



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 194 celebrada el día jueves 17 de enero de 2013

---

En Santiago de Chile, a 17 de enero de 2013, siendo las 11:00 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 Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asiste a esta Sesión el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también:

Gerente General,  
don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Ministro de Fe Subrogante,  
don Pablo Mattar Oyarzún;  
Gerente de División Estudios,  
don Luis Óscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Operaciones Financieras,  
don Beltrán de Ramón Acevedo;  
Gerente de División Estadísticas,  
don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente de Análisis Macroeconómico,  
don Claudio Soto Gamboa;  
Gerente de Análisis Internacional,  
don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica,  
don Claudio Raddatz Kiefer;  
Gerente de Mercados Nacionales,  
don Matías Bernier Bórquez;  
Gerente de Estabilidad Financiera,  
don Luis Opazo Roco;  
Gerente Asesor de Comunicaciones,  
don Luis Álvarez Vallejos;  
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,  
don Enrique Orellana Cifuentes;  
Asesor del Ministro de Hacienda,  
don Rodrigo Cerda Norambuena;  
Economista Senior,  
doña Tatiana Vargas Manzo;  
Asesor de la Presidencia,  
don Víctor Riquelme Peñaloza; y la  
Secretario General,  
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 194, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de julio de 2013 se celebre el día 11 de ese mes.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín ha informado que asistirá a esta Sesión de Política Monetaria únicamente en la parte de ella que se reiniciará a las 15:30 horas, de manera de estar presente en el análisis de las opciones de política monetaria y la adopción de los acuerdos correspondientes.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann para efectos de la presentación del escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales medidas de política adoptadas desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que en Estados Unidos de América se llegó finalmente a un acuerdo fiscal, aunque de carácter parcial, evitándose por ahora el denominado abismo fiscal. Informa que la discusión sobre el aumento del límite de la deuda se postergó para las próximas semanas, como también la referida al ajuste del gasto, pero que ello debería ocurrir antes del 31 de marzo próximo, cuando, en teoría, se gatillan automáticamente los ajustes que estaban contemplados. Comenta que ha habido algunos acercamientos al respecto, pero que ambas discusiones se ven relativamente complejas. Agrega que también será objeto de discusión un nuevo presupuesto, dado que el actual vence a fines del mes de marzo, anticipando que podría generarse algún debate de carácter más bien político en este sentido.

En segundo lugar, menciona que Japón anunció un plan de estímulo fiscal por cerca de US\$137 billones, equivalentes a 2% de su PIB; que se mantienen las presiones sobre el Banco de Japón a fin de que adopte medidas estimulativas; y que este programa contempla además la compra de activos por ¥10 trillones. Acota que este impulso adicional sería de 1,0% y 0,5% del PIB en los años 2013 y 2014, respectivamente.

Por otra parte, indica que el BIS acordó normas de liquidez más flexibles para los bancos, impactando sus CDS.

Asimismo, resalta que el Fondo de Estabilización Europeo y Alemania emitieron deuda de corto plazo a tasas negativas; que Irlanda emitió por primera vez bonos a 4 años luego de su rescate en el año 2010; y que destacan también las mejores colocaciones efectuadas por España e Italia en el curso de la presente jornada, dando cuenta de una mirada algo más optimista de los mercados financieros europeos.

Agrega que el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra mantuvieron inalteradas sus respectivas tasas de política monetaria, TPM, como también sus programas de estímulo; y que las declaraciones del Presidente del Banco Central Europeo Mario Draghi en cuanto a que lo peor de la crisis de la economía de esa región habría pasado, tuvieron impacto en los mercados.

Por último, comenta que algunos gobernadores de la Reserva Federal han manifestado que las medidas estimulativas podrían empezar a retirarse a fines del presente año, lo que ha sido leído por el mercado como un mensaje ligeramente más agresivo.

A continuación, el señor Sergio Lehmann resalta los elementos centrales del acuerdo fiscal de Estados Unidos de América, precisando que se aumenta desde 35 a 39,6% el impuesto a la renta a quienes tengan ingresos individuales superiores a US\$400 mil al año o ingresos matrimoniales que excedan de US\$450 mil; se incrementa el impuesto a las ganancias de capital y retornos de dividendos, así como también el impuesto a la herencia para patrimonios superiores a US\$5 millones; se indexa el impuesto mínimo alternativo al IPC; se limitan algunas exenciones a hogares con ingresos mayores que US\$250 mil; se termina la rebaja de 2% del impuesto a los salarios y se aumenta la tasa a 6,2%; se extienden algunos beneficios, particularmente rebajas de impuestos para sectores de ingresos más bajos y con



## BANCO CENTRAL DE CHILE

cierta cantidad de hijos; y se establecen créditos fiscales para investigación y generación eólica. Hace presente que, en términos agregados, la recaudación adicional alcanzaría a US\$ 620 billones en diez años.

Además, presenta una comparación del acuerdo antedicho con lo considerado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, así como una estimación de la magnitud del impacto de las medidas adoptadas en términos de crecimiento. Para tal efecto, exhibe el gráfico que se contiene en la lámina N° 5 de la presentación, que da cuenta de la evolución que ha tenido y que pudiese tener la deuda pública en Estados Unidos de América, tanto la del gobierno federal como del gobierno general. Asimismo, explica que para efectos de proyectar el año 2013 hacia adelante, se ha supuesto que la deuda del Estado y agencias se mantiene sin variación.

De acuerdo con el análisis antedicho, indica que hasta el 31 de diciembre de 2012, se supuso que el recorte de gastos sería del orden de US\$ 27 billones, mientras que ahora se estima que ese mismo escenario comenzará a materializarse a partir del 1 de abril próximo y, por lo tanto, la reducción de gasto tendrá un impacto anual algo menor, porque durante el primer trimestre del año en curso este tendrá una trayectoria similar a la exhibida en 2012.

En segundo lugar, señala que en el IPoM se contempló que el ajuste en materia de impuestos implicaría una recaudación de US\$83 billones, pero que a partir del acuerdo alcanzado el 1 de enero, esta ascendería a US\$62 billones y a US\$85 billones si se suman algunos otros elementos.

Informa que producto del acuerdo parcial alcanzado el 1 de enero último, el ajuste total sería de US\$167 billones, bajo el supuesto que a partir del 1 de abril se producirán los recortes de gastos que se veían más cercanos de consensuar hacia fines del 2012. Agrega que ello implicará un mayor crecimiento del PIB en el presente año de aproximadamente 2 décimas.

A modo de referencia, comenta que la materialización del abismo fiscal contemplaba US\$560 billones en términos de recaudación, de los cuales US\$ 399 billones eran de carácter tributario, en tanto que el acuerdo parcial considera únicamente un ajuste de US\$ 62 billones por este último concepto.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que las cifras expuestas le generan dudas, atendido que en una reunión de coyuntura se indicó que, en diez años, el ajuste neto sería cercano a US\$3 trillones, de los cuales un porcentaje era por concepto de impuestos y otro por gastos. Plantea que los US\$ 600 billones mencionados distan significativamente de la cifra antedicha.

El señor Sergio Lehmann hace presente que el ajuste por concepto de impuestos es de US\$ 62 billones por año y, por lo tanto, de US\$ 620 billones en diez años, en tanto que el ajuste por concepto de gastos es de US\$ 20 billones anuales. Añade que el *fiscal cliff* consideraba US\$1 trillón en gastos, más el componente asociado a ingresos por un monto de US\$4 trillones.

Asimismo, y respondiendo a una consulta del Presidente señor Rodrigo Vergara, señala que conforme al acuerdo parcial alcanzado, la deuda norteamericana comenzaría a reducirse alrededor del año 2015 y que no habría problemas de sostenibilidad fiscal en el mediano plazo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera aclara que se llegó a acuerdo respecto de la parte de ingresos, que era lo sustancial del ajuste fiscal de corto plazo, y que aún resta por alcanzar consenso en materia de gastos. Plantea que en el evento que no



## BANCO CENTRAL DE CHILE

se lograra un acuerdo y, en consecuencia, se ejecutarán todos los gastos, los recortes de gastos comprometidos tendrían un efecto de 0,7% del PIB *versus* el 0,2% que estaba implícito en los cálculos previos; es decir, hay un margen de riesgo de 0,5% del PIB que es relevante, pero bastante menor que los riesgos a la baja contemplados anteriormente. Agrega que si bien falta aún por resolver los temas relativos a la deuda pública, por lo menos se ha logrado acotar los riesgos en lo que se refiere al ajuste de corto plazo.

El Consejero señor Sebastián Claro reitera que las cifras expuestas resultan difíciles de entender. Manifiesta que de mantenerse la situación vigente hasta el 31 de diciembre último, la deuda norteamericana habría continuado aumentando significativamente; que el no haber llegado a acuerdo el 1 de enero último habría implicado una recaudación neta de US\$5 trillones en diez años; y que el acuerdo parcial alcanzado implicará una recaudación neta de solo US\$600 billones de los US\$5 trillones antedichos, esto es, menos de la mitad de lo planteado anteriormente. En su opinión, las cifras no calzan.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que hoy resulta más apremiante el límite de la deuda que el ajuste fiscal, razón por la cual consulta si las cifras contenidas en el gráfico y cuadro que se contienen en la lámina N° 5 consideran un límite de deuda ampliado. En este mismo sentido, indica que de no modificarse el referido límite se producirá necesariamente una situación de ajuste del gasto o, en su defecto, una cesación de pagos, circunstancia de suyo compleja.

El señor Sergio Lehmann comparte el planteamiento del Vicepresidente señor Manuel Marfán y confirma que Estados Unidos de América se encuentra hoy en el nivel máximo autorizado en términos de endeudamiento. Asimismo, aclara que los datos contenidos en el cuadro de la lámina N° 5 contempla el aumento del límite de la deuda de esa economía.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que la deuda pública norteamericana es cercana a US\$ 16 trillones y equivalente a alrededor del 100% del producto. Sobre el particular, solicita al señor Sergio Lehmann que confirme si ese monto incluye únicamente la deuda del gobierno federal o si a ella se le suma la deuda por concepto de agencias. Asimismo, solicita que se revisen las cifras observadas por el Consejero señor Sebastián Claro.

El señor Sergio Lehmann se compromete a evaluar la consistencia de las cifras expuestas, cuya fuente es fundamentalmente la *Congressional Budget Office*, CBO.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann continúa con su presentación, señalando que los CDS soberanos se muestran estables en general y con algunos cambios algo más marcados en Portugal, Italia y España. Añade que los CDS de algunos bancos exhiben caídas algo mayores, en respuesta al reciente anuncio sobre el relajamiento de las normas de liquidez contempladas en las nuevas normas de supervisión de Basilea III.

Asimismo, destaca que los CDS de Japón han estado sistemáticamente por sobre los CDS del resto de los países desarrollados debido a la elevada deuda pública de esa economía y al nuevo anuncio fiscal del gobierno, que podría aumentarla a un monto cercano al equivalente del 300% de su producto. Acota que los CDS japoneses están en un nivel más cercano a los 80 – 90 puntos base, similar a los CDS de las economías emergentes y superior al exhibido por los correspondientes a Chile y China.

En materia de volatilidad y premios corporativos, indica que estos últimos retrocedieron ligeramente en las economías desarrolladas y con mayor claridad en los países emergentes, y que el VIX registró una disminución algo mayor en Europa.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Además, destaca que el rendimiento de las bolsas de valores fue al alza, reflejo de un mejor sentimiento en los mercados. Resalta particularmente el movimiento muy positivo de la bolsa norteamericana, en respuesta a algunos resultados de empresas del año 2012 superiores a lo previsto y ciertamente mejores que los anotados en el año 2011.

El señor Sergio Lehmann menciona también que las tasas de interés a 2 años mostraron ligeras alzas en Europa, mientras que aquellas a 10 años aumentaron de manera más generalizada, reflejo de ajustes en los portafolios. Sobre el particular, comenta que se han observado movimientos de fondos de inversión hacia renta variable principalmente, reflejándose estos en las tasas de interés y en línea también con una mirada algo más *hawkish* en el margen por parte de los bancos centrales de economías desarrolladas.

En cuanto a flujos de capitales, señala que se mantiene el aumento observado durante ya varios meses, y destaca el atractivo que está representando Asia, así como también el incremento de la componente asociada a renta variable.

En materia de paridades, informa que el dólar multilateral no presentó cambios respecto de un mes atrás; que el yen exhibe una depreciación en torno a 5%, que se asocia a los anuncios del gobierno japonés; y que el euro ha tendido a apreciarse, en línea con el sentimiento algo más positivo de los mercados. Hace presente que en Asia y también en Latinoamérica predominaron las apreciaciones, particularmente del peso colombiano, el peso mexicano y del sol peruano. Añade que el peso chileno no registró cambios respecto de la RPM pasada, pero que al incorporar el dato de la presente jornada, se observa más apreciado.

Con respecto a los movimientos registrados por las principales monedas durante el último mes, destaca particularmente la variabilidad que exhibió el peso chileno desde una posición más apreciativa hacia una ligeramente más depreciativa, y finalizando el período relativamente estable respecto de un mes atrás.

En lo concerniente a actividad y precios, indica que el mercado laboral de Estados Unidos de América mantiene un acotado dinamismo; que las perspectivas dan cuenta de que el ritmo no se alteraría mayormente en los próximos meses; y que los indicadores de actividad de corto plazo son algo más dinámicos. De hecho, informa que en el día de hoy se advirtieron algunas señales positivas en ese sentido y que en la misma línea, el *Beige Book*, publicado el día anterior, plantea que el crecimiento pasó de modesto a moderado, evidenciando un sesgo ligeramente más positivo en términos de actividad.

Hace presente que la actividad industrial de China figura algo más dinámica y que destaca particularmente el aumento de su comercio exterior. Agrega que Alemania vuelve a mostrar un pobre desempeño industrial y que si bien su PIB se contrajo en el cuarto trimestre del año 2012, su crecimiento del año pasado está muy en línea con lo contemplado en el IPoM y, por lo tanto, está incorporado en las proyecciones de analistas y también del Informe antedicho.

En cuanto a la Zona Euro, manifiesta que los indicadores de corto plazo continúan reflejando una compleja situación en materia de actividad. En este sentido, aclara que si bien ha observado un sentimiento de mercado algo más positivo, que se ha visto reflejado en los CDS y en las bolsas de valores, la actividad aún es bastante débil y negativa.

En materia de perspectivas, consigna que han mejorado las referidas a la industria latinoamericana, particularmente la mexicana, que exhibe mayor dinamismo, mientras que Brasil se mantiene estancado y con un desempeño bajo. Acota que en esta región se advierte una moderación en las alzas de precios.

*M.*



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo atinente a actividad, manifiesta que las señales de parte de Estados Unidos de América han sido positivas; que la Zona Euro ha vuelto a mostrar lecturas más negativas que lo anticipado en materia de ventas y producción industrial; que las cifras de producción industrial de Alemania también son negativas, lo mismo que las referidas a crecimiento, actividad industrial y ventas de Japón. Por el contrario, resalta que China muestra señales de desempeño algo mejores que lo previsto, particularmente en ventas, producción industrial y en términos de comercio. Por último, menciona que en Brasil, la producción industrial sigue mostrando una contracción algo menos negativa que lo esperado, pero que su economía sigue levemente estancada.

En materia de expectativas, señala que la situación es mixta tanto en Estados Unidos de América como en Europa y Japón.

El señor Sergio Lehmann exhibe a continuación las gráficas que se contienen en la lámina N° 17 de la presentación, que dan cuenta del crecimiento del PIB y de la producción industrial de Estados Unidos de América, la Zona Euro, Japón y China. Sobre el particular, destaca la contracción del producto japonés y la debilidad de su producción industrial; que si bien China ha mantenido una desaceleración relativamente leve, se recuperaría en el curso del presente año, y que su producción industrial ya exhibe una cierta mejora; que la situación de Estados Unidos de América es algo más positiva en materia de producto y también de producción industrial; y que la Zona Euro se observa débil en general.

En relación con el comercio exterior, hace notar que las exportaciones e importaciones chinas han experimentado una recuperación significativa. En cuanto al comercio de esta economía con las distintas regiones en el período comprendido entre los meses de marzo y diciembre de 2012, precisa que tanto las importaciones desde Estados Unidos de América como las exportaciones hacia ese país se desaceleraron en la segunda mitad del año, pero luego se estabilizaron; que se observan menores envíos desde la Zona Euro y una leve recuperación al término del período; y que con Japón se advierte una contracción importante de las exportaciones e importaciones. Sobre el particular, acota que Japón es cada vez menos importante en materia de comercio exterior para China y que los datos más recientes se han visto afectados por temas de carácter más bien geopolítico.

Asimismo, advierte una suerte de desaceleración en el comercio de China con los países de América Latina y, en general, con aquellos exportadores de *commodities*, como es el caso de Australia. Destaca que Asia, en tanto, refuerza su mirada como socio más importante de la economía china.

En relación con América Latina, indica que las perspectivas de la industria tienden a mejorar, particularmente en el caso mexicano, y que se mantienen sin cambios significativos en Brasil; que, en general, las ventas minoristas no evidencian mayores variaciones; que los PMI de Brasil y México está ligeramente por sobre el pivote 50; y que las tasas de desempleo tienden a mantener una trayectoria hacia la baja, salvo en México, que exhibe tasas de desempleo bastante bajas.

A continuación, se refiere a las colocaciones de consumo, comerciales e hipotecarias de Brasil, Colombia, México y Perú. Con respecto a Brasil, señala que las colocaciones de consumo y comerciales exhiben un estancamiento, mientras que las hipotecarias mantienen cierto dinamismo. En cuanto a Colombia, resalta el dinamismo del sector comercial y un alza leve, pero sostenida, de las colocaciones de consumo. Añade que en México se observa una recuperación de las colocaciones de consumo a partir del año 2010, superior a la registrada en las otras economías; y que en Perú destaca el dinamismo de las colocaciones hipotecarias.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón comenta que el día anterior sostuvo una conferencia telefónica con sus pares latinoamericanos, oportunidad en que se hizo hincapié en el significativo crecimiento que registran las colocaciones hipotecarias en Perú. Enfatiza que ello constituye una fuente de preocupación para esa economía, atendido que gran parte de ellas está expresada en dólares.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que ello forma parte de la indexación de Perú, porque en ausencia de un equivalente a nuestra Unidad de Fomento, utilizan el tipo de cambio como factor de indexación para los contratos financieros de mediano y largo plazo.

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de actividad que se contiene en la lámina N° 22, que da cuenta de un predominio de desaceleraciones y una situación mixta en Asia y América Latina.

En lo concerniente a la inflación, en tanto, menciona que esta ha caído de la mano de los alimentos y energía, salvo en China y Brasil, donde los últimos registros dan cuenta de una recuperación. Agrega que la inflación subyacente también tiende a caer, salvo en Brasil, que exhibe una recuperación en el margen. Plantea que ello ha llevado a corregir las proyecciones de inflación para América Latina en la punta, mientras que para Europa emergente se espera una leve caída durante el año 2013.

El señor Sergio Lehmann exhibe a continuación el *heat map* de inflación, que muestra el predominio del enfriamiento de las presiones inflacionarias, en especial en América Latina, donde las señales de inflación se mueven entre la parte inferior y el centro de los rangos meta de los países de esa región.

En materia de política monetaria, informa que predominan las mantenciones de las tasas rectoras de los países analizados habitualmente y que solo se registraron rebajas de 25 puntos base en Suecia, Hungría, Israel y Colombia. Hace presente que a ello se sumó el programa de compra de activos por parte del Banco de Japón anunciado durante el último mes, y nuevas inyecciones de liquidez por parte del Banco Popular de China.

Añade que los analistas anticipan aumentos de la TPM en el transcurso del año 2014 en América Latina, Asia y Oceanía, mientras que para Europa emergente no proyectan movimientos. Con respecto a las economías desarrolladas, en tanto, tienen una mirada ligeramente más contractiva, que ha estado reflejándose, de hecho, en aumentos en la tasa EONIA a futuro en el caso de Europa.

En relación con los *commodities*, el señor Sergio Lehmann señala que el precio del petróleo ha tendido a aumentar, debido a una menor producción en Arabia Saudita, Irak y el Mar del Norte; y que tratándose del precio de la gasolina, se suma a ello un componente asociado a una mayor demanda.

Subraya que la producción de petróleo en Estados Unidos de América cerró el 2012 con un aumento de 10% respecto al año anterior y que, consecuentemente, sus importaciones han tendido a caer en línea con la política de ser menos dependientes energéticamente del mundo.

Indica, además, que el precio del cobre cayó levemente. Al respecto, manifiesta que si bien las importaciones chinas retrocedieron en el mes de diciembre último, el acumulado del año superó el registro del ejercicio 2011, dando cuenta de que el primer semestre del año pasado fue muy dinámico en materia de envíos hacia esa economía, no así el segundo.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, comenta que los precios de bienes agrícolas tendieron a caer por mejoras en las condiciones climáticas, fundamentalmente de América Latina.

En cuanto a las variaciones experimentadas por los distintos *commodities* desde la última Reunión, precisa que la gasolina y los petróleos WTI y Brent anotaron alzas de 10%, 8,7% y 3%, respectivamente, en tanto que entre los productos agrícolas, el trigo y el arroz registraron las mayores caídas, ambos de 3,1%. Hace presente que la única excepción la constituyó el maíz, que tuvo un alza de 2,6%, debido a una lectura de inventarios por debajo de lo previsto. Añade que el precio del cobre disminuyó 1,2% en igual período.

El señor Sergio Lehmann reitera que las importaciones de cobre desde China cayeron en el mes de diciembre, pero que el acumulado del año fue positivo. Plantea que el caso del hierro ha sido algo distinto del resto de los *commodities*, cuyo precio se ha recuperado con fuerza frente a señales de mayor demanda por parte de China, de la mano, a su vez, del programa de estímulo fiscal anunciado por sus autoridades durante el año 2012.

Por último, exhibe una gráfica que recoge las posiciones especulativas netas en cobre, de manera de conocer las expectativas en materia de precio del metal, concluyendo que la actividad de estos agentes hoy día es bastante más acotada que en los años 2010 y 2011 y coherente con una mirada del precio del cobre algo más estable en adelante debido a una probable menor demanda de China y aumentos en la oferta del metal en el bienio 2013 – 2014.

En materia de indicadores de alimentos, señala que el índice FAO se ha ajustado ligeramente hacia la baja, en coherencia con una mirada algo más positiva en materia de cosechas en América Latina.

En lo atinente al precio del petróleo, manifiesta que las perspectivas se han ajustado levemente al alza, en línea con una menor oferta derivada de la menor producción por parte de Arabia Saudita. En este sentido, recuerda que Arabia Saudita informó que reducirá su producción, ante la percepción de una demanda algo más débil, afectando con ello el precio del petróleo.

A modo de referencia, el señor Sergio Lehmann exhibe un gráfico que da cuenta de la evolución de la producción de petróleo de Estados Unidos de América, Arabia Saudita e Irak desde el año 2007 a la fecha, comparada con sus respectivos promedios del período 2000-2012. Destaca el alza significativa de la producción de Estados Unidos de América en el año 2012; que si bien Arabia Saudita disminuyó su producción el año pasado, fue muy superior a su promedio; y que Irak muestra una trayectoria de aumento de su producción muy significativa desde el año 2007 hasta la fecha y una ligera caída en la punta.

El señor Sergio Lehmann concluye su presentación señalando que las proyecciones del precio de la gasolina se ven ligeramente más altas respecto de lo observado un mes atrás.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la excelente presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y, a continuación, ofrece la palabra para consultas y comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a las declaraciones del Presidente del Banco Central Europeo Mario Draghi que apuntan a que lo peor de la crisis ya pasó. En su opinión, reflejan un exceso de optimismo temprano, porque las noticias de las últimas semanas dan cuenta de que los avances en términos de integración bancaria se han visto obstaculizados; que Alemania ha retrocedido en cuanto al rol que le cabía en los fondos de rescate para la capitalización de la banca; y los datos de empleo y crecimiento no solo se han deteriorado en Alemania, sino que son aún más negativos en España.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se suma a la preocupación planteada por el Consejero señor Sebastián Claro. Sobre el particular, recuerda que en una Reunión anterior se mencionó que los acuerdos tendientes a lograr una Unión Bancaria no solucionarán la crisis actual, sino que la próxima. En su opinión, la menor adhesión que ha exhibido Alemania en este sentido podría deberse a un fenómeno de política interna, ante las próximas elecciones en ese país, razón por la cual habrá que observar si se asumen compromisos de campaña respecto de ese tema.

Por otra parte, estima que sería altamente conveniente realizar un catastro sobre las medidas de proteccionismo cambiario adoptadas últimamente por diversas economías, y mantenerlo actualizado. En este sentido, alude a una reciente declaración del ex Presidente del Banco Central Roberto Zahler en cuanto a que un creciente número de economías ha tomado iniciativas en esa dirección, no así Chile. A su juicio, si hay una opción más liberal en las políticas cambiarias en el mundo, Chile debe adherir a ello, y que en el evento que ese no fuere el caso, podría ser contraproducente no evaluar lo que está aconteciendo en esta materia en otras economías.

El Consejero señor Joaquín Vial advierte un ambiente más positivo en los mercados financieros, aunque no exento de riesgos, atendidos los problemas que afectan a Chipre y la incertidumbre respecto de los resultados de las elecciones en Italia, como también la discusión sobre el techo de la deuda de Estados Unidos de América que aún está pendiente.

Manifiesta que en materia de actividad, también se observa un tono más positivo en Europa y en China. A su juicio, ello reduce más bien la probabilidad de un escenario de riesgo antes que modificar mayormente el escenario base.

Además, observa que aquellos países que siguen metas de inflación se están moviendo hacia una zona donde esta no es actualmente motivo de preocupación y sus monedas se han apreciado. Sin embargo, llama la atención que el peso chileno no se ha apreciado más que las monedas de los países que intervienen en forma mucho más agresiva; es decir, nuestra volatilidad aparentemente nos está defendiendo de manera muy efectiva, como defiende a los otros países el patrimonio de sus respectivos bancos centrales.

Por último, plantea la necesidad de mantener la atención sobre Japón, ante la alta probabilidad de que el plan de estímulo anunciado por sus autoridades tenga algún impacto financiero sobre el valor de la deuda pública de ese país.

El Consejero señor Enrique Marshall reconoce una percepción más positiva sobre el escenario internacional y destaca que se hayan superado los escenarios extremos. Plantea que ello reafirma el escenario base, con todos los desafíos que implica, esto es, presión por apreciación cambiaria y mayores flujos de capital, contexto en el cual no cabe descartar que continúen surgiendo turbulencias en el escenario externo, considerando en todo caso los elementos de juicio que demuestran aspectos positivos recientes, como en el caso de la economía de Estados Unidos de América, en que el *Board of Governors del Federal Reserve System* ha reconocido un crecimiento moderado, o la recuperación industrial que México ha experimentado.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, refiriéndose al planteamiento del Vicepresidente señor Manuel Marfán sobre la conveniencia de monitorear las medidas cambiarias adoptadas por otros países, hace presente que esa Gerencia distribuye diariamente un monitor cambiario, que no solo da cuenta de los movimientos de las paridades en términos diarios y acumulados, sino que también destaca las medidas adoptadas por otras economías, como posibles intervenciones cambiarias o de otra índole.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

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 Claudio Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación mencionando los hechos destacados del escenario interno.

En primer término, indica que los datos de actividad del mes de noviembre rectificaron las proyecciones de actividad y demanda final contenidas en el último IPoM, y que la demanda interna sería algo menor por una desacumulación de inventarios algo mayor que lo anticipado.

En segundo lugar, plantea que los indicadores de riesgo financiero han disminuido, reflejando las menores tensiones financieras, y que las tasas de colocación muestran algunas caídas en ciertos segmentos.

Asimismo, hace notar que de acuerdo con la Encuesta sobre Condiciones de Créditos Bancarios del Banco, las condiciones de oferta de crédito se perciben algo más restrictivas, no así las de demanda, que se advierten con mayor dinamismo que en la encuesta anterior.

En este contexto, resalta que las expectativas de los consumidores y de las empresas han mejorado y que también ha aumentado de manera importante la masa salarial, lo cual hace presumir que se mantendrá el dinamismo del consumo.

Hace presente, además, que la inflación cerró el año con una variación de 1,5% en doce meses, bastante en línea con lo implícito en el último IPoM, mientras que las proyecciones se corrigieron marginalmente a la baja.

A título de último hecho destacado del mes, señala que si bien la curva *forward* se ha movido levemente al alza, para esta Reunión el mercado espera mayoritariamente la mantención de la TPM.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, consignando que el IMACEC del mes de noviembre resultó acorde con lo esperado. Agrega que el crecimiento del IMACEC desestacionalizado registró una tendencia creciente desde comienzos del año 2012, se revirtió en los últimos meses del ejercicio anual, pero que, en general, sus tasas de crecimiento exhiben mayor estabilidad.

En relación con la demanda interna, indica que el registro del mes de noviembre dio cuenta de un retroceso respecto del mes previo, en que se produjo un gran abultamiento que coincidió con una acumulación muy importante de existencias. Acota que el dato de noviembre refleja, en parte, la desacumulación de existencias prevista para el cuarto trimestre.

Por otra parte, plantea que los indicadores sintéticos de riesgo han captado el ambiente de menores tensiones financieras. De esta forma, destaca que tanto el índice de riesgo internacional como el de riesgo de Chile han caído significativamente. Respecto de este último, manifiesta que se ubica en torno a 100 puntos, levemente por sobre el promedio del período 2005 – 2007, que fue algo superior a 70.

A continuación, hace notar que las tasas de colocación de algunos segmentos exhiben caídas, como es el caso de las tasas de consumo a tres años o más, y a 90 – 360 días, que son los tramos más relevantes. Añade que las tasas de las colocaciones comerciales e hipotecarias no han registrado mayor variación, en tanto que las referidas a



BANCO CENTRAL DE CHILE

créditos de consumo para algunos productos conservan los aumentos anotados a comienzos del año 2012, cuando se introdujo cierta incertidumbre por razones de orden regulatorio que provocaron un alza importante de las mismas.

El señor Claudio Soto reitera que la Encuesta sobre Condiciones de Créditos Bancarios reveló que las condiciones de oferta se aprecian más restrictivas, particularmente para las colocaciones hipotecarias y de consumo. Menciona que en el caso de las empresas, las condiciones son más estrechas para las empresas constructoras e inmobiliarias, no así para las pymes y las grandes empresas, que se estiman algo más favorables en el margen. Por su parte, comenta que las condiciones de demanda por crédito se perciben más dinámicas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que representantes de la Cámara de la Construcción informaron en una visita al Banco que las condiciones crediticias se habían tornado más restrictivas para las constructoras y también para las personas. Resalta que este era uno de los efectos buscados por el Banco, mientras se mantuviera dentro de ciertos rangos.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que las proyecciones dan cuenta de un crecimiento muy significativo del crédito hipotecario en los próximos trimestres. En su opinión, parte de la solución al problema de las empresas inmobiliarias y constructoras radica en que logren vender el flujo que se encuentra en proceso de construcción. Por el contrario, indica que ante una mayor restricción en el otorgamiento de créditos hipotecarios, los proyectos en proceso de construcción se verán fuertemente perjudicados. Manifiesta que el crecimiento esperado de los créditos hipotecarios debiera materializarse, porque de lo contrario, ello se va a traducir inevitablemente en un problema del sector inmobiliario en un año más.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que otro riesgo es que las condiciones de oferta de crédito a las inmobiliarias y constructoras se tornen más restrictivas que las condiciones para los créditos hipotecarios, porque ello puede ampliar la brecha entre demanda efectiva y crecimiento de la oferta, lo que finalmente puede traducirse en nuevas alzas de precios de viviendas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que la Superintendencia de Valores y Seguros ha solicitado información más desglosada sobre el tipo de venta y los desistimientos de compra, reflejando su preocupación por hacer un seguimiento más estrecho de ese tema.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta acerca de la posibilidad de contar con alguna evidencia sobre las prácticas bancarias observadas en cuanto a las tasaciones de inmuebles otorgados en garantía hipotecaria, de manera de establecer con mayor certeza si las mismas se ajustan a criterios de mercado, lo que resulta de interés para la aplicación de los márgenes de crédito establecidos en relación con el valor del inmueble y el mutuo hipotecario que puede otorgarse por estos conceptos.

El Gerente de Estabilidad Financiera señor Luis Opazo menciona que si bien los bancos señalan en la última Encuesta que las condiciones son en el margen algo más restrictivas, los *loan to value* que auto reportan no han variado significativamente respecto de la encuesta anterior y que, por lo tanto, aún no se observan cambios radicales que sugieran que el crédito no se expandirá en el margen. Agrega que de acuerdo con los últimos datos dados a conocer por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras el día anterior, las tasas hipotecarias se han mantenido o han aumentado levemente.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall plantea la conveniencia de determinar el porcentaje de las viviendas que son adquiridas mediante créditos hipotecarios, atendido que, en ciertos segmentos socioeconómicos, muchas personas compran al contado, ya sea por tratarse de una reasignación patrimonial o por otras razones.

El señor Luis Opazo señala que las estimaciones sobre el crecimiento del crédito hipotecario, presentadas en la última Reunión de Estabilidad Financiera, consideran las ventas totales de viviendas con crédito y al contado, utilizando para ello información proporcionada por el Servicio de Impuestos Internos.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, consignando que las colocaciones para la vivienda no se han acelerado y que las colocaciones de consumo se aprecian bastante estables en el margen. Agrega que las colocaciones comerciales registraron un retroceso importante en el mes de septiembre, pero que los últimos datos dan cuenta de un rebote.

A continuación, resalta la mejora de las expectativas de los consumidores y empresas. Informa que algunas preguntas que habitualmente han sido negativas, como la situación familiar, se observan hoy en un terreno neutral, y que también destaca el significativo aumento de la percepción sobre la situación para comprar artículos del hogar.

Señala que el incremento importante de la masa salarial durante el año 2012 constituyó uno de los fundamentos del dinamismo del consumo, y que este se intensificó en los últimos meses de ese ejercicio.

En términos de inversión, informa que luego de registrar alzas, impulsadas en parte por la compra de aviones efectuada por Latam Airlines S.A., en el mes de noviembre se observó una moderación en su crecimiento.

El señor Claudio Soto hace presente que en el mes de diciembre último, las exportaciones repuntaron gracias a la minería, que combinó mayores envíos y precios más altos que los anticipados, mientras que las importaciones sorprendieron a la baja. Precisa que con ello, la balanza comercial del año alcanzó a US\$4.200 millones, alrededor de US\$2.000 millones mayor que lo proyectado en el IPoM. Manifiesta que la implicancia de este mejor saldo en la balanza comercial del cuarto trimestre fue una desacumulación de inventarios algo mayor que la anticipada.

En materia de perspectivas, comenta que las que se desprenden del IMCE, tanto para el comercio como para la industria, siguen siendo bastante auspiciosas; por lo tanto, la desacumulación de inventarios no estaría obedeciendo a perspectivas menos favorables, sino que a una recomposición después del incremento importante registrado en el tercer trimestre.

Con respecto a la mirada sectorial, indica que el último registro de actividad industrial sorprendió al alza, ya que luego de haber estado deprimida durante el año, exhibió un crecimiento superior a 4%, incidido principalmente por el rebote de la refinación de combustibles por parte de ENAP. En cuanto al comercio, destaca que la parte mayorista continúa registrando tasas de crecimiento elevadas, coherentes con lo observado en consumo e inversión.

Por el lado de la inversión, precisa que la construcción ha estado liderada por la edificación. Aclara que si bien el indicador sintético de edificación aún exhibe tasas de crecimiento elevadas, muestra caídas en sus tasas de crecimiento interanual. Al respecto, explica que ello obedece en parte a la metodología de cálculo empleada para su construcción, por cuanto se emplea información de permisos de edificación, que tuvieron un abultamiento muy importante durante el año 2010 y que han ido cayendo en el tiempo, así como también



## BANCO CENTRAL DE CHILE

datos sobre venta de materiales de construcción, que también han experimentado descensos. Sin embargo, resalta que las obras de ingeniería exhiben tasas de crecimiento muy elevadas, explicadas fundamentalmente por la minería y, en lo más reciente, por algunos proyectos de centrales importantes de generación eléctrica.

En relación con algunos sectores de recursos naturales, advierte que las perspectivas sugieren un bajo crecimiento de EGA en los próximos meses. En este sentido, menciona que la baja acumulación de recursos hídricos para la generación eléctrica incidirá en un bajo valor agregado de este sector en los próximos meses. Añade que la composición de la generación eléctrica ha sido bastante desfavorable y que, de hecho, su valor agregado exhibe tasas de crecimiento negativas en sus últimos tres registros. Hace notar, además, que los niveles embalsados de energía en el mes de diciembre figuraban muy por debajo de los promedios históricos e inferiores al año pasado, y que dada la escasa pluviometría, se espera una muy baja generación hídrica por bastante tiempo.

Con respecto a la minería, señala que si bien registró un crecimiento de 4,5% en el mes de noviembre, se espera una disminución en el mes de diciembre por una alta base de comparación.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación refiriéndose al mercado laboral. Sobre el particular, resalta la recuperación del empleo en el margen por una mayor creación de empleo asalariado, agrícola y no agrícola, y la mantención del empleo por cuenta propia. De esta forma, precisa que la tasa de desempleo experimentó una fuerte caída en el mes de noviembre, llegando a niveles muy bajos, de solo 6,2%.

Sobre la base de los antecedentes expuestos, indica que las proyecciones para la demanda interna se han revisado a la baja por la desacumulación algo más significativa de inventarios en el cuarto trimestre de 2012. Agrega que se ha corregido levemente al alza el consumo total para dicho trimestre, así como también para el primero del año 2013, en parte sustentado por los indicadores de masa salarial y expectativas de consumidores más favorables; que la inversión del cuarto trimestre se ha corregido levemente a la baja por importaciones de maquinarias menores que las esperadas, y reitera que la corrección de inventarios es la más relevante, dadas las sorpresas a la baja de las exportaciones. Por último, menciona que la demanda final no registra mayores cambios para el cuarto trimestre y para el año 2012, mientras que la demanda interna se corrige desde 6,8% a 6,0% en el último trimestre de ese ejercicio y desde 6,6% al 6,4% en el año, reflejando la menor acumulación de inventarios antedicha.

Hace presente que el PIB correspondiente al cuarto trimestre de 2012 se ha corregido al alza en una décima, sin grandes cambios en su composición sectorial, y que en 2012 alcanzará a 5,5%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca la fuerte corrección de la inversión para el primer trimestre del año en curso. El señor Claudio Soto responde que ello obedece a que las tasas de crecimiento fueron al alza durante el año 2012 y, por lo tanto, la base de comparación sigue siendo muy favorable. Agrega que la corrección en la parte de maquinarias y equipos, desde 10,6% al 14,8%, responde a nuevas compras de aviones que se materializarían durante los primeros tres meses del presente año. Por último, comenta que la corrección del sector construcción desde 7,4% a 9,1% en el cuarto trimestre de 2012 es el resultado del registro correspondiente al mes de noviembre, más favorable que lo anticipado.

En lo atinente a inflación, el señor Claudio Soto menciona que la variación del IPC fue nula en el mes de diciembre, incida por una importante caída en los precios de alimentos, y que con ello, el año 2012 cerró con una variación de 1,5% anual. Precisa que la parte subyacente anotó una variación de 0,3% mensual por algunas alzas de carácter estacional, como las experimentadas por las matrículas y el transporte.

Handwritten signature or initials in blue ink.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Plantea que con respecto de la proyección efectuada tanto para el IPoM del mes de diciembre último como para la RPM de ese mismo mes, se registraron algunas sorpresas en la parte subyacente, principalmente en la parte de bienes asociada tanto a vestuario como a artículos para la vivienda, incididas probablemente por el tipo de cambio, que fue menor al considerado en dichas proyecciones. En consecuencia, hace notar que la parte servicios subyacente es la que incide más fuertemente en la inflación, a pesar que se han observado tasas de crecimiento algo más bajas en el margen; y que la parte de alimentos, que contribuyó previamente con tasas de crecimiento cercanas al 10%, alcanzan ahora a 5%. Por último, comenta que la parte de bienes y energía experimentó tasas de crecimiento interanuales negativas, esta última debido a la caída que exhiben las tarifas eléctricas, y atendido que el precio de los combustibles también tenía bases de comparación muy elevadas.

Hace presente que el precio de los combustibles continuaría registrando alguna caída, dada la trayectoria internacional de los precios y la trayectoria del tipo de cambio; y que, por el contrario, se observarían alzas hacia mediados de año por temas de índole estacional.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta por los mecanismos de suavización del precio de los combustibles, y si los precios internos están alineados con los precios internacionales.

El señor Claudio Soto responde que hoy se opera dentro de la banda de precios, que el SIPCO no se encuentra otorgando subsidios ni aplicando impuestos, y que, por tanto, los precios internos están bastante alineados con los precios internacionales. Añade que en el mes de diciembre hubo un alza importante de los precios internacionales, que se vio reflejado levemente en los precios de la gasolina, pero que en el margen estos han tendido a estabilizarse.

En relación con el precio de los alimentos, indica que luego de haber observado alzas muy significativas en los componentes más relevantes, en particular la papa, se registraron retrocesos también muy importantes. Acota que no se esperan mayores variaciones por temas estacionales.

Expresa que atendido que la inflación del mes de diciembre fue una décima inferior a la esperada, la proyección se ha revisado levemente a la baja. Recuerda que a ello hay que agregar que en el mes de enero en curso entrará en vigencia la rebaja del impuesto de timbres y estampillas, que tendrá una incidencia importante en la parte subyacente de la inflación, esperándose que el IPCSAE tenga una variación negativa de -0,1% y una incidencia en las tasas de variación anuales durante todo el año. De esta forma, informa que el componente subyacente sería cercano a 1% en términos de variación interanual por lo menos durante los próximos seis meses. Agrega que la inflación total, por su parte, estaría en torno a 1,5% por algunos meses y que a partir de entonces se observarían algunas alzas, coherentes con el aumento del precio de la gasolina mencionado anteriormente.

Hace notar que esta proyección es muy similar a lo que se desprende de los seguros de inflación. Al respecto, especifica que algunos modelos estadísticos sugieren que la inflación podría acelerarse hacia fines del horizonte de corto plazo, mientras que otros dan cuenta de que podría estar incluso por debajo de 2% hasta el término de ese plazo.

En lo concerniente a los salarios, destaca su estabilidad en términos de crecimiento interanual. Precisa que el IREM ha crecido a tasas superiores a 6% por varios meses y que el CMO continúa aumentando en torno a 7%. Añade que en el mes de diciembre debería observarse un alza más significativa de los salarios, asociada a la estacionalidad propia de estos precios.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En términos de crecimiento real de los salarios, señala que la tasa de crecimiento cercana a 2% de comienzos del año 2012, supera hoy el 4% como consecuencia de la baja inflación del período. Sin embargo, hace notar que si estos se deflactan por el IPC de servicios, su tasa de crecimiento es algo más acotada, en torno a 2%.

Con respecto al tipo de cambio, el señor Claudio Soto precisa que durante la elaboración de esta presentación exhibía una apreciación importante, explicada principalmente por la depreciación internacional del dólar. No obstante, resalta que al cierre de la presentación se ha observado un rebote y que, de hecho, el nivel del día de hoy es muy similar al alcanzado en la RPM anterior. Acota que la mejora en la percepción de riesgo ha incidido en la tendencia a su apreciación que se ha advertido en lo más reciente.

Por otra parte, destaca que la bolsa local tendió a aumentar con fuerza en las últimas semanas y que, de hecho, el IPSA creció algo más que otros indicadores bursátiles en el mundo.

En materia de tasas de interés, hace presente que las tasas reales tendieron a subir, particularmente las de largo plazo, mientras que la de los BCU2 disminuyó. Añade que las tasas nominales a distintos horizontes también registraron alzas, siendo mayor la de los bonos que la de los *swaps*.

El señor Claudio Soto comenta que las compensaciones inflacionarias exhibieron bastante volatilidad y que tanto las expectativas de inflación a un año como las encuestas siguen sugiriendo que la inflación se ubicará entonces en 3%.

Añade que la curva *forward* construida a partir de las tasas de los bonos se empinó de manera importante, en especial a partir del año 2014, mientras que al considerar únicamente las tasas *swaps* para tal efecto, se ven alzas menos significativas.

Hace notar también que las encuestas no exhiben cambios muy importantes. En este sentido, indica que la Encuesta de Operadores Financieros y la Encuesta de Expectativas Económicas sugieren un alza de la TPM hacia fines de este año, pero todavía con bastante varianza, mientras que la curva *forward* está algo por sobre lo que indican dichas expectativas.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que, en esta oportunidad, el mercado apuesta porque se mantendrá la TPM en esta Reunión y también en los próximos meses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y, a continuación, ofrece la palabra para consultas y comentarios.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que los antecedentes presentados hacen presumir que la inversión es la variable que explica el dinamismo de la actividad, en su condición de componente exógeno; y que el consumo responde al dinamismo del mercado del trabajo, el cual resulta más bien endógeno.

Con respecto al mercado laboral, plantea que todo indica que habría un grado de estrechez, así como una presión sobre los salarios, que crecen por sobre lo que resulta de la fórmula de indexación. En su opinión, ello es destacable, porque el sector público jugó un rol moderador con el reajuste aprobado al término del año 2012.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

A su juicio, este escenario es algo complejo desde el punto de vista del manejo de las políticas macroeconómicas, porque la tasa de interés que determina el Banco tiene pocas posibilidades de afectar los grandes proyectos de inversión, como los ligados a la minería y la energía, dado que los mismos cuentan con financiamiento independiente del mercado local.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta su concordancia con el planteamiento formulado por el Consejero señor Joaquín Vial. A su juicio, los indicadores de salarios y remuneraciones no se condicen con el grado de avance que registra la economía. Asimismo, declara desconocer lo que acontece en el sector agrícola en materia de remuneraciones. Por este motivo, plantea la conveniencia de contar con indicadores similares a los empleados por economías comparables con la chilena, que permitan tener una visión más acertada respecto de precios relativos, especialmente en cuanto a los sectores transables. Añade que el indicador de remuneraciones debe analizarse junto con el tipo de cambio si se quiere contar con una visión más acertada respecto de los precios relativos, lo cual debiera considerarse con este objeto.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que es clave tratar de anticipar el comportamiento futuro de la demanda, específicamente si se moderará y a qué ritmo lo hará. En cuanto a los factores exógenos que pueden incidir en ella, señala que la política fiscal está sometida a una regla, razón por la cual no generará cambios abruptos ni significativos sobre ella, mientras que sí podrían esperarse cambios más radicales por el lado financiero, atendido que ya se evidencia un grado de cautela por parte de los bancos. Agrega que el escenario internacional se ha estabilizado y que sí se podrían observar cambios en caso que el precio del cobre experimente un alza significativa.

En consecuencia, coincide con el Consejero señor Joaquín Vial en el sentido que la inversión es el factor que está explicando el dinamismo de la economía local. No obstante, advierte que no solo se observan retrasos en los proyectos, sino que también alzas en los costos por concepto de mano de obra y energía, que llevarán a reevaluarlos, y que a ello se suma que el Banco ha introducido un elemento de prudencia al sector inmobiliario. En razón de ello, cabe esperar la convergencia a un escenario en que se observen tasas de crecimiento más normales.

Con respecto a la situación de baja inflación, que se explica por factores puntuales, plantea que no solo se extiende ya por un período de seis meses, sino que perduraría por un tiempo más, en especial, si se la asocia en parte a la apreciación del tipo de cambio. Advierte que ello, más la dinámica que exhiben los salarios, constituye un riesgo, porque acelera el consumo, desencadenando la inflación. A su juicio, el tema inflacionario es un riesgo que ha sido minimizado hasta ahora, pero que comienza a aparecer con una fuerza algo mayor.

El Consejero señor Enrique Marshall considera que el mapa de riesgos de la economía local ha cambiado, porque el riesgo externo ha disminuido y en el ámbito interno ha surgido el riesgo inflacionario mencionado precedentemente, aunque acotado.

En su opinión, la persistencia de la inflación bajo 2% en términos anuales ya no obedece a factores puntuales, por lo que obliga al Banco a modificar su discurso en tal sentido y a determinar qué otros factores determinan la persistencia de la inflación en niveles tan bajos, dado que no resulta suficiente seguir afirmando que se trata en la especie de un escenario transitorio, lo cual debiera ser objeto de especial análisis de manera de contar con elementos complementarios de estudio.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro alude a la situación compleja que plantea el comportamiento de la inflación en los meses recientes. Al respecto, enfatiza que los últimos registros han profundizado la idea que la mantención de una inflación total de 2% y una inflación subyacente de 1% es difícil de entender. En su opinión, esta situación amerita un seguimiento continuo, de manera de establecer el carácter transitorio o permanente del fenómeno, evitando de paso plantear derechamente un cambio de escenario.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por los supuestos contemplados en la proyección de inflación y, en particular, qué tan cerca se encuentra el tipo de cambio real empleado del rango que se considera coherente con los fundamentales de largo plazo.

El señor Claudio Soto responde que en términos metodológicos, el tipo de cambio utilizado corresponde al promedio del tipo de cambio nominal de los últimos cinco días al momento del cierre de la proyección. Agrega que el tipo de cambio real considerado en la proyección expuesta se encontraba precisamente en el límite inferior del rango antedicho.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta también su preocupación por el tema inflacionario. Sobre el particular, menciona especialmente el hecho que la proyección de la inflación subyacente, sin alimentos y energía, haya disminuido desde 1,5% a 1% y que permanezca en ese nivel por lo menos hasta el mes de julio del año en curso. En su opinión, este tema requiere particular atención del Banco.

Por otra parte, destaca el crecimiento significativo que ha exhibido la inversión, si bien esta se moderaría levemente durante la primera parte del año 2013 por las postergaciones de algunos proyectos por concepto de costos y temas regulatorios. Al efecto, consulta si la referida proyección considera también la desaceleración del sector construcción.

El señor Claudio Soto responde que la desaceleración del sector construcción está contemplada en la proyección del primer trimestre del año en curso, porque el catastro correspondiente al tercer trimestre ya incorporaba proyectos que se habían eliminado o que se habían pospuesto. Hace presente que si bien no se cuenta aún con el nuevo catastro, la información de prensa señala que algunos proyectos mineros han sido desechados por la indisponibilidad de oferta energética. En todo caso, resalta que el último catastro da cuenta de un abultamiento significativo de proyectos mineros, razón por la cual la exclusión de algunos de ellos no impedirá que se registre bastante crecimiento en los próximos trimestres.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica la necesidad de efectuar un seguimiento de la evolución los referidos proyectos, de manera de establecer si el crecimiento consignado es casuístico o demuestra una tendencia. Lo anterior, considerando el análisis efectuado por el Consejero señor Joaquín Vial, en cuanto al carácter exógeno registrado en materia de inversión en relación con las políticas que adopta el Banco en materia monetaria, lo cual representa un fenómeno con efectos en el largo plazo, propio del sector transable, el cual debiera con posterioridad dar lugar a exportaciones.

Conforme a ello, y ante la posibilidad que el análisis del escenario económico no esté capturando un factor relevante, dado que puede encontrarse en su fase temprana en este momento, el señor Presidente manifiesta que se confirma la importancia de efectuar el seguimiento indicado, eventualmente a nivel estadístico, con miras a establecer si se está produciendo una masa de inversión un poco más crítica, que pueda tener efecto en lo futuro.

El Consejero señor Enrique Marshall hace notar que la inversión podría verse afectada durante el presente año atendido el proceso que se trata de un año de campaña electoral por el próximo cambio de gobierno y la incertidumbre ante posibles modificaciones en cuanto a la regulación de los temas ambientales y energéticos, por lo que el tema político será más gravitante en este ámbito que en años anteriores.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial se refiere nuevamente a la inflación y expresa su preocupación respecto de la posibilidad de que los modelos de proyección estén induciendo a un exceso de optimismo. Por este motivo, plantea la conveniencia de contar con alguna descomposición de los errores de proyección cometidos en el pasado, de tal forma de determinar si hay algún componente que se repite sistemáticamente. Enfatiza en la necesidad de despejar la sospecha de posibles errores o desviaciones en la proyección de la inflación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se suma al planteamiento del Consejero señor Joaquín Vial y sugiere analizar si el factor tipo de cambio es el que explica la principal diferencia entre la proyección y lo efectivamente acontecido.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concuerda con lo manifestado en cuanto a que se requiere la descomposición y actualización de la incidencia con que cuenta cada factor en el modelo de proyección utilizado.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera se compromete a actualizar el análisis realizado al efecto con ocasión del último IPoM y a presentarlo próximamente en una reunión de coyuntura.

Con respecto al tema inflacionario mencionado precedentemente, precisa que los bajos niveles comenzaron a observarse en el último trimestre del ejercicio. De hecho, recuerda que a inicios del año 2012, la inflación en doce meses llegaba a 4% y que luego fluctuó hasta llegar a 3% en el mes de octubre último. Agrega que en los últimos meses, contrario a lo esperado, sorprendió la caída experimentada por la inflación subyacente. Hace presente que dicha caída sería de carácter transitorio y que entre los factores que la explican figuran la apreciación cambiaria y el hecho que la respuesta de la inflación al ciclo económico ocurre con rezago. Enfatiza que la hipótesis de trabajo es que esta situación se va a normalizar, atendida la condición más bien transitoria del fenómeno anotado.

Asimismo, plantea que también podrían existir factores de carácter más permanente relacionados con la productividad, en caso de presentarse un quiebre en la tendencia de crecimiento del producto. En este sentido, indica que de considerarse en la proyección de inflación un mayor crecimiento de la productividad, ello conduciría a sobrestimar el crecimiento de la inflación y, por ende, dicho fenómeno podría permanecer por más tiempo en la estimación del Banco.

Explica que una mayor productividad debiera ser coherente con la observación de otros factores, como en el caso de los márgenes comerciales y las utilidades de las empresas, en cuanto a que de existir un incremento de la productividad se obtendría un mayor margen con los mismos insumos, lo que posteriormente podría traspasarse a precios. En este sentido, indica que en materia de márgenes comerciales actualmente se advierte una reducción de los mismos, lo cual no calzaría con la hipótesis de aumento de la productividad.

Por ende, concluye resaltando la conveniencia de continuar revisando la evidencia que se vaya acumulando al respecto, para efectos de permitir la validación de las hipótesis de trabajo empleadas.

Al no formularse otros comentarios, siendo la 13.05 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar las opciones de política monetaria.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Siendo las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 194, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara recuerda que la Reunión de Política Monetaria de julio de 2013 se efectuará el día 11 de ese mes y a continuación concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado para esta oportunidad.

El señor Luis Óscar Herrera inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

En lo concerniente a la economía internacional, señala que las condiciones financieras externas han mostrado una mejoría relevante, en parte relacionada con la postergación de los ajustes fiscales en Estados Unidos; que la actividad de las economías avanzadas ha mantenido su debilidad; y que se han observado algunas señales de repunte adicional en China.

En lo atinente al plano local, indica que la actividad y demanda final evolucionaron en línea con lo esperado, mientras que el empleo mostró cierto grado de aceleración. Hace notar que de acuerdo con la última Encuesta de Crédito Bancario, las condiciones de oferta de crédito son algo más restrictivas, pero que la demanda sigue siendo percibida como dinámica. Asimismo, destaca que las inflaciones total y subyacente se ubican por debajo del 2% anual y que el peso, después de haberse apreciado durante el mes respecto del dólar, ha vuelto a niveles similares a los que se observaban un mes atrás. Por último, informa que las encuestas reflejan una expectativa de mantención de la tasa rectora para esta Reunión y también para los próximos trimestres.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que este conjunto de antecedentes lleva a proponer en carácter de única opción para la presente Reunión la de mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual y no innovar en lo referente al Comunicado, en razón de los fundamentos que pasará a detallar.

En primer término, menciona que las noticias acumuladas desde la publicación del IPoM son escasas y no modifican el escenario internacional y local presentado en esa ocasión; que si bien se han moderado en algo los riesgos negativos de un ajuste fiscal abrupto en Estados Unidos de América, aún hay aspectos que son relevantes; y que la situación de la Eurozona, a pesar del mayor optimismo de los mercados, todavía se considera frágil.

En cuanto al plano local, hace presente que se mantiene una situación estrecha en el mercado laboral, así como en el uso de la capacidad instalada. Sin embargo, resalta que la inflación subyacente que excluye energía y alimentos se mantiene acotada, ubicándose por debajo del 2% anual, y que, de hecho, llama la atención la moderada respuesta que han mostrado la inflación y los salarios nominales ante el dinamismo del ciclo. Sin embargo, señala que es necesario considerar que la relación entre dichas variables —inflación y ciclo— presenta rezagos en el tiempo y que, por lo tanto, no necesariamente se mueven en forma contemporánea. Agrega que la apreciación cambiaria reciente también puede haber contribuido a moderar transitoriamente las presiones inflacionarias. Por otra parte, plantea que tampoco se puede descartar que un mayor crecimiento de la productividad también podría haber colaborado a moderar las presiones de costos nominales. Sin embargo, hace el alcance que esta es una hipótesis que requiere de mayor evidencia y debe ser evaluada con cautela, porque la medición de la productividad tiende a ser una variable procíclica.

*[Handwritten signature]*



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, advierte que el reciente patrón de crecimiento liderado por la demanda interna ha resultado en una ampliación del déficit de cuenta corriente, tema que de continuar y ampliarse podría constituirse en un factor de vulnerabilidad para la economía chilena ante deterioros abruptos del escenario externo. En su opinión, el abordar este tema va más allá de la política monetaria y requiere de la coordinación de un conjunto de políticas económicas y financieras.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que sobre la base de este conjunto de antecedentes, la Gerencia de División Estudios estima que mantener la TPM en su nivel actual es coherente con la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de proyección.

Al igual que en ocasiones anteriores, indica que la opción de recortar la tasa de política monetaria se podría justificar como una medida preventiva ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento económico o una caída más duradera de la inflación. Plantea que lo primero podría ocurrir si se materializara alguno de los escenarios de riesgos externos contemplados en el último IPoM; sin embargo, recalca que las probabilidades de estos escenarios, al menos en el corto plazo, parecen haberse atenuado. Asimismo, menciona que los antecedentes revisados en la primera parte de esta Reunión tampoco llevan a anticipar una desaceleración inminente de la demanda interna y de la actividad en los próximos meses. Por su parte, señala que el dinamismo que ya han acumulado la actividad y el empleo, sumado a la estabilidad de las expectativas inflacionarias en torno al 3%, llevan a proyectar que los bajos registros inflacionarios que se han observado en meses recientes se van a constituir en un fenómeno transitorio, que dentro del horizonte de proyección debiera normalizarse hacia el 3%.

Por lo anterior, expresa que al igual que el mes pasado, se descarta la opción de recortar la tasa de política.

Con respecto a la opción de aumentar la tasa de instancia, comenta que también se descarta en esta ocasión. Sobre el particular, hace presente que si bien esta alternativa se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno, la aceleración del crecimiento del PIB resto de los sectores más ligados a la dinámica de precios, en contraste con el gasto interno, ha sido más moderado, mientras que los indicadores de inflación subyacente y también las expectativas privadas de inflación se mantienen en valores coherentes con la meta.

Por último, argumenta que la opción de mantener la tasa se justifica en que el nivel actual de la TPM está dentro de un rango de valores neutrales, y que esta opción es la expectativa de consenso en el mercado, por lo que también debería resultar neutral para la evolución de la curva de tasas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su exposición manifestando que conforme a las consideraciones expuestas, esa Gerencia propone al Consejo mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y ofrece la palabra al *staff* del Banco, sin que los asistentes planteen comentarios.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín inicia su exposición señalando que el escenario económico interno en el último mes refleja un elevado dinamismo de la actividad y la inflación bajo control, y que en el escenario externo se ha mantenido la calma en los mercados



## BANCO CENTRAL DE CHILE

financieros, aunque a los problemas fundamentales en Europa se ha sumado la preocupación por los desequilibrios fiscales en Estados Unidos de América.

Hace presente que la relativa calma financiera ocurre pese a algunos vaivenes provocados por las negociaciones políticas para establecer un acuerdo sobre los ajustes necesarios en Estados Unidos de América. Así, destaca que la percepción de riesgo en algunos países europeos con problemas ha descendido desde sus niveles de la última Reunión. En efecto, precisa que los CDS a 5 años en España se encuentran 44 puntos por debajo y los de Italia, 47 puntos menos; que en Portugal la caída ha sido de 74 puntos y en Irlanda, de 36. Con todo, advierte que los problemas fundamentales de Europa persisten, ya que a pesar de los esfuerzos de estabilización de las autoridades, la situación fiscal se mantiene delicada, en un contexto de recesión y alto desempleo —en especial, entre los más jóvenes—, que dificulta realizar los ajustes requeridos.

Por otra parte, indica que la producción industrial en el mes de noviembre mostró una nueva contracción de la Zona Euro, con una caída del 3,7% interanual, en tanto que en Italia, España, Francia y Alemania esta alcanzó a 7,6%; 7,2%; 3,2% y 3%, respectivamente, revelando que dicho fenómeno es generalizado.

El señor Felipe Larraín manifiesta que la economía de Estados Unidos de América se ha vuelto el foco de atención, en especial tras el acuerdo que evitó un ajuste fiscal abrupto. Sobre el particular, comenta que si bien se abordaron acciones de corte tributario, quedaron pendientes por dos meses las medidas para recortar el gasto y la discusión sobre el techo de la deuda pública, manteniéndose, en consecuencia, una fuente de vulnerabilidad abierta. Con todo, resalta que la economía norteamericana ha tenido algunas noticias positivas. En efecto, señala que de acuerdo con el reporte final de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento del tercer trimestre de 2012 se ubicó en 3,1% anualizado, superior al 2,7% del reporte anterior, y acelerándose respecto al 1,3% del trimestre anterior; que la creación mensual de empleo no agrícola en diciembre fue de 155 mil puestos de trabajo, similar a los 161 mil del mes previo; y que el PMI manufacturero en el mes de diciembre pasó a la zona de expansión, ubicándose en 50,7 puntos.

En lo atinente a la economía china, señala que en el mes de noviembre último mostró algún repunte en sus cifras sectoriales, como es el caso de la producción industrial, que creció 10,1% anual, tras el 9,6% de octubre; de las ventas minoristas, que aumentaron 14,9% tras el 14,5% en octubre; y de las exportaciones, cuyo crecimiento en el mes de diciembre alcanzó a 14,1%, tras el 2,9% del mes anterior.

Advierte que en cuanto al escenario regional, cabría anotar algunos focos de preocupación, particularmente en Brasil, que exhibe un crecimiento en torno al 1%, así como la desaceleración significativa que se observa en Colombia y los problemas que existen en Argentina y que algo se han agravado.

En definitiva, concluye que el escenario económico internacional actual sigue influido por los efectos de la crisis de la Zona Euro y por la incertidumbre respecto a las decisiones pendientes en Estados Unidos de América, lo que puede tener importantes repercusiones sobre las economías emergentes.

El Ministro de Hacienda destaca que en Chile, la actividad económica se mantiene creciendo en forma robusta, con un incremento de 5,5% en el mes de noviembre, sorprendiendo nuevamente al mercado al alza. Enfatiza que esta cifra es muy positiva si se considera que en dicho mes influyó la existencia de un día hábil menos respecto al mismo periodo del año anterior. Agrega que en línea con estos resultados, la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de enero del Banco Central de Chile muestra un crecimiento esperado para este año de 4,8%.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, resalta que el consumo sigue mostrando vitalidad, ya que las ventas del comercio minorista en noviembre crecieron 10,7% en doce meses, liderando el consumo de bienes no durables. Especial énfasis pone en ello, porque las ventas del consumo han estado lideradas por el consumo durable y ahora pasa a liderar el consumo no durable. Por otra parte, señala que el mercado laboral muestra una importante recuperación en el ritmo de creación de puestos de trabajo, ya que el reporte del trimestre septiembre-noviembre dio cuenta de un crecimiento del empleo de 2,3%, lo que constituye una aceleración respecto del 1,8% y el 1,6% de los dos reportes previos. Por su parte, acota que los salarios reales continúan creciendo sobre 3% anual, en línea con el aumento en la productividad media laboral.

Sin embargo, plantea que el sector externo chileno se ha visto claramente afectado por la situación internacional. En este sentido, indica que durante el tercer trimestre, las exportaciones de bienes y servicios, a precios encadenados, se contrajeron 3,4% anual; y que, por otra parte, el valor en dólares de las exportaciones a la Unión Europea en el mes de noviembre disminuyó 21,2% en doce meses, tras un aumento de 7% en el mes previo, mientras que las destinadas a China cayeron 2,1%, tras un incremento de 15,2% en el mes anterior. De esta manera, subraya que la fortaleza de la demanda interna ha logrado contrarrestar los efectos negativos de la menor demanda externa.

Además, comenta que la inflación registró una variación mensual nula en el mes de diciembre, llegando a 1,5% en doce meses, destacando en dicho registro la disminución en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas. Añade que el IPCX y el IPCX1 se encuentran en niveles de 1,3% y 1,8%, respectivamente, y que, de esta manera, la inflación se mantiene bajo control y atenúa las preocupaciones respecto a la posibilidad de un sobrecalentamiento.

En este sentido, hace presente que el Ministerio de Hacienda efectuó un aporte a la estabilidad macroeconómica mediante un patrón de ejecución del gasto más estable y con una estacionalidad menos marcada en el último trimestre del año, a diferencia de lo ocurrido en años anteriores, con lo que el gasto público en el año 2012 creció a una tasa en torno al 5% anual, nuevamente menor al crecimiento del PIB. Indica que con ello, el promedio de crecimiento del gasto público en el periodo 2010-2012 es de 4,9%, aproximadamente, *versus* un 5,9% para el PIB. Enfatiza que este prudente incremento del gasto público contribuye a moderar el aumento de la demanda agregada, lo que atenúa presiones inflacionarias, evita un mayor deterioro del saldo de cuenta corriente y permite atenuar la presión a la baja en el tipo de cambio. Asimismo, resalta que el acuerdo en materia de reajuste al sector público fue claramente moderado y responsable.

En línea con las últimas cifras, considera que las expectativas de inflación apuntan a una desaceleración de la inflación en el corto plazo. De hecho, consigna que de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central, la inflación en el mes de enero sería de 0,1% mensual, mientras que la inflación en doce meses a diciembre del año 2013 se ubicaría en 3% anual. Añade que para fines del año 2014, las expectativas se mantienen ancladas en 3% y que, por su parte, las compensaciones inflacionarias a dos años se ubican en niveles de 2,77%.

En síntesis, el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín expresa que Chile muestra signos de resiliencia, pero no ha evitado el impacto de la recesión europea y la desaceleración de los mercados emergentes; y que, además, se han agregado nuevos elementos de incertidumbre por la situación fiscal en Estados Unidos de América. En este contexto, manifiesta que parece recomendable mantener la tasa rectora.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Al proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio al proceso de votación de la Opción planteada por la Gerencia de División Estudios y, en primer término, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el excelente análisis del equipo de la Gerencia de División Estudios, así como las recomendaciones de política entregadas para esta Reunión.

En su opinión, de los antecedentes presentados queda clara la existencia de un tono más positivo en los mercados financieros internacionales y que también se aprecia una mayor fortaleza en los datos de actividad económica en Estados Unidos de América y China. Sin embargo, expresa que la calma en los mercados financieros será sometida a prueba en las semanas y meses siguientes por los eventos en la Zona Euro —Chipre y las elecciones italianas serían los hitos más próximos— y por lo que ocurra con las discusiones sobre límites de deuda y recortes fiscales en Estados Unidos de América. Respecto de los datos de actividad, señala que ellos más bien apuntan a la consolidación del escenario base más que a un cambio en las previsiones.

Agrega que en un horizonte un poco más amplio, parece preocupante el impacto del nuevo programa de estímulo fiscal en Japón, por los efectos sobre el tamaño de su deuda pública. A su juicio, habrá que seguir con cuidado posibles efectos sobre el valor de dicha deuda.

Con respecto al plano local, el Consejero señor Joaquín Vial hace notar que se aprecia con mayor claridad que el empuje de la demanda interna se apoya principalmente en la fuerte expansión de la inversión, y que ella, a su vez, incide en forma indirecta sobre el consumo debido a los impactos sobre el mercado de trabajo y el ingreso disponible de las familias.

En lo concerniente a la inflación, menciona que permanece transitoriamente algo por debajo del límite inferior de la banda, situación que debería tender a normalizarse a lo largo del año. En este contexto positivo, manifiesta preocupación por que los salarios sigan creciendo a tasas cercanas al 7% anual, con un aumento de la brecha respecto de las alzas derivadas de aplicar el efecto mecánico de las reglas de indexación de los contratos de trabajo.

En resumen, plantea que el escenario internacional se aprecia algo mejor, que la inflación está a niveles bajos, y que hay síntomas de que la fortaleza de la demanda interna persiste y comienza a presionar sobre los salarios.

En estas circunstancias, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su concordancia con la recomendación del *staff*, razón por la cual vota por mantener la TPM en 5%.

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 indicando que los antecedentes del último mes están en línea con lo observado en los meses previos, tanto en lo que dice relación con la consolidación de una mayor calma en los mercados financieros internacionales como en los magros datos de crecimiento, especialmente en Europa y algunos otros países en desarrollo.

Hace presente que los mayores precios de los activos financieros y su menor volatilidad probablemente reflejan menores premios por riesgo asociados a una disminución en la probabilidad de que se gatille un problema mayor en Europa, pero que no



## BANCO CENTRAL DE CHILE

necesariamente son indicativos de una mejor perspectiva de crecimiento en ese continente. En su opinión, esta combinación es positiva en cuanto manifiesta o refleja la mayor disposición de las autoridades europeas a intervenir y evitar un colapso mayor en su sistema financiero, pero también determina la mayor fragilidad de esta sensación que se ha apoderado en los mercados en cuanto a que la crisis en Europa de alguna manera está pasando. Expresa tener una visión más cautelosa al respecto.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que en Estados Unidos de América, la mayor novedad estuvo relacionada con las negociaciones sobre el llamado *fiscal cliff*, que si bien terminaron por proveer cierta calma a los mercados, sin duda postergan parte importante de los debates más relevantes respecto de la situación fiscal en ese país.

A su juicio, resulta importante mencionar la actitud adoptada por el gobierno japonés y su banco central de impulsar una política monetaria ultraexpansiva. Sin entrar a discutir la efectividad de la combinación de políticas propuestas, estima que es necesario notar que esta decisión profundiza el escenario derivado de políticas muy expansivas en Estados Unidos de América y Europa por un tiempo prolongado, lo que, sin duda, representa implicancias sobre el resto del mundo y, en particular, sobre la economía chilena. Plantea que en este escenario, se reafirma una presión a la valoración y los flujos hacia países en desarrollo con fundamentos sólidos, como es el caso chileno. Considera que un escenario en que los precios de los *commodities* se mantienen altos y las condiciones de financiamiento son favorables para la economía chilena, sigue siendo el escenario base sobre el cual debiera producirse la discusión y, al mismo tiempo, cree que también es el escenario que representa retos para la economía chilena hoy día.

En lo atinente al ámbito interno, menciona que la actividad y la demanda continúan dinámicas, en línea con lo anticipado, y que es especialmente destacable el dinamismo de la inversión. Agrega que el mercado laboral también está fuerte y que el mercado financiero muestra condiciones normales, con un crecimiento en las colocaciones a tasas acotadas. Además, llama la atención sobre la balanza comercial de fines de año, que dieron cuenta de una mayor demanda externa por exportaciones de cobre principalmente, y la consecuente menor acumulación de inventarios. Advierte que esto conduciría a un déficit de cuenta corriente el año 2012 de alrededor de medio punto porcentual menor que lo que anticipado en el IPoM. En su opinión, esta diferencia no afecta en lo fundamental la inquietud manifestada en dicho Informe respecto de los riesgos que un aumento sostenido de la demanda interna más allá del producto puede generar, pero estas cifras sí dan cuenta que, por ahora, no se observa ninguna desviación significativa o preocupante en esta dimensión.

Asimismo, destaca que la inflación fue baja nuevamente y que más allá de la volatilidad de los componentes de combustibles y algunos grupos de alimentos, siguen llamando la atención los bajos registros subyacentes en un contexto de dinamismo de los salarios. Recuerda que esta disyuntiva fue discutida con anterioridad y planteada en el último IPoM. En su opinión, las últimas cifras profundizan la duda o inquietud respecto de qué es lo que podría estar detrás de estos registros de inflación tan bajos. Plantea que la diversidad de hipótesis es grande y que, a su juicio, este es un tema que debiera ser de permanente seguimiento, especialmente si se anticipan registros de inflación subyacentes muy bajos para los próximos meses y una inflación anual en torno al 2%.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que, al igual que en meses anteriores, en esta oportunidad la alternativa de mantener la TPM domina claramente sobre cualquier otra alternativa, razón por la cual vota por mantenerla en 5%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Consejero señor Sebastián Claro y prosiguiendo con la votación, concede la palabra al Consejero señor Enrique Marshall.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado en esta Reunión de Política Monetaria, y sostiene que las noticias del último mes reafirman el panorama descrito en el IPoM de diciembre pasado, del que se derivan perspectivas auspiciosas pero no exentas de desafíos para nuestra economía.

En lo concerniente al frente externo, indica que la atención ha estado focalizada en el tema fiscal de los Estados Unidos de América, donde se han alcanzado acuerdos que, si bien son parciales, han contribuido a generar tranquilidad e incluso optimismo en los mercados financieros.

Por otro lado, señala que la crisis europea sigue siendo el principal factor de preocupación para la economía mundial; que en el último mes no se han observado cambios significativos en relación con ello; y que el punto crítico sigue siendo la lentitud en la toma de decisiones y en la implementación de las mismas.

En materia de actividad, menciona que las proyecciones de un mes atrás se han ajustado solo marginalmente y que los precios de las materias primas han vuelto a observar movimientos mixtos, conducidos principalmente por factores de oferta. Acota que el alza en el precio del petróleo, sin embargo, parece recoger también la percepción de optimismo que han reflejado los mercados en las últimas semanas.

En suma, plantea que las condiciones externas para nuestra economía siguen siendo en general favorables y que, en el margen, han tendido a mejorar.

En lo que concerniente al frente interno, destaca que la actividad y la demanda continúan observando dinamismo, en línea con lo proyectado por el IPoM del mes de diciembre de 2012. En este sentido, consigna que el impulso lo siguen proveyendo principalmente factores internos; que el consumo continúa estimulado por la evolución del empleo, las remuneraciones y la confianza de los consumidores; y que, por su parte, la inversión sigue encontrando sustento en perspectivas auspiciosas para la minería y la construcción y en un buen nivel de confianza empresarial.

Asimismo, hace presente que las condiciones financieras internas no han experimentado cambios relevantes y son en general favorables; y que sin perjuicio de ello, se advierte prudencia en el comportamiento del sistema bancario, lo que se refleja en una evolución del crédito más moderada que en otros ciclos expansivos.

Por otra parte, resalta que la inflación anual se ha ubicado en niveles muy bajos, pero que ello sigue respondiendo al comportamiento de corto plazo de determinados precios. Hace notar que esta es una apreciación que comparte el mercado, cuyas expectativas apuntan a una convergencia de la inflación anual al 3% en horizontes de uno y dos años.

Por último, sostiene que en un cuadro donde la economía registra estrecheces y crece a un ritmo próximo al de tendencia, el escenario más probable es que la inflación se normalizará en un plazo razonable.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que con estos antecedentes, la opción de política monetaria que predomina ampliamente es la de mantener y que, en tal sentido, coincide con lo planteado en la minuta de la Gerencia de División Estudios.

Comenta que las expectativas del mercado son concordantes con ello, ya que las encuestas y los precios de mercado apuntan a que la tasa se mantendrá por un tiempo prolongado en su nivel actual, con ajustes de magnitud moderada más adelante.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que el balance de riesgos permanece equilibrado y que, por tanto, resulta difícil levantar una opción de política distinta a la ya mencionada.

Sin embargo, advierte que en materia de riesgos se han producido cambios que no deben ser desatendidos. Por una parte, indica que los riesgos provenientes del exterior, y particularmente los asociados a escenarios extremos, se han atenuado. Por otra parte, en el frente interno, el riesgo de una demanda que mantiene un elevado dinamismo o que lo modera muy lentamente sigue presente, pero ha comenzado a aparecer, quizá todavía con timidez, el riesgo de que la inflación permanezca en niveles muy bajos por un tiempo superior al proyectado, lo que de materializarse tendría implicancias. Por ello, es de opinión que la trayectoria de la inflación y los factores que la determinan deben ser motivo de análisis y atento seguimiento.

En todo caso, considera que en estas circunstancias, ni un alza ni una baja resultan razonables, y que lo que corresponde es perseverar en la misma línea seguida en meses anteriores.

A título de comentarios finales, el Consejero señor Enrique Marshall plantea, en primer término, que cualquier decisión en materia de política monetaria no puede soslayar que el diferencial de tasas respecto de las economías desarrolladas es muy alto, lo que se ve acentuado cuando se consideran tasas de interés reales.

En segundo lugar, enfatiza que en las actuales circunstancias, la política monetaria ha visto reducidos sus grados de libertad y, por tanto, la aplicación de medidas que apoyen o refuercen su accionar no puede ser descartada.

En virtud de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 5% anual y no introducir cambios en el tenor del Comunicado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Consejero señor Enrique Marshall y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su presentación agradeciendo la exposición del *staff* y la Minuta de Opciones, y expresa que hace suyo el recuento de antecedentes que se contiene al comienzo de dicha Minuta, a la que adiciona los siguientes comentarios.

En relación con la economía internacional, plantea que las mejores condiciones financieras que se observan desde hace un mes a esta parte no debieran llevar a evaluar de manera optimista las perspectivas hacia adelante, en especial, porque todavía están pendientes los temas estructurales tanto en la Zona Euro como en Estados Unidos y también Japón. Por el contrario, reitera lo que ha señalado en muchas Reuniones anteriores en cuanto a que el escenario más probable es que las economías que han entrado en crisis desde el año 2008 hasta ahora, mantengan un ritmo de crecimiento bajo durante un período prolongado, y que lo que se observa en el corto plazo sean sencillamente vaivenes o saltos en torno a una tendencia que va a ser muy baja. Hace el alcance que ello incluye también a los indicadores financieros.

En particular, indica que si bien hubo un acuerdo parcial y transitorio en materia de los desafíos fiscales de Estados Unidos de América, persisten dudas importantes respecto de la concreción de un acuerdo de un horizonte más largo y, en particular, si se va a concretar uno respecto del techo de la deuda fiscal. En este sentido, comenta que algunas agencias de *rating* ya han señalado su posición en cuanto a un *downgrade* de la deuda norteamericana, en



## BANCO CENTRAL DE CHILE

la medida que no se logre un acuerdo en materia del techo de la deuda. En consecuencia, plantea que por sí sola, esa es una prueba de que efectivamente hay elementos de riesgo financiero de corto plazo hacia adelante que no son menores.

Hace presente que lo mismo acontece en Alemania. Al respecto, señala que si bien esa economía no cayó en recesión, su producto está levemente por sobre el 0%. Destaca que su debilitamiento coyuntural y la decisión que ha tomado en cuanto a tener una situación fiscal sin déficit tiende a poner más empinada la pendiente o el esfuerzo que tiene que hacer el resto de las economías de la Zona Euro para poder salir adelante. Recuerda que cuando se iniciaron los problemas en esa región, el conjunto de economías que la componen estaba en equilibrio respecto del resto del mundo en lo que se refiere a balanza de pagos y que los desequilibrios eran más bien al interior de esa zona. A su juicio, esos son los principales problemas que deben resolverse y, obviamente, esos desequilibrios no se solucionan en una parte sin que se resuelvan también en su contrapartida.

En lo referente al ámbito local, plantea dos preocupaciones. En primer término, indica que si bien la inflación ha sido baja e inferior a la meta y, por lo tanto, sorpresiva con una mirada algo más larga, le preocupa lo que ha acontecido con los precios relativos. En particular, señala que si bien el tipo de cambio real se ha apreciado levemente respecto de un mes atrás, ello se suma a una apreciación que se acumuló significativamente a lo largo del año pasado. En consecuencia, advierte que se está hoy día en el umbral de una zona que no justifica o no tiene un respaldo en los fundamentos de largo plazo de la economía chilena, y que, mientras tanto, los salarios reales han mantenido un crecimiento muy elevado, más allá de lo que podría explicar la pura y simple dinámica de la inflación. En su opinión, esta trayectoria de los precios relativos, de mantenerse, obviamente no tendrá un buen desenlace, y requiere un monitoreo cada vez más cuidadoso.

Por otra parte, menciona que en el transcurso del año 2012 se observó una ampliación del déficit de cuenta corriente por sobre lo proyectado. Sin embargo, llama la atención que el saldo fiscal aparezca mejor que lo anticipado y lo contenido en la propia regla del sector público. En consecuencia, consigna que parte importante de la ampliación del déficit de cuenta corriente se justifica por cambios en los precios, pero también, y principalmente, por un mayor déficit de la cuenta corriente del sector privado con el resto del mundo. A su juicio, de mantenerse en el tiempo dicha trayectoria, tampoco se advierte un final satisfactorio, por lo que requiere ser monitoreada.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que tanto los precios negativos como el déficit del sector privado podrían mantener una trayectoria no acorde con el escenario base. No obstante, indica que si se materializa el escenario alternativo, que es una salida mucho más desordenada del resto del mundo, estos elementos se corregirían.

En consecuencia, advierte que se cuenta con un puzzle de políticas en el resto del mundo ante un horizonte de crecimiento muy bajo por períodos largos. En efecto, resalta que las tasas de interés de los bancos centrales no solo se mantienen anormalmente bajas, muy por debajo de lo que se espera sean las tasas de interés neutrales de la política monetaria en el largo plazo, sino que muchos han utilizado la política monetaria más bien como instrumento para resolver sus problemas financieros que para alcanzar sus metas de inflación. En este contexto, considera que el que Chile mantenga su tasa de interés en un rango considerado neutral impone obviamente presión potencial sobre el arbitraje hacia adelante. Hace presente que si bien este no se ha manifestado de manera masiva hasta ahora, en el último mes los *spreads on shore*, o la diferencial de tasa de interés en dólares respecto de la comparable internacionalmente, se ha reducido en el margen; y que, al mismo tiempo, la reducción del impuesto de timbres y estampillas favorece o hace más baratas las operaciones de arbitraje de monedas. En su opinión, deberá continuarse monitoreando este tema, dado que constituye la principal fuente de presiones sobre los precios relativos que debería ser motivo de preocupación del Consejo hacia futuro.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En este contexto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán coincide con los señores Consejeros en cuanto a que lo más prudente en el corto plazo es mantener la tasa en su nivel actual, por lo que vota en ese sentido; enfatizando una vez más que los riesgos en la economía internacional siguen presentes; y que, a su juicio, los riesgos al interior del escenario base en la economía nacional han aumentado.

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

En lo concerniente al escenario externo, resalta el registro de cifras más auspiciosas en Estados Unidos de América; que en Europa si bien se observa un mejoramiento en las condiciones financieras reflejado en menores *spreads*, la economía continúa en recesión y las economías del centro siguen debilitándose; y que Japón mantiene un muy bajo crecimiento, con pocas esperanzas de mejorar, al menos en el corto y mediano plazo. En su opinión, la solución, aunque todavía parcial, del abismo fiscal en Estados Unidos de América fue una buena noticia, aunque algunos temas, como el techo de la deuda y los ajustes de gasto, se postergaron para las próximas semanas.

Agrega que la mayor expansividad de la política monetaria en las economías avanzadas pone presiones adicionales sobre los países emergentes.

Hace presente, además, que en el mundo emergente hay mejores noticias con respecto a China, que pareciera que ha frenado su desaceleración y comienza una nueva fase de mayor dinamismo; que Brasil mantiene un crecimiento débil; y que India sigue sumida en una gran cantidad de problemas.

Por último, menciona que el precio del cobre sigue elevado, mientras que el resto de las materias primas exhiben cierta heterogeneidad con respecto a la RPM anterior, por cuanto el precio del petróleo sube y el de los alimentos cae.

En lo atinente a Chile, destaca que continúa el dinamismo de la actividad, aunque advierte de señales que apuntan a alguna moderación adicional en el gasto; que el consumo mantiene una tasa de crecimiento similar al del PIB, mientras que las importaciones y la inversión en el margen habrían crecido algo menos que en meses anteriores. En todo caso, hace el alcance que se trata de cifras que exhiben alta volatilidad, por lo que cabe esperar más antes de tener una visión más precisa. Asimismo, anticipa que el déficit en cuenta corriente del año 2012 sería inferior al proyectado en el IPoM debido a mayores exportaciones. Añade que el mercado laboral, por su parte, sigue exhibiendo gran dinamismo y se mantiene estrecho, y que los salarios nominales mantienen su tasa de crecimiento entre 6 y 7%.

Por otra parte, indica que las colocaciones bancarias mantienen un crecimiento moderado, en particular las de consumo e hipotecarias.

Además, manifiesta que tanto la inflación como sus medidas subyacentes se ubican por debajo del piso del rango de tolerancia del Banco Central; que las expectativas de mercado apuntan a que esta situación se mantendrá por un tiempo prolongado; que las expectativas de mediano plazo se mantienen ancladas a la meta del Banco Central; y que el peso se mantiene relativamente apreciado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace presente que desde la perspectiva de la política monetaria, se mantienen las fuerzas opuestas de los últimos meses, aunque es posible que ambas estén empezando a mostrar signos de moderación. En este sentido, consigna que al menos los escenarios negativos extremos de la situación internacional



## BANCO CENTRAL DE CHILE

parecen perder fuerza, mientras que una aceleración de los niveles de actividad y gasto en la economía doméstica también aparece como menos probable. Lo anterior, sin desconocer que, a pesar de ello, tanto los riesgos externos, particularmente en la Eurozona, como los internos siguen presentes.

En este escenario, estima que la opción única planteada por la Gerencia de División de Estudios es la apropiada. A su juicio, subir la tasa es complejo en el escenario actual de gran liquidez internacional, en que la TPM es bastante elevada en relación al resto de los países, y donde además la inflación está particularmente contenida al igual que las expectativas de inflación. Indica que a ello hay que sumar que los riesgos externos siguen existiendo y que no es descartable una desaceleración algo más pronunciada de la actividad y de la demanda interna hacia adelante. Por último, menciona que el elemento más dinámico de esta última dice relación con la inversión, que en este caso en particular está relacionado en forma relevante con proyectos de largo plazo que, para estos efectos, pueden ser bastante exógenos.

Por otra parte, considera que la opción de bajar la tasa tampoco es la adecuada en cuanto los signos de desaceleración interna siguen siendo todavía tenues e inciertos y porque, de hecho, el nivel es todavía elevado. Asimismo, el mercado laboral y las holguras de capacidad se mantienen estrechos.

Plantea que en estas circunstancias no parece haber cambios mayores que justifiquen una posición distinta respecto de la RPM anterior.

Por consiguiente, el Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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

### 194-01-130117 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5% anual.

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

### Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

En el ámbito externo, las condiciones financieras son más favorables que hace un mes. Sin embargo, los riesgos sobre la situación fiscal y financiera en la Eurozona continúan elevados, y el riesgo fiscal en Estados Unidos, aunque se ha moderado, sigue siendo relevante. Continúa la debilidad en el crecimiento de las economías desarrolladas, al tiempo que se observan señales más positivas en China. El precio de los combustibles ha experimentado un repunte, mientras que los del cobre y alimentos se ubican en niveles similares a los observados en el mes anterior.



BANCO CENTRAL DE CHILE

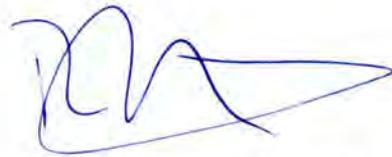
En el plano local, los indicadores recientes de actividad y demanda han evolucionado en línea con lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. El mercado del trabajo sigue ajustado. La creación de empleo aumentó y los salarios mantuvieron su dinamismo. La inflación total y la subyacente se sitúan bajo el 2% anual, mientras que las expectativas inflacionarias en el horizonte de política permanecen alineadas con la meta. En el último mes, el peso se apreció levemente respecto del dólar.

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 16:55 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



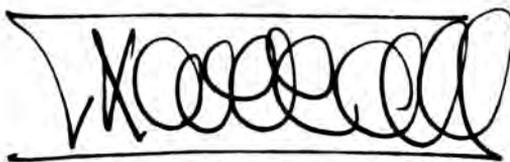
RODRIGO VERGARA MONTES  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN  
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN WAL RUIZ-TAGLE  
Consejero



PABLO MATTAR OYARZÚN  
Ministro de Fe Subrogante

