corrección a la baja en las perspectivas de inflación hacia el año 2015 en las últimas semanas.

Hace presente que en términos de actividad y demanda, se sigue observando una trayectoria declinante del consumo y una ausencia de recuperación en los niveles de inversión, que se han corregido nuevamente a la baja. Agrega que las condiciones financieras siguen favorables, mientras que los índices de confianza empresarial y de consumidores exhiben nuevas caídas.



Consigna que diferentes indicadores de impulso monetario muestran que la política monetaria ha acompañado adecuadamente este ciclo, y que la trayectoria esperada de inflación sugiere que es razonable detener este proceso de baja de las tasas de interés, lo que es ampliamente esperado por el mercado. A su juicio, esto facilitará el ajuste de precios relativos, a la espera de que los desarrollos internos y externos entreguen más luces sobre la velocidad a la cual la economía se va a recuperar el próximo año y, por lo tanto, sobre sus implicancias inflacionarias.

En ese sentido, si bien considera que las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son válidas, se inclina por bajar la TPM en 25 puntos base en esta ocasión y por eliminar el sesgo, entregando al mercado la señal de que, en el escenario más probable, no habrá movimientos en dicha tasa en los meses venideros.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por bajar la TPM a 3%.

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

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

Señala que las noticias del último mes, si bien no cambian en lo grueso el escenario base, introducen nuevos elementos que deben ser procesados con atención.

En lo que respecta al escenario externo, manifiesta que las perspectivas de crecimiento se han debilitado. En efecto, la economía norteamericana se mantiene en una senda de gradual recuperación, pero surgen crecientes dudas sobre la evolución futura de Europa y las perspectivas para el mundo emergente siguen siendo poco alentadoras. En su opinión, todo ello ha alimentado sensaciones de mayor pesimismo que se reflejan especialmente en los mercados financieros, donde se ha observado un aumento de la volatilidad y de los premios por riesgo y una caída de las bolsas de valores. De manera simultánea, los precios de las materias primas han disminuido. A todo ello, agrega que los riesgos identificados para el escenario base siguen muy presentes.

En el frente interno, plantea que el último IMACEC volvió a confirmar el lento crecimiento de la economía; que por el lado de la demanda, los indicadores disponibles confirman ese mismo diagnóstico de debilidad; que el consumo evoluciona lentamente y que uno de sus determinantes, las expectativas de los hogares, han vuelto a caer.

Añade que las cifras de inversión continúan muy afectadas por la evolución propia del ciclo, pero también por cierta incertidumbre sobre la salida de este cuadro de desaceleración. En esa perspectiva, comenta que las expectativas empresariales continúan en terreno negativo y que el último registro muestra una nueva caída.

Hace presente que el mercado laboral responde con rezagos habituales a esta desaceleración de la actividad, y que ello se advierte en las cifras tanto de empleo como de remuneraciones. Acota que entre los últimos registros, sobresale cierta moderación en el crecimiento de las remuneraciones.

Además, indica que los agregados de crédito crecen a un ritmo coherente con la evolución del ciclo, lo que se advierte particularmente en las operaciones a las empresas y las de consumo.



En materia de inflación, señala que el registro de inflación del último mes sorprendió nuevamente al alza, con lo cual la inflación anual alcanzó un nuevo máximo en esta coyuntura; que como resultado, las proyecciones de corto plazo se han ajustado al alza; que, con todo, se mantiene el diagnóstico de que este es un fenómeno esencialmente transitorio; que la debilidad de la demanda y la evolución proyectada para la actividad permiten sostener que la inflación anual debe converger nuevamente a la meta; y que las proyecciones de mercado son coincidentes con dicha visión.

En este contexto, plantea que las opciones de política que aparecen en principio como razonables son mantener la TPM dejando el mismo sesgo bajista o recortarla en 25 puntos base, eliminando dicho sesgo. A este respecto, manifiesta coincidir en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

A juicio del Vicepresidente señor Enrique Marshall, la opción de mantener la tasa dejaría el curso de la política monetaria más abierto, pero tendría el serio inconveniente de introducir cierta incertidumbre sobre nuestro accionar; la lectura de una decisión de este tipo no sería fácil para el mercado, teniendo presente las señales que hemos entregado, entre otras, la que anticipaba el próximo fin de este ciclo de ajuste; y muchos podrían interpretar que se está preparando el terreno para modificar nuestro diagnóstico a partir de los últimos antecedentes conocidos. Por lo tanto, no parece razonable afectar nuestra comunicación con el mercado, teniendo presente que estamos hablando de un recorte de 25 puntos base y que si no se produce en esta Reunión, lo más probable es que se materialice en la próxima.

Por todo ello, se inclina por la opción de bajar la TPM y eliminar el sesgo. En su opinión, parece un curso de acción mucho más congruente con el escenario descrito en el último IPoM y con la estrategia de política que implementada en meses pasados. Agrega que los cambios que se han producido en lo más reciente apuntarían más bien a menores presiones inflacionarias de mediano plazo, de manera que esta decisión, que es la esperada por el mercado, debería tener una adecuada lectura.

A su juicio, es importante mencionar que con esta decisión, la tasa de TPM queda en un nivel perfectamente razonable, considerando el estado de la economía y los riesgos identificados. Ello permite hacer una pausa para procesar con mayor tranquilidad los antecedentes que se acumulen en los próximos meses. Enfatiza que la decisión de mantener no restringe ni limita la posibilidad de reaccionar si las condiciones cambian y ello se justifica.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que en esta oportunidad su voto es por recortar la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 3%, y junto con ello, por eliminar el sesgo que traía nuestra política.

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

Indica que en lo más reciente, ha surgido una nueva ola de pesimismo en los mercados internacionales, que está relacionada básicamente con perspectivas para la Eurozona que se siguen debilitando y una sensación que en esa parte del mundo se puede estar en presencia de un estancamiento secular. Así también, se acrecientan las dudas que han surgido desde un tiempo con respecto de la solidez de varias economías emergentes.



Hace presente que a ello suma un escenario más negativo de la economía mundial, que se recogió en las reuniones anuales del FMI y el Banco Mundial. Con todo, señala que la fuerte volatilidad que exhiben los precios financieros en estos días hace presagiar más volatilidad en adelante. Asimismo, que en la medida que se acerque el aumento en la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América, esta volatilidad podría subir. Aun así, apunta a la importancia de no sobre-reaccionar a este ni otro evento. De hecho, comenta que en el curso de esta tarde, los mercados se revirtieron en parte y mostraron bastante más calma.

En el ámbito interno, menciona que las cifras de actividad siguen débiles, pero de acuerdo a lo esperado, y que no hay razones de fondo para pensar en cambios con respecto al IPoM del mes de septiembre. Lo expresado, a pesar de que las expectativas, tanto de consumidores como empresariales, siguen bajas. Destaca que la cuenta corriente de la balanza de pagos se sigue ajustando y que es probable que termine con un déficit incluso menor que el que se estimó en dicho Informe; y hace notar que ello nos diferencia claramente de otros países de América Latina que se han desacelerado, pero con un ajuste mucho menor en su cuenta corriente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que en materia de inflación ha habido noticias importantes. En efecto, ha sido mayor que la esperada, estimándose hoy que a fin de año se ubicará en 4,7%, significativamente por sobre lo proyectado en el mes de septiembre, cuando se anticipaba una variación de 4,1% en doce meses. Más allá de las razones puntuales de esta mayor inflación, indica que hay que ser claro al respecto: el Banco Central no está conforme con ella, es una mala noticia y no lo puede dejar satisfecho. En su opinión, no hay ninguna duda al respecto y así debe ser transmitido. No cabe aquí la complacencia, enfatiza.

No obstante lo anterior, y tal como el Consejo lo ha dicho en varias ocasiones, señala que hay razones de peso para pensar que se trata de un fenómeno transitorio y que a mediados del próximo año estaremos de vuelta en nuestra meta. En primer lugar, porque está fuertemente relacionada con la depreciación del peso, que en el último año y medio supera el 20%, y que como tal es un fenómeno transitorio y su efecto en la inflación es por una sola vez. Agrega que aun con un coeficiente de traspaso bajo debido a la desaceleración de la actividad, la magnitud de la depreciación es tal que tiene un efecto significativo en la inflación. En segundo término, porque la debilidad de la demanda, más allá del efecto anterior, se traduce en menores presiones inflacionarias. En tercer lugar, porque la inflación externa es hoy particularmente baja y en los últimos meses se ha visto un descenso importante en el precio de las materias primas, especialmente en el del petróleo y alimentos. Por último, las expectativas de inflación de mercado, variable clave en la política monetaria, siguen ancladas en 3%. En todo caso, llama a tener cautela, ya que inflaciones altas por mucho tiempo son un caldo de cultivo para una eventual pérdida de credibilidad.

Manifiesta que en Chile, la inflación es volátil. De hecho, hace un año, en el mes de octubre de 2013, el IPC en doce meses alcanzaba a solo 1,5%, es decir, por debajo del rango de tolerancia, y hoy es cercana a 5%. Más aún, en las actuales circunstancias, no se puede descartar que esta variable permanezca un tiempo por debajo de 3% hacia la segunda mitad del próximo año. Enfatiza la importancia de que las expectativas estén ancladas a nuestra meta en el horizonte de proyección y que el Consejo no reaccione ante hechos puntuales, sino ante tendencias. Añade que también es interesante constatar que desde que el Banco fijó la actual meta de inflación, esta ha alcanzado, en promedio, a 3,1%.

Señala que el Banco Central ha seguido, en forma decidida y persistente, dando mayor impulso monetario a la economía; que las tasas de interés de corto, y sobre todo de largo plazo, más allá de las volatilidades propias de esta variable, son una prueba de ello; y que este impulso tiene como determinante, entre otros, la mayor debilidad de la economía y las consecuentes proyecciones sobre la inflación.



En este contexto, indica que las opciones que nos ha presentado la Gerencia de División de Estudios en esta ocasión son las apropiadas. Con respecto a la opción de mantener, estima que es consistente con un escenario en que la inflación ha sido por varios meses superior a la esperada, en que se espera que se mantenga por arriba de dicho rango por varios meses más, y donde hay un riesgo que haya más persistencia que la proyectada. Si ese fuera el caso, lo conveniente sería esperar más antecedentes para asegurarse que la inflación se empieza a revertir antes de dar un nuevo impulso.

En cuanto a la opción de bajar la TPM, considera que es consistente con el mensaje que se ha dado, con que nuestras proyecciones y las expectativas de mercado siguen ancladas en 3%, y con que todos los nuevos antecedentes que se han recibido, como el precio de materias primas, la inflación internacional y el tipo de cambio, apuntan a una moderación de la inflación a corto plazo. Expresa que por todo ello, en esta ocasión, su voto es por bajar la TPM a 3%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara también cree muy importante concretar el mensaje que ha dado el Consejo, esto es, que este ciclo de bajas concluye y que pasaremos a un período de evaluación de los efectos de la política monetaria junto a otros antecedentes de la economía local e internacional. Advierte, por cierto, que ello no implica que en adelante no vaya a haber movimientos en una u otra dirección —de hecho, es evidente que en algún momento así será—, solo que este ciclo concluye y procede un período de evaluación.

Por los motivos antedichos, señala que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a 3,00% anual, y por eliminar el sesgo del último Comunicado.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a 3,00% anual.

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

N° 215-01-141016 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 3,00% anual.

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

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 3,00% anual.

En el ámbito externo, los antecedentes recientes sugieren que, en los próximos trimestres, el crecimiento y la inflación mundial podrían ser algo menores que lo esperado. Los precios de las materias primas, incluyendo el cobre, se han reducido, destacando una baja importante del precio internacional de los combustibles. En lo más reciente, las tasas de interés han disminuido en los países desarrollados, a la vez que la volatilidad se ha elevado en los mercados financieros. En la mayoría de las economías emergentes, los premios por riesgo han aumentado y sus monedas se han depreciado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 215

Página 31 de 31

Los antecedentes de la actividad, la demanda y el empleo siguen dando cuenta del bajo dinamismo de la economía chilena, en línea con lo previsto. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario. La inflación de septiembre volvió a sorprender al alza, alcanzando 4,9% anual. El escenario más probable considera que la inflación se mantendrá algunos meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia para retornar luego a la meta, evolución que se continuará monitoreando con especial atención. Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3%.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17:20 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe