



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 195 celebrada el día jueves 14 de febrero de 2013

En Santiago de Chile, a 14 de febrero 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 Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras Subrogante,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de Análisis Macroeconómico Subrogante,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria Subrogante,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
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° 195, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2013 se celebre el día martes 13 de ese mes.

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 los hechos destacados en materia de mercados financieros desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que se amplió hasta el 19 de mayo próximo lo referente al límite máximo de la deuda federal de los Estados Unidos de América, de manera de facilitar las negociaciones correspondientes, por lo que se otorga al Tesoro cierta flexibilidad para emitir deuda y financiar sus operaciones.

En segundo lugar, informa que se ha observado un leve aumento de la volatilidad en los mercados europeos debido a situaciones políticas en España asociadas a noticias relativas a sobresueldos y en Italia, con motivo de la posibilidad de que Silvio Berlusconi presente su candidatura en las elecciones generales que se llevarán a cabo los días 24 y 25 del mes en curso, lo que no ha sido considerado favorablemente por los mercados.

Asimismo, plantea que las encuestas de condiciones crediticias del cuarto trimestre del año 2012 reflejan que los bancos de la Zona Euro exhiben una menor disposición a otorgar créditos de consumo e hipotecarios, mientras que en Estados Unidos de América se observa un cierto relajamiento en los estándares para el otorgamiento de créditos, al igual que en el trimestre anterior.

Destaca, además, que en Estados Unidos de América, los resultados de las empresas y bancos del cuarto trimestre del año 2012 fueron positivos y superiores a lo anticipado, generando algún movimiento al alza en las bolsas de valores.

Agrega que Perú y Colombia han intensificado la intervención en sus monedas, mientras que Brasil rebajó el impuesto a los alimentos y estaría dispuesto a tolerar un fortalecimiento del real de manera de contener la inflación.

A título de último hecho destacado en el ámbito de los mercados financieros, hace presente que en materia de política monetaria, ha primado la decisión de mantener las tasas rectoras, así como las políticas de estímulo en las economías desarrolladas.

En lo concerniente a noticias de carácter político en las economías desarrolladas, el señor Sergio Lehmann expresa que en Estados Unidos de América con motivo de haberse pospuesto la discusión fiscal, en el día de ayer, el Presidente señor Barack Obama instó al Congreso a alcanzar un acuerdo de manera de evitar los recortes automáticos que se desencadenarían a fines del mes en curso o a principios de marzo y, junto con ello, reiteró la necesidad de efectuar reformas tributaria y migratorias; aumentos del salario mínimo; como también, inversión en investigación, desarrollo y educación.

En lo relativo a Alemania, manifiesta que las recientes elecciones en el Estado de Baja Sajonia pusieron fin al gobierno del partido Unión Demócrata Cristiana, en el que milita la Canciller señora Angela Merkel, introduciendo cierto ruido político, porque podría inferirse una caída de su popularidad, lo que haría su reelección más estrecha en los comicios que se desarrollarán el próximo mes de septiembre en dicho país.

Con respecto a Italia, resalta que el ex Presidente del Consejo de Ministros de ese país señor Silvio Berlusconi sería un contendor más difícil que lo anticipado en las próximas elecciones generales, lo cual ha introducido algún grado de incertidumbre en los mercados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, hizo referencia a la situación que se ha generado en España, ya que se ha puesto en entredicho la reputación del gobierno, disminuyendo con ello el apoyo al Presidente del Gobierno de España señor Mariano Rajoy y su maniobrabilidad política para enfrentar los desafíos económicos de ese país.

Por último, destaca el comunicado emitido por el G7, en virtud del cual efectuó un llamado a evitar la guerra de divisas entre países.

En lo atinente a la evolución del tema fiscal en Estados Unidos de América, el Gerente de Análisis Internacional da a conocer, de manera pormenorizada, las fechas claves del acuerdo referente al denominado techo de la deuda federal de ese país y los efectos que se generarían.

En primer término, precisa que el 23 de enero último se aprobó la suspensión del techo de la deuda hasta el 19 de mayo próximo, lo que dará más tiempo para negociaciones en el Congreso.

En segundo lugar, indica que en el evento que no se alcance un acuerdo, el 1 de marzo se ejecutarán recortes automáticos por US\$103 billones.

Agrega que el 27 de marzo próximo, el Congreso debe aprobar un plan para garantizar la continuidad operacional del gobierno, que dice relación con el presupuesto fiscal para el período 2013 – 2014, y que se ha establecido el día 15 de abril como fecha límite para aprobar dicho presupuesto, para lo cual los legisladores se autoimpusieron la obligación de lograr acuerdos y en caso de no hacerlo, su remuneración quedará en fideicomiso hasta el año 2015.

Por último, menciona que el 19 de mayo del año en curso se reactivará el techo de la deuda en el nivel vigente a esa fecha, lo que se traduce en que durante ese período se emitirían entre 450 y 500 billones de dólares estadounidenses en bonos del Tesoro, alcanzando un nuevo límite de aproximadamente US\$17 trillones en caso de no mediar un acuerdo adicional y la aplicación de medidas extraordinarias por parte del Tesoro para financiar gastos hasta los meses julio o agosto próximos.

El señor Sergio Lehmann exhibe a continuación los gráficos que se contienen en la lámina N° 6 de la presentación, que dan cuenta de las trayectorias que habría tenido la deuda del gobierno federal en caso de no haberse aprobado ajuste alguno, esto es, de no haber mediado la discusión del denominado *fiscal cliff*; las trayectorias que las referidas deudas han seguido luego de alcanzarse el acuerdo parcial en materia tributaria que comenzó a regir el 1 de enero último y en el supuesto que se produce un ajuste completo en el gasto de acuerdo a lo establecido por la ley; y las trayectorias que se habrían observado de haberse materializado el referido abismo fiscal.

Reitera que el monto máximo de la deuda podría alcanzar a US\$17 trillones, aproximadamente, en la medida que se emitan entre US\$ 450 y US\$ 500 billones en bonos del Tesoro, el que no obstante sería insuficiente para cubrir los gastos que implica el acuerdo parcial alcanzado hasta esta fecha en materia fiscal, razón por la que el nuevo techo debería incrementarse aún más, de manera de que el gobierno norteamericano tenga cierto grado de flexibilidad en materia de financiamiento fiscal.



Por último, destaca que las señales políticas en esta materia han sido bastante positivas y, por lo tanto, la preocupación o riesgo de un abismo fiscal se encuentra prácticamente descartado. En efecto, precisa que una serie de medidas adoptadas recientemente dan cuenta del predominio de una voluntad política real para enfrentar este tema y, de hecho, se han establecido incentivos particulares para alcanzar acuerdos.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, señalando que los CDS han mostrado movimientos acotados, así como algunos movimientos al alza en el Reino Unido y la periferia de la Zona Euro, relacionados en esta última región con la incertidumbre que han generado los sucesos políticos de España e Italia referidos anteriormente. En todo caso, deja constancia que tales movimientos han sido bastante acotados y que los niveles que alcanzan son muy inferiores a los observados durante gran parte del año 2012. Agrega que los *spreads* bancarios han experimentado alzas en el margen.

Comenta, asimismo, que la volatilidad en la Zona Euro tendió a aumentar levemente como consecuencia de las noticias de orden político ya mencionadas, pero se revirtió en algún grado. Añade que los premios corporativos también registraron movimientos relativamente acotados en las economías desarrolladas y emergentes.

En lo concerniente a mercados bursátiles, informa que los movimientos han sido mixtos, destacando las alzas en China, impulsadas en gran medida por indicadores de actividad que han sido mejores que lo previsto, así como también las registradas en Estados Unidos de América, en que sus bolsas de valores exhiben niveles superiores a los observados antes de la crisis. Por el contrario, indica que las bolsas de valores europeas muestran algunos retrocesos, particularmente en Francia y en el Reino Unido, lo mismo que en Brasil, país en que los niveles de inflación han sido superiores a lo anticipado y en que además se advierte preocupación por el comportamiento de la actividad.

Añade que las tasas de interés de largo plazo han anotado movimientos al alza, pero de carácter acotado, y que se mantienen en niveles mínimos en términos históricos.

Por otra parte, resalta la persistencia de las condiciones bancarias restrictivas en Europa; que Japón ha pasado de una situación algo más expansiva a otra más restrictiva; y que Estados Unidos de América ha vuelto a mostrar un relajamiento en sus condiciones crediticias, especialmente en el caso de los préstamos a empresas.

En lo atinente a flujos de capitales, el señor Sergio Lehmann señala que continúan registrando una tendencia al alza y con especial fuerza aquellos a Asia, acorde con indicadores de actividad que han sido algo más positivos en China. Además, destaca el dinamismo que exhiben los instrumentos de renta variable en los últimos meses.

El señor Sergio Lehmann se refiere a continuación a los tipos de cambio. Sobre el particular, destaca la depreciación de las monedas asiáticas, liderada por el yen, que alcanzó a 4,1% respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior. Añade que esta depreciación ha tendido a afectar a otras monedas de la región, como es el caso del won coreano y el ringgit malayo.

Precisa que el real brasileño se ha apreciado con el beneplácito de sus autoridades con el objeto de contener la inflación, por lo que se ha fortalecido en un 3,3% en relación con la Reunión pasada y 5,5% en el presente año.

Agrega que en la Zona Euro también se observan algunas apreciaciones y que en el caso del dólar multilateral, fue algo menor que 1%.



Además, destaca el aumento de las intervenciones cambiarias en Colombia y Perú, especialmente en el último mes en este país, lo que se ha traducido en una depreciación del sol peruano.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por el monto que acumula la intervención cambiaria en Perú en los últimos 45 días. El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera informa que alcanza una cifra cercana a los US\$1.500 millones.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación indicando que en Brasil no se han efectuado nuevos anuncios de intervenciones, más allá de las observadas al final del año pasado, permitiendo una apreciación del real bastante más marcada. Añade que los países asiáticos, en tanto, son menos transparentes en esta materia, como en el caso de Corea del Sur, en que no se tiene certeza sobre las acciones emprendidas por su Banco Central, aunque se observa que ha intervenido de manera regular y probablemente con mayor fuerza en el curso del presente año. De hecho, consigna que el won coreano exhibe una depreciación relativamente importante en las últimas semanas, aunque asociada con el comportamiento del yen, atendido que esa economía es una importante competidora de Japón y, por lo tanto, existe cierta correlación entre sus monedas.

En lo referente a la actividad y precios, el Gerente de Análisis Internacional precisa que el PIB de Estados Unidos de América cayó 0,1% en el cuarto trimestre del año 2012 en términos anualizados; que destaca la moderación de los inventarios y la caída del gasto del gobierno; y que el consumo y la inversión en activos fijos se muestran positivos y por sobre lo esperado.

Hace presente que la caída del PIB norteamericano fue leída positivamente por los mercados, porque obedeció a razones atendibles. En este sentido, explica que el gasto fiscal registró una disminución importante en el último trimestre del año 2012, en gran medida porque el techo de la deuda se encontraba vigente y era necesario moderarlo. En segundo lugar, menciona que los inventarios anotaron una expansión bastante menor, porque la producción industrial disminuyó, afectada por la tormenta que azotó la costa este en ese período. En tercer lugar, informa que hubo correcciones al alza para el tercer trimestre del año 2012. Por último, precisa que el crecimiento del PIB alcanzó a 2,2% en el último año, en línea con lo contemplado en el Informe de Política Monetaria, IPoM, del mes de diciembre último; y que el mercado laboral de ese país mantiene un dinamismo acotado.

Además, subraya que el PIB de China y los datos de corto plazo reafirman la recuperación del dinamismo de esta economía; que si bien las perspectivas de la Zona Euro han mejorado levemente, el dato del PIB correspondiente al cuarto trimestre del año 2012 que se dio a conocer el día de hoy, fue más negativo de lo anticipado; mientras que por el contrario, el PIB japonés del año pasado fue algo mejor que lo previsto y, en particular, el correspondiente al último trimestre de dicho año.

En lo atinente a América Latina, comenta que las perspectivas de la industria han tendido a mejorar, según se desprende de las encuestas de expectativas, mientras que el dato de producción industrial mexicano no solo fue negativo, sino que peor que lo esperado.

Finalmente, manifiesta que en materia de precios, se observan caídas y moderaciones en los precios de la mayoría de los países y que las expectativas para el año 2013 se mantienen relativamente estables.



A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el cuadro que resume las distintas cifras, esperadas y efectivas, de actividad de Estados Unidos de América, de la Zona Euro, Alemania, Japón China y Brasil. En cuanto a Estados Unidos de América, indica que la mayoría de los indicadores efectivos fueron inferiores a lo anticipado, en particular el PIB, si bien la lectura de cada uno de los componentes ha sido más bien positiva. A título ejemplar, señala que a pesar que el dato sobre creación de empleo resultó algo más bajo que lo proyectado, sigue dando cuenta que la creación de puestos de trabajo se ha sostenido. Asimismo, hace notar que no se advierten cambios significativos en materia de actividad, manteniéndose una débil recuperación.

En relación con la Zona Euro, manifiesta que los datos son mixtos, ya que las cifras sobre producción industrial y tasa de desempleo fueron mejores que lo anticipado, mientras que el PIB del cuarto trimestre de 2012 y las ventas minoristas fueron inferiores a lo esperado.

Agrega que la producción industrial alemana superó las expectativas y que si bien los datos de Japón correspondientes al cuarto trimestre fueron inferiores a lo proyectado, los de los trimestres anteriores se corrigieron al alza fuertemente y, por lo tanto, la visión global del citado año fue mejor que la contemplada en el IPoM de diciembre último. De hecho, precisa que el PIB nipón creció 1,9% el año pasado, superior al 1,6% proyectado en el Informe antedicho.

Por último, destaca que China sigue dando cuenta de datos positivos y mejores que lo anticipado.

En cuanto a las encuestas de expectativas, plantea que son algo mejores en la Zona Euro, aunque persiste una visión negativa en un contexto en que esa región mantiene una situación recesiva.

El señor Sergio Lehmann se refiere a continuación al cuadro que se contiene en la lámina N° 20 de la presentación, que exhibe el crecimiento de diversas economías europeas, la Zona Euro, Estados Unidos de América, Japón y China.

En primer término, comenta que el crecimiento de la Zona Euro fue de -0,6% en el cuarto trimestre de 2012 y de -0,5% el promedio anual, mientras que el último IPoM contempló un -0,4 para el último trimestre del año.

En segundo lugar, menciona que la actividad en Alemania se contrajo un 0,6% en el cuarto trimestre de 2012, en línea con lo acontecido en la Zona Euro.

Asimismo, destaca la caída de la actividad en los países periféricos, esto es, en Grecia, Portugal, España e Italia, aunque algo menor que lo proyectado.

Agrega que en Estados Unidos de América, el crecimiento del cuarto trimestre fue de -0,1% y de 2,2% en el año, mientras que en Japón y el Reino Unido alcanzó a 1,9% y 0%, respectivamente. Por último, precisa que el PIB chino del cuarto trimestre ascendió a 7,9% en términos anualizados y cerró el año en 7,8%, algo superior al 7,7% considerado en el IPoM de diciembre último.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta las recientes declaraciones de autoridades europeas que destacan el buen desempeño de España y el cambio de sus perspectivas económicas. Sobre el particular, consulta sobre algún antecedente concreto que las justifique.



El señor Sergio Lehmann indica que las recientes colocaciones de deuda española han sido particularmente exitosas. De hecho, informa que esa economía tuvo vencimientos relativamente importantes en los meses de enero y febrero, logrando refinanciarlos a tasas significativamente más bajas que las que se hubiesen previsto un par de meses atrás, lo cual fue interpretado positivamente por los mercados.

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann hace referencia a los indicadores de ventas minoristas, producción industrial, exportaciones e importaciones de Estados Unidos, la Zona Euro, Japón y China. Destaca las cifras de comercio exterior de China correspondientes al mes de enero dan cuenta de un alza muy significativa de las exportaciones destinadas a Asia emergente y, en menor grado, a Estados Unidos de América, así como también de las importaciones. No obstante, aclara que en el caso de China también influye que el año pasado, el Año Nuevo de ese país fue en el mes de enero y, por lo tanto, la base de comparación se vio afectada por los días festivos registrados ese mes.

A continuación, el señor Sergio Lehmann consigna que el mercado laboral de Estados Unidos de América presenta un dinamismo acotado y que las perspectivas siguen apuntando a un mejor desempeño en los próximos meses. Destaca que el empleo del sector servicios recuperó el nivel observado antes de la crisis; que los puestos de trabajo del sector construcción han aumentado, reflejando su mayor dinamismo; y que los indicadores ISM confirman las mejores perspectivas de este último sector.

Por otra parte, informa sobre el desapalancamiento en los países desarrollados, tema central para entender la salida de la crisis de dichas economías. Sobre el particular, hace presente que se advierte efectivamente una caída en el nivel de endeudamiento de los hogares, particularmente en el caso de Estados Unidos de América, y con alguna trayectoria más moderada en el caso de economías periféricas, tales como las de Portugal, España y también tratándose de Japón. Añade que el endeudamiento de las empresas exhibe una leve caída, aunque mayor en Estados Unidos de América, mientras que el del Fisco ha aumentado en todas las economías analizadas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que el endeudamiento de las empresas norteamericanas equivale al 70% del PIB, mientras que en Chile corresponde al 100% del mismo; y consulta si estas cifras son comparables.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que el sector corporativo chileno es relevante en relación con el tamaño de la economía y asimismo destaca que la capitalización bursátil de Chile sobresale en América Latina.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan expresa que de acuerdo con las cifras comparables de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE, el endeudamiento de las empresas chilenas figura en la cota inferior del grupo de países de altos ingresos. Agrega que en un Informe de Estabilidad Financiera se incluyeron datos comparativos de deuda de hogares referentes a ingreso disponible privado, en que Chile figura algo por sobre el promedio de las economías emergentes y por debajo de las desarrolladas. Hace notar que la diferencia en los niveles corresponde probablemente al hecho que el endeudamiento de las empresas se mide respecto del PIB, mientras que el de los hogares, sobre el ingreso disponible privado.

El Consejero señor Enrique Marshall destaca que el nivel de endeudamiento de las empresas chilenas no es muy elevado, pero sí en relación con el PIB, y reitera su comentario en orden a que lo mismo acontece con la relación de capitalización bursátil respecto del PIB, que es muy superior a la de Brasil y similar a la de los países desarrollados.



El señor Kevin Cowan consigna que el apalancamiento de las empresas chilenas se sitúa en el promedio mundial y en línea con el ingreso per cápita, y agrega que la elevada capitalización bursátil chilena responde a los gobiernos corporativos y procesos de privatización que condujeron a grandes empresas a cotizar sus títulos en bolsa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera que se elabore un análisis que permita efectuar una correcta comparación entre los niveles de endeudamiento de los hogares, las empresas y el Fisco en las economías analizadas.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación y señala que en materia de actividad, Brasil exhibe alguna mejora en el margen, mientras que sus ventas minoristas no registran variación; que el PMI da cuenta de perspectivas algo más positivas; y que sus tasas de desempleo siguen en niveles bastante bajos.

En lo concerniente a precios de viviendas en las distintas economías, plantea que se observan movimientos al alza en las economías desarrolladas, particularmente en Australia, Francia, Canadá y Alemania, lo mismo que en algunas economías de América Latina, como es el caso de Brasil, Colombia y México, y también en Asia emergente, específicamente, en Tailandia e Indonesia. Añade que en las economías de Europa emergente, estos precios han experimentado caídas tratándose de Polonia y se han mantenido en Hungría.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que llama su atención el alza en el precio de las viviendas en Australia, considerando que se ha sostenido que su economía se ha desacelerado y que el consumo privado ha registrado un bajo dinamismo.

El señor Sergio Lehmann confirma lo planteado por el Consejero señor Sebastián Claro, sin perjuicio de lo cual señala que los últimos datos dan cuenta de un leve aumento de los precios de las viviendas en ese país. Asimismo, y respondiendo a su consulta, señala que el precio de viviendas acumula un incremento aproximado de 40% en los últimos seis años.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, el ejemplo australiano es interesante y digno de análisis, porque atendido su esquema de políticas públicas, sería posible comparar el caso chileno con la trayectoria de la respuesta a dichas políticas en un ciclo expansivo de diez años, durante el cual las condiciones de financiamiento y los precios de los *commodities* les han sido muy atractivos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara también estima que el caso de Australia es interesante de considerar, ya que si bien es un país más desarrollado, con mayor riqueza que Chile y su moneda registra una apreciación superior a la del peso chileno, alrededor del 80% de sus exportaciones corresponden a *commodities*, lo que es similar a nuestra economía.

El señor Sergio Lehmann retoma su exposición indicando que en materia de inflación, los movimientos han sido mixtos. Destaca particularmente el aumento de la inflación en Brasil, que registra una trayectoria al alza desde mediados del año 2012, explicada en parte por el alza cercana a 10% de los alimentos en lo más reciente. Plantea que ello ha sido un tema de especial preocupación de sus autoridades, quienes han aplicado algunas medidas para contenerla, tales como la rebaja de impuestos a los alimentos y una mayor tolerancia a la apreciación de su moneda.



El Consejero señor Joaquín Vial deja constancia que no correspondería asociar las alzas de precios de alimentos con choques de oferta u otras situaciones anómalas. En su opinión, el comportamiento de dichos precios en Brasil en lo más reciente es distinto al de otros países, lo que respondería principalmente a problemas internos y no a temas provenientes de otros países.

En materia de perspectivas inflacionarias para el presente año, el señor Sergio Lehmann señala que solo se observan cambios marginales, con una leve revisión a la baja en las economías desarrolladas, Europa emergente y América Latina, relacionada en este último caso con México, que exhibe caídas de precios. Acota que una primera encuesta que da cuenta de las expectativas para el año 2014, refleja que ellas no difieren de lo esperado para el año en curso.

En lo atinente a política monetaria, consigna el predominio de las decisiones de mantener las tasas rectoras; las bajas de 25 puntos base efectuadas en India, Hungría, Colombia; y la permanencia de las políticas de estímulo monetario en las economías desarrolladas. Añade que las expectativas y los contratos futuros, en tanto, reflejan cambios menores.

En lo concerniente a precios de *commodities*, el señor Sergio Lehmann expresa que el precio del petróleo ha aumentado por perspectivas globales más positivas y una mayor tensión geopolítica asociada fundamentalmente a Siria e Irán, país este último que no llegó a acuerdo con la Agencia Internacional de Energía en materia de revisión de sus plantas nucleares.

Hace presente que el petróleo WTI se ha movido según las condiciones internas de Estados Unidos de América. De hecho, explica que se observa alguna discrepancia en materia de movimientos del petróleo WTI y Brent, porque las reservas han excedido lo esperado en Cushing, Oklahoma, lugar en que se mantienen habitualmente los inventarios de petróleo en dicho país, producto de las dificultades para llevarlo hacia las refinerías.

Agrega que se ha incrementado el precio de la gasolina en línea con menores inventarios y el anuncio del cierre permanente de una refinería en la Costa del Golfo, pero tendería a revertirse gradualmente.

A continuación, y respondiendo a una consulta formulada por el Presidente señor Rodrigo Vergara relativa a las perspectivas del precio de la gasolina, anticipa una leve caída y una convergencia de los contratos futuros muy similar a la observada un mes atrás, pero ligeramente más alta. Además, resalta un impacto relevante en el precio en el corto plazo, a lo que se suma que los futuros recogen un aumento adicional del precio hacia mediados de año, asociado a efectos de carácter estacional. Añade que como es habitual, también se esperan alzas en la medida que aumente la demanda de gasolina por el período primavera – verano en ese hemisferio.

En relación con otros *commodities*, el señor Sergio Lehmann manifiesta que el precio del cobre ha aumentado por las mayores importaciones de China; que los precios agrícolas han presentado movimientos mayoritariamente a la baja; que el índice FAO de alimentos no registró variaciones en el mes de enero último; y que las proyecciones para el resto del año son relativamente estables respecto de un mes atrás, esperándose una reducción del referido índice para el año 2013.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 195
Página 10 de 32

Asimismo, precisa que el precio de la gasolina aumentó significativamente el último mes, alcanzando una variación de 12,5%; que el petróleo Brent registró un alza de 6,6%, mientras que la del WTI fue algo menor, de 3,3%, por el importante incremento de los inventarios de WTI en Estados Unidos de América, ya comentado. Añade que la mayoría de los precios de alimentos exhiben caídas, principalmente el maíz y trigo, en tanto que el arroz muestra un aumento marginal.

En relación con los precios de los metales, reitera que el precio del cobre registra alzas por el incremento de las importaciones y que el resto de los metales exhibe un comportamiento similar. Comenta que el precio del hierro ha experimentado un alza significativa y ha vuelto a situarse en los niveles alcanzados en los años 2010 y 2011 por el aumento de las importaciones por parte de China asociadas a programas de infraestructura. Agrega que en cuanto a la RPM anterior, el precio del cobre muestra una trayectoria al alza en términos de futuros, en línea con indicadores de mayor actividad e importaciones chinas. No obstante, indica que los inventarios en las bolsas de valores han tendido a aumentar, particularmente en la Bolsa de Londres, no así en la de Shanghai.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por alguna razón especial que explique el alza del precio del petróleo.

El señor Sergio Lehmann responde que las razones centrales son el mejoramiento de las perspectivas globales del mercado y los elementos geopolíticos que en el margen han tendido a acrecentarse. Agrega que otra razón menos significativa y de carácter puntual es el aumento de la demanda de las distribuidoras de gasolina en Estados Unidos de América, que se preparan para acumular inventarios para el próximo período primavera - verano.

En lo atinente a precios de alimentos, reitera que las trayectorias son similares, pero algo más bajas que las observadas el mes pasado, porque reflejan una caída en el margen del precio del maíz y trigo por favorables perspectivas de la campaña de cereales del presente año.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere al precio de la gasolina y de los petróleos WTI y Brent. En primer término, hace presente que las trayectorias del precio de ambos tipos de petróleo son algo mayores que en la Reunión de Política Monetaria anterior, pero tienden a desacelerarse y a converger al mismo nivel de esa fecha, lo que se traduce en que los elementos puntuales mencionados precedentemente asociados a elementos geopolíticos y a mayor demanda de gasolina por parte de los distribuidores de combustibles en Estados Unidos de América, tenderían a desaparecer en los meses venideros.

Plantea que una situación similar ocurre con el precio de la gasolina, ya que su alza obedece fundamentalmente al cierre de una refinería en el Golfo de México, a lo que se sumarían aumentos adicionales hasta el mes de julio próximo, acordes con la mayor demanda por la temporada de verano. Agrega que a contar de esa fecha disminuiría el precio de ese combustible.

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



El Vicepresidente señor Manuel Marfán observa que en cada Reunión de Política Monetaria se presenta un análisis en relación con lo tratado en la Sesión anterior. Sin perjuicio de ello, plantea la conveniencia de que se efectúe un recuento del efecto acumulado, ya que en su opinión, correspondería realizar un catastro de los efectos de propagación de esta crisis hacia otras economías, citando a título ejemplar el caso del debilitamiento de Australia y Nueva Zelanda, seguido por el de Brasil y más recientemente el de Colombia, de manera de contar con algunos indicadores que son de alerta temprana.

En este sentido, manifiesta su extrañeza en el caso de la economía peruana, que si bien exhibe indicadores muy sólidos y las expectativas son de alto crecimiento, su bolsa de valores registra una caída sostenida en lo que va del año, por lo que a su juicio, este tipo de indicadores debería ser analizado con mayor profundidad. En relación con lo planteado, consulta por información reciente que explique la caída bursátil en este país.

El señor Sergio Lehmann señala que la Gerencia de Análisis Internacional realiza un seguimiento de Perú y también de Colombia y México, de manera de tener una visión algo más precisa de los desarrollos de sus economías.

En lo concerniente a Perú, menciona que los indicadores de corto plazo aún no recogen desaceleración alguna, como tampoco cambios en las expectativas de crecimiento de manera importante. No obstante, informa que si bien se observó un grado de estancamiento en el crecimiento de las exportaciones durante una parte del año 2012 y también una caída en el margen, otros indicadores reales aún no evidencian algún efecto importante en materia de desaceleración de esa economía.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta su preocupación porque aún no se logran determinar las razones que explican el dinamismo de algunas economías en la actual coyuntura mundial. Por este motivo, reitera la conveniencia de efectuar un balance de los desarrollos en aquellas economías que no se han visto afectadas por la crisis del año 2008, con el propósito de determinar algún patrón común entre las que han mantenido su dinamismo y aquellas que no lo han hecho.

El Consejero señor Joaquín Vial estima que la situación política se ha tornado más compleja y no únicamente porque la canciller alemana señora Angela Merkel ya no parece ser imbatible en cuanto al apoyo de la ciudadanía. A título ejemplar, plantea que en Italia, al margen de los resultados de las próximas elecciones generales, el gobierno y las coaliciones se han debilitado considerablemente y con ello, se han dificultado las posibilidades de efectuar reformas o ajustes. Agrega que el Presidente del Gobierno de España señor Mariano Rajoy también enfrenta una situación delicada y que a ello se suma un ambiente geopolítico y global bastante complejo. Hace notar que en este contexto, los CDS han comenzado a subir en el margen.

A su juicio, es necesario analizar cuidadosamente el actual escenario, en que destacan la discusión sobre devaluaciones competitivas y el impulso monetario fiscal en Japón, porque además se están dando en un contexto en que el ánimo de cooperación se ha ido debilitando crecientemente.

Por otra parte, manifiesta su preocupación por una cierta asincronía que se observa ya por varios meses, entre un mejor ambiente por el lado de las expectativas, del sector del financiamiento, del costo del crédito, la baja de las primas de riesgo, con los datos de actividad que han sorprendido sistemáticamente a la baja en Estados Unidos de América y también en Europa y Japón.



Manifiesta que una hipótesis posible que lo explicaría se fundamenta en la gran sensación de alivio que se produjo luego de no haberse materializado los escenarios más extremos en los últimos meses, lo que ha llevado a un grado de sobreponderación de estos factores financieros, en circunstancias que las economías subyacentes estarían más débiles por razones de tipo keynesianas, tales como el ajuste fiscal en Estados Unidos de América y otras de naturaleza similar. Por este motivo, plantea la conveniencia de analizar este nuevo escenario con mayor detalle, porque los desarrollos financieros pueden generar un elevado optimismo, no así la parte real, que aún no exhibe la solidez deseada.

Por último, indica que en América Latina se comienza a observar el agotamiento de los modelos heterodoxos. En este sentido, indica que los acontecimientos en Argentina y la devaluación de su moneda adoptada en Venezuela están conduciendo a dichos países a una crisis. A su juicio, dado el grado de desconexión de estas economías con el mundo no se generará un mayor impacto, no obstante lo cual plantea efectuar un seguimiento a las restricciones comerciales que ha impuesto Argentina.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que los datos expuestos son coherentes con la disminución de la probabilidad de ocurrencia de una crisis mayor en el corto plazo. Sin perjuicio de ello, señala que si bien los mercados financieros avalan dicha afirmación, los datos reales apuntan a una Europa con su economía estancada, lo que puede conducir a un recrudescimiento de la deuda.

Sostiene que dicho contexto genera algunas dudas relevantes. En primer término, plantea que aún se desconocen las razones que explican el dinamismo de la economía chilena en el contexto económico mundial. En su opinión, la combinación de precios de *commodities* elevados y alto riesgo financiero externo se ha traducido en que la economía chilena sea particularmente atractiva en términos de costos de financiamiento, surgiendo por tanto la interrogante sobre los efectos que podría tener la normalización de la economía mundial y de la política monetaria externa sobre la economía local.

En segundo término, solicita al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera su opinión acerca de la forma en que se puede compatibilizar la trayectoria de la economía chilena y el resto del mundo, como asimismo en lo relativo a la inflación. En su opinión, mientras la economía local se mantenga estable y la situación de Europa no se complejice aún más, queda abierta la pregunta acerca de la oportunidad en que se normalizaría la política monetaria, por lo que considera relevante dilucidar esta interrogante, ya que la situación podría complicarse si la economía comienza a normalizarse, la inflación no responde mayormente y las tasas de interés permanecen en niveles bajos durante algunos años.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que los antecedentes expuestos dan cuenta de un escenario externo auspicioso para Chile, similar al observado en la Reunión de Política Monetaria anterior. En este sentido, indica que los riesgos de un escenario extremo han disminuido; que las economías emergentes están bastante sólidas y sostienen una parte importante del crecimiento mundial; que los precios de las materias primas se mantienen en niveles elevados; que el precio del cobre ha subido; y que las condiciones financieras, si bien han registrado volatilidad últimamente, esta es claramente atribuible a la situación particular de Italia y España.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala concordar con la apreciación del Consejero señor Enrique Marshall en cuanto a que el escenario es similar al observado el mes pasado y compartir el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro en orden a que la probabilidad de ocurrencia de riesgos extremos se ha reducido. Asimismo, adhiere a la



prevención expresada por el Consejero señor Joaquín Vial respecto del surgimiento de algunos riesgos adicionales derivados de la persistencia de cifras negativas en Europa y de los temas políticos que afectan a España e Italia.

Por otra parte, coincide con el comentario expuesto por el Vicepresidente señor Manuel Marfán respecto de la conveniencia de efectuar un seguimiento a las trayectorias de algunos países para efectos de obtener factores comunes que expliquen sus experiencias. A título ejemplar, sugiere analizar las de Perú, Colombia, Brasil, México, así como también las atinentes a Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia, algunos de los cuales no son exportadores de *commodities*.

Por último, se suma al planteamiento expuesto por el Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a la conveniencia de analizar el efecto de la normalización de la política monetaria externa sobre la economía chilena. Al respecto, alude a la discusión recurrente en el BIS acerca de que los países emergentes que exhiben cifras positivas deben ahorrar por cuanto la situación mundial mejorará y, por lo tanto, al subir la tasa de interés, con ello se observará una reversión de los flujos de capital. Agrega que si el mundo desarrollado comienza a crecer, el precio de los *commodities* se elevará, por lo que en consecuencia mejorarán las condiciones y con ello, las exportaciones chilenas.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan indica que no se ha observado una demanda interna financiada por deuda, sino que la presencia de términos de intercambio fuertes, que han favorecido un sólido crecimiento de la inversión y del ingreso disponible.

En lo concerniente a los efectos de una normalización, estima que el primer efecto dice relación con los términos de intercambio, el precio del cobre, el ciclo de inversión, porque en materia de deuda, hasta el tercer trimestre del año pasado al menos, no se observaron aumentos significativos del endeudamiento de las empresas sobre el PIB o del endeudamiento de los hogares sobre ingresos. En consecuencia, el riesgo provendría más bien de la gestación de un alza de los términos de intercambio más que de un mayor sobreendeudamiento.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comparte las aprehensiones planteadas por varios Consejeros acerca de la importancia que reviste la incertidumbre generada por los temas políticos, razón por la cual se reforzará el seguimiento por parte de esa Gerencia a los diversos eventos mencionados en la presentación.

En relación con la capacidad de afectar la inflación, alude a su participación, junto a la de Canadá, Nueva Zelanda, Australia, Israel, Noruega, en una reciente reunión en el BIS del grupo de economías pequeñas, abiertas y avanzadas, en que se concluyó que el patrón común es que todas ellas tienen inflaciones bajas, principalmente importada; que todas ellas estaban percibiendo los impactos de la presión cambiaria sobre sus monedas y tenían inflaciones transables muy bajas o negativas. Además, se advirtió un grado mayor de escepticismo acerca de la capacidad de la política monetaria para manejar efectivamente las expectativas inflacionarias y poder encauzar la inflación. Agrega que los referidos personeros no anticipan una pronta normalización de dicha política y manifestaron su preocupación por las dificultades derivadas de que ello se incorpore en las expectativas y se torne de carácter más permanente.

En opinión del señor Luis Óscar Herrera, los riesgos asociados a ello serían la contraparte de los riesgos y vulnerabilidades que se derivan del déficit de cuenta corriente. En este sentido, indica que en la medida que este déficit sea amplio y esté financiado por flujos de capital, la economía chilena se verá expuesta a una situación más vulnerable, no así en la medida que dicho déficit se encuentre financiado con capital y recursos propios.



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 Subrogante señor Miguel Fuentes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Subrogante señor Miguel Fuentes inicia su presentación mencionando los principales desarrollos del escenario interno desde la última Reunión de Política Monetaria y su impacto en las proyecciones de corto plazo.

En primer término, indica que el IMACEC correspondiente al cuarto trimestre del año 2012 sorprendió al alza, dando cuenta de que la actividad se mantiene dinámica. Consigna que al igual que en los meses anteriores, los sectores vinculados a la demanda interna, específicamente el consumo y la inversión, lideran la expansión de la oferta agregada.

En segundo lugar, señala que las condiciones financieras se ubican en niveles similares a los de meses previos.

Agrega que el desempleo no solo continúa en niveles muy bajos, sino que el registro de la Universidad de Chile mostró los menores valores en 40 años. Acota que los salarios nominales siguen creciendo en torno a 7% anual.

Hace presente que el positivo panorama del mercado laboral explica la recuperación del dinamismo del consumo habitual, esto es, el referente a bienes no durables y de servicios, en línea con el crecimiento del ingreso laboral y expectativas que se mantienen optimistas.

Asimismo, plantea que la ejecución presupuestaria del año 2012 fue inferior a lo anticipado en el IPoM de diciembre.

Sobre la base de los antecedentes expuestos, resalta que la proyección de crecimiento del PIB y del gasto se han corregido al alza, tanto para el cuarto trimestre de 2012 como para el primero del año en curso.

En lo concerniente al panorama de inflación y las expectativas de tasa de política monetaria, TPM, precisa que la inflación del mes de enero último alcanzó a 0,2%, sorprendiendo al mercado pero en línea con la estimación interna. Consigna que las principales tendencias en salarios y tipo de cambio se mantienen estables y que la gran modificación del escenario se relaciona con el alza apreciable del precio de la gasolina en las últimas semanas. En este sentido, indica que ENAP anunció un nuevo aumento de precio de este combustible para la próxima semana, acorde con lo anticipado internamente, y que con ello, el precio de la gasolina acumula incrementos de precios importantes en lo que va corrido del año, constituyendo el principal elemento que explica una corrección marginal al aumento de la inflación en los próximos seis meses.

En síntesis, señala que las expectativas sobre la TPM se encuentran algo por debajo de la curva *forward* observada en la RPM del mes de enero pasado y que el mercado no espera cambios en la tasa rectora en esta Reunión.

A continuación, el señor Miguel Fuentes presenta un análisis pormenorizado de la actividad y la demanda.

En primer término, precisa que el IMACEC creció 4,7% en el mes de diciembre último, impulsado por el sector resto y que, por consiguiente, el año 2012 habría concluido con un crecimiento de 5,6%, aun cuando si se considera esta cifra con dos decimales alcanza a 5,56%, por lo que todavía podría ser corregida a la baja hasta 5,5%.



Reitera que los sectores resto han liderado el crecimiento de la actividad, mientras que dentro del sector de recursos naturales, la minería sorprendió a la baja respecto de lo anticipado.

Hace presente que la velocidad del crecimiento se mantuvo en valores de tendencia y que son los sectores resto los que explican principalmente la velocidad de la actividad y, en particular, los sectores resto sin considerar comercio. Agrega que no se observan elementos de una aceleración adicional, sino más bien una actividad que presenta una inercia importante y que sigue creciendo a tasas de tendencia. Por lo tanto, en el escenario de proyección se mantiene la misma velocidad registrada en el último trimestre.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que en diversos IPoM se ha anunciado una desaceleración de la economía, en circunstancias que los últimos antecedentes no dan cuenta de ello.

El señor Miguel Fuentes señala que en el mes de enero último, el sector resto sorprendió al alza en cerca de tres décimas, mientras que el sector recursos naturales exhibió una leve desaceleración, por lo que en términos generales, se advierte en los datos que no se presentan signos evidentes de una desaceleración.

El Consejero señor Sebastián Claro, en relación con lo expresado por el señor Miguel Fuentes, plantea que el gráfico que se ubica al lado derecho de la lámina N° 40 se refleja una cierta desaceleración a partir de los últimos siete trimestres. Añade que si bien esta desaceleración podría ser menor que la anticipada, da cuenta de que la economía, que venía creciendo a tasas de 6% anual, actualmente lo está haciendo a tasas del orden del 4,5% en términos anuales.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera expresa que la economía chilena registró tasas de crecimiento del orden de 6% anual y que habría alcanzado a 5,5% el año pasado, algo por encima de la tendencia. En cuanto a los datos de crecimiento trimestral, en cambio, explica que aún no es posible determinarlos con exactitud, razón por la cual la diferencia entre una cifra de 1,1% trimestral podría significar que la economía está creciendo a tasas bajo tendencia, mientras que una cifra trimestral de 1,2% indicaría lo contrario. Agrega que la expectativa interna ha sido que el crecimiento se sitúe en tasas del 5% anual.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán reitera su planteamiento en orden a que la economía ha sorprendido al alza en forma sistemática en los últimos tres años. Sostiene que en dicho lapso, se han acumulado las diferencias entre los datos proyectados y los efectivos, de los que se infiere de acuerdo con las mejores estimaciones, una brecha que debería dar indicios de un sobrecalentamiento de la economía y, a su vez, otra inflacionaria, las que no se observan y que constituyen, por tanto, un puzzle que no ha podido ser explicado aún. Agrega que ante esta situación, el informe del Consejo ha indicado que se espera una desaceleración de la actividad y especialmente de la demanda interna.

Enfatiza que respecto de la RPM anterior, se ha intensificado el puzzle mencionado, toda vez que la evidencia indica que el crecimiento de la actividad se mantiene o incluso se ha reaccelerado a una velocidad sobre los valores de tendencia.

Por último, destaca que el sector resto se ha acelerado, lo que tiene relevancia por cuanto es el considerado para efectos de medir las eventuales presiones inflacionarias en la economía nacional.



El Consejero señor Enrique Marshall, basado en los datos expuestos, concluye que si bien se advierte una leve desaceleración de la economía, ella sigue creciendo algo por sobre su tendencia.

En su opinión, para determinar si se está ante una reaceleración de la economía o no en lo más inmediato, es necesario esperar y conocer antecedentes adicionales, atendido que el comportamiento actual podría estar influenciado aún por lo acontecido en el mes de octubre último.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y consigna que la demanda interna registró un aumento de 6,7% en el último trimestre del año 2012, en línea con la estimación contemplada en el IPoM de diciembre pasado y con contribución real tanto de la formación bruta de capital fijo durable como al consumo habitual.

En cuanto a los fundamentos que podrían explicar el dinamismo de la actividad, hace notar que los indicadores de riesgo rebotaron en relación con el mes de enero último. Explica que esta recuperación fue anticipada, por cuanto los números del mes de enero habían sido bajos, dado el optimismo de los mercados a comienzos de este año por la resolución del denominado *fiscal cliff*. En todo caso, menciona que a pesar de este rebote, los indicadores de riesgo siguen siendo inferiores a los observados durante el año 2012.

En lo atinente a las tasas de colocación, indica que no se advierten mayores cambios respecto de la RPM anterior y que se mantuvieron en los valores exhibidos en los últimos meses. Por su parte, indica que las colocaciones tanto comerciales como de consumo siguen desacelerándose lentamente.

A continuación, el señor Miguel Fuentes exhibe la lámina N° 45 de la presentación, que contiene dos nuevos gráficos elaborados por la Gerencia de División Estudios, cada uno de ellos con dos series relativas a colocaciones de consumo y comerciales, respectivamente, que tienen por objeto exhibir si se observa un impulso financiero significativo para el gasto y la actividad.

Explica que la primera serie corresponde al ratio entre los flujos de colocaciones de consumo y los flujos de consumo durable; la segunda serie, al ratio entre flujos de colocaciones de consumo y flujos de consumo privado; y la tercera y cuarta serie, a los ratios entre flujos de colocaciones comerciales y PIB, y flujos de colocaciones comerciales y PIB resto, respectivamente. Agrega que las series consideran datos nominales del período comprendido entre el primer trimestre del año 2004 y el cuarto trimestre de 2012.

Hace presente que el objetivo de este ejercicio es estandarizar las fluctuaciones del crecimiento de las colocaciones por los valores efectivos del consumo y de la actividad, según corresponda. De esta forma, si los valores tuvieran un incremento por concepto de un aumento de los flujos de colocaciones de consumo o comerciales, se podría entender que existiría un impulso financiero importante hacia el consumo o a la actividad, respectivamente, y que ello podía traducirse en un dinamismo sostenido de ambas variables.

Plantea que de acuerdo con los resultados obtenidos, se observa que los ratios referidos a consumo han tendido a caer, como consecuencia de un consumo que ha sido bastante dinámico y que asimismo, no se advierte un impulso financiero significativo para el gasto y la actividad.

Se solicita por parte de los señores Consejeros que se explique lo que representan los valores del eje derecho de ambos gráficos.



En cuanto al gráfico referido a las colocaciones de consumo, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala, a título ejemplar, que si los consumidores reciben un flujo de \$1.000 millones a título de crédito, eso les permite aumentar su consumo en un 1%. En otras palabras, precisa que un valor igual a 1 significa que el delta de crédito financia el equivalente a un 1% adicional de consumo.

En lo relativo al gráfico correspondiente a las colocaciones comerciales, el señor Miguel Fuentes aclara que un valor igual a 5 significa que el incremento del *stock* de colocaciones comerciales es equivalente al 5% del PIB.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, en el citado gráfico no se estaría incorporando la parte del impulso financiero que corresponde al endeudamiento de las empresas en el exterior, por lo que si bien el crédito bancario crece levemente, hay un flujo de financiamiento externo que resulta significativo.

El señor Luis Óscar Herrera precisa que atendido el proceso de profundización financiera en el tiempo, estos gráficos tienen por objeto mostrar la relevancia de las tasas de crecimiento de los créditos bancarios como fuente de financiamiento de la demanda interna.

Al proseguir con su presentación, el señor Miguel Fuentes indica que las expectativas, tanto de consumidores como de empresarios, se mantienen bastante optimistas. Destaca la persistencia de esta visión en los empresarios del sector construcción y que por otra parte, los consumidores siguen considerando que el periodo actual es el más propicio del último año para adquirir artículos para el hogar.

En lo atinente al comportamiento específico de los componentes de la demanda agregada, plantea en primer término, que el consumo habitual ha incrementado sus tasas de crecimiento en doce meses y ha tendido a acelerarse hacia el término del año, en línea con el aumento de la masa salarial. A su vez, explica que la masa salarial se ha incrementado por el crecimiento de los salarios y el empleo y, además, por los bajos registros inflacionarios de fines del año pasado que se traducen en un alza de los salarios reales.

En términos del consumo de durables, resalta que su mayor crecimiento obedece a un repunte en las ventas de automóviles, tal como se observa en el gráfico derecho de la lámina N° 48 de la presentación.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las razones que explican la brecha que se ha ido generando entre los datos de ventas de automóviles proporcionados por la Asociación Nacional Automotriz de Chile, ANAC, y de importaciones de automóviles, con las cifras que proporciona el Servicio de Impuestos Internos.

El señor Miguel Fuentes aclara que los datos de ANAC y de importaciones corresponden a unidades de vehículos livianos, mientras que los del Servicio de Impuestos Internos están medidos en pesos e incluyen además camionetas y vehículos suburbanos, estos últimos de creciente aceptación en los últimos años y también de un valor mayor.

En relación con la demanda por inversión, manifiesta que los indicadores de edificación no solo continúan mostrando una desaceleración en los últimos registros, sino que incluso tasas de crecimiento negativas, y que ello ha sido acompañado de una disminución de las ventas de casas en el Gran Santiago en el cuarto trimestre del año pasado. Sin perjuicio de ello, destaca que el 2012 fue un año excepcionalmente expansivo o positivo en términos de ventas de viviendas, pero que presentó una moderación hacia el término del año.



El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que el presidente de la Cámara Chilena de la Construcción declaró que el 2012 fue el mejor año en términos históricos.

El señor Miguel Fuentes corrobora la aseveración anterior, indicando que las ventas en el Gran Santiago en el año 2012 superaron a las ventas promedio en una cifra cercana a 20%.

Hace presente que el aumento de las ventas ha tenido como correlato una caída en los *stocks* disponibles para la venta, así como también en el número de meses para agotarlos. Agrega que continúa el predominio de las ventas de viviendas no terminadas, sustentando la proyección de que el componente de edificación seguiría mostrando tasas de crecimiento positivas, aunque algo menores que las exhibidas a fines del año pasado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere al indicador sintético de edificación y consulta por la confiabilidad de los datos mensuales que se utilizan para su elaboración.

El señor Miguel Fuentes señala que este indicador no refleja adecuadamente la velocidad del sector en algunos meses. A título ejemplar, menciona que los permisos valorados tuvieron un incremento muy significativo durante los años 2011 y 2012, que ha comenzado a disminuir en las cifras en doce meses y, por lo tanto, ha restado dinamismo al sector. Asimismo, comenta que los despachos de cemento también han tendido a desacelerarse, en especial, durante los dos últimos meses del año 2012, mientras que las importaciones de cemento, que exhiben un comportamiento muy dinámico, no están incorporadas en este indicador, por no ser relevantes.

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que hay una discrepancia entre las ventas y la producción industrial interna de materiales de construcción y que esa brecha también refleja lo que acontece con las importaciones correspondientes.

En segundo lugar, manifiesta que en lo referente a los permisos de edificación, se utiliza un supuesto respecto de la fecha en que comienzan a usarse esos permisos. Comenta que a diferencia de otras economías, que cuentan con datos sobre el inicio efectivo las obras de construcción de viviendas, nuestro supuesto descansa en los registros administrativos que están dispersos en las municipalidades. Hace presente que el Instituto Nacional de Estadísticas se encuentra analizando este tema, para fines de tener una visión más fidedigna y precisa del inicio de construcción de viviendas.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación, señalando que otro indicador de la demanda por inversión lo constituyen las obras de ingeniería. Sobre el particular, hace presente que el Catastro de Inversión de la Corporación de Bienes de Capital de diciembre de 2012 sugiere que el aporte de estas obras dará dinamismo a la inversión en construcción, ya que supera de manera importante el aporte reflejado en el catastro del año anterior.

En materia fiscal, destaca que el balance fiscal del año 2012 resultó más superavitario que lo estimado en el último IPoM, y que el superávit efectivo alcanzó al 0,6% del PIB.

En lo concerniente al comercio exterior, informa que las exportaciones e importaciones experimentaron un aumento en el mes de enero pasado, con un crecimiento generalizado de sus sectores. Resalta que en relación al mes anterior, el rebote de las importaciones es más significativo que el de las exportaciones, ya que luego de crecer alrededor de 4% real en diciembre último, volvieron a hacerlo a una tasa de 20%. En todo caso, previene que las cifras mensuales son muy volátiles, como también las variaciones en



BANCO CENTRAL DE CHILE

doce meses contenidas en los gráficos de la lámina N° 53, aun cuando igualmente entregan la visión de una demanda de bienes importados que sigue bastante dinámica, tanto en sus componentes de capital, consumo, como en la parte resto intermedio.

En lo atinente a los inventarios, menciona que en el cuatro trimestre del año pasado y siguiendo un patrón estacional, se observó una desacumulación de inventarios, explicada en parte importante por exportaciones de cobre que fueron más dinámicas que la producción de dicho metal. Plantea que esta situación en materia de inventarios podría ser interpretada en el sentido de que los empresarios no están dispuestos a seguir aumentando su *stock* ante expectativas de una menor demanda; no obstante, los datos del IMCE descartan esa hipótesis, porque se mantiene el optimismo de la industria y del comercio respecto de sus niveles de producción y ventas.

Por otra parte, precisa que la industria experimentó un aumento de 1,2% anual en el mes de diciembre del año 2012, en línea con las estimaciones internas, mientras que en términos de niveles, registró una caída debido a un bajo dinamismo de las ramas de inversión y exportaciones. Explica que en el caso de la inversión, este comportamiento relativamente disminuido no obedecería a un comportamiento poco dinámico de la demanda por bienes relacionados con la inversión, sino que a una mala situación de la industria productora de esos bienes, que ha sufrido las consecuencias de la competencia externa, en el sentido que las importaciones de ese tipo de bienes han estado muy dinámicas y, además, se ha visto afectada significativamente por la coyuntura de apreciación cambiaria.

En relación con la minería, informa que el IMACEC del sector registró una baja interanual en el mes de diciembre, debido a una base de comparación exigente por la estacionalidad tradicional del sector. De todas maneras, precisa que el año pasado cerró con una variación en torno al 3,2%, acorde con las estimaciones para este sector.

Al proseguir con su presentación, el señor Miguel Fuentes se refiere al mercado laboral. Al respecto, consigna que la creación del empleo asalariado sigue exhibiendo tasas de crecimiento positivas en doce meses, pero que los datos correspondientes al mes de diciembre dan cuenta de una leve desaceleración. Añade que la contribución del empleo asalariado supera a la del empleo por cuenta propia.

Informa, además, que la tasa de desempleo en el trimestre móvil octubre a diciembre sigue disminuyendo debido al empleo estacional.

En términos de proyecciones, resalta que el consumo privado sorprendió en el cuarto trimestre del año 2012 al registrar una expansión de 6,5%, frente al 5,8% contemplado en el último IPoM, y en este aspecto, se estima que gran parte de ese dinamismo se trasladará al primer trimestre del año en curso, en línea con los fundamentos y especialmente por el ingreso laboral, que sigue mostrando tasas de crecimiento significativas.

Asimismo, destaca que el dinamismo de los sectores Resto también fue mayor que lo anticipado, incrementando con ello la proyección del PIB correspondiente al primer trimestre del presente año.

En cuanto al mes de enero último, indica que el crecimiento de la industria estuvo en línea con lo esperado; que el sector comercio sorprendió al exhibir una variación mayor que la anticipada; y que el sector construcción fue menos dinámico con motivo de la disminución en los indicadores de edificación comentada anteriormente.

El señor Miguel Fuentes, en relación con el crecimiento del año 2012, señala que habría sido de 5,6% y que la cifra definitiva del producto se dará a conocer a fines de este mes de febrero.



El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por las razones que explican la corrección al alza del sector industria para el primer trimestre de 2013, desde 3,1% que se contemplaba en el último IPoM, hasta 4,3%.

El señor Miguel Fuentes indica que en este aspecto se han registrado sorpresas positivas en la refinación de combustibles que serían relativamente persistentes y que a ello se suma que la industria de alimentos ha mostrado un dinamismo sostenido asociado a la demanda interna, que también se mantendría por un tiempo.

A continuación, el señor Miguel Fuentes se refiere a la inflación. En primer lugar, precisa que la inflación del IPC del mes de enero último alcanzó a 0,2%, impulsado por el alza de los precios de combustibles y alimentos.

En segundo término, señala que los servicios siguen siendo el componente que más contribuye a la inflación anual, no obstante, que en el mes de enero pasado tuvo una baja puntual por la materialización de la rebaja del impuesto de timbres y estampillas.

En tercer lugar, destaca que los precios de la gasolina y del gas licuado se han incrementado por el alza de los precios internacionales, los que afectarán la inflación del presente mes de febrero.

Asimismo, aclara que las proyecciones internas incorporan todos los anuncios de la ENAP conocidos en las últimas semanas y que de acuerdo con ellas, se observa una reversión hacia el final del horizonte de proyección. Añade que respecto de la RPM anterior, se anticipa un importante aumento del precio en la gasolina y del gas licuado.

No obstante, el incremento significativo del precio de la gasolina en los mercados internacionales, resalta que es similar al precio de referencia intermedio y, por lo tanto, el sistema SIPCO no estaría entrando a jugar un rol mitigador en los próximos meses.

El señor Miguel Fuentes indica que la proyección de la inflación se modifica levemente al alza y que se sigue esperando una inflación subyacente en torno a 1% en los próximos meses. Aclara que el alza del precio de la gasolina se compensa con la caída en el precio de los alimentos y que, de hecho, se ha corregido a la baja la inflación esperada de estos últimos, acorde con la menor inflación FAO.

Agrega que la inflación para el mes de febrero sería de 0,4% y que la inflación proyectada para los próximos seis meses es similar a la que se desprende de los seguros de este tipo y menor que la que predicen los modelos de series de tiempo.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por el desempeño general de estos modelos. Asimismo, pregunta si a partir del gráfico que se contiene en la lámina N° 66 se podría inferir algún sesgo al alza de la inflación.

En cuanto a la primera consulta, el señor Miguel Fuentes indica que para proyectar la inflación de los próximos tres meses, los modelos de series de tiempo tienen un comportamiento relativamente razonable, pero que para la de los próximos seis meses no han sido acertados. En cuanto a la segunda pregunta, responde que resultaría aventurado inferir un sesgo al alza de la inflación a partir del gráfico mencionado.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación señalando que los salarios nominales tuvieron un aumento de un 1% en el mes de diciembre, en línea con un perfil estacional usual de este mes del año, cuando se materializan reajustes salariales. Añade que los salarios nominales medidos por el CMO anotaron una variación anual en torno al 7%, similar al de los meses previos.



Por su parte, menciona que los salarios reales también han tendido a acelerarse levemente, tanto por el aumento de los salarios nominales como por los menores registros inflacionarios.

En lo atinente al tipo de cambio nominal, plantea que ha tendido a mantenerse estable respecto de la RPM anterior.

Comenta asimismo, que la bolsa de valores continuó con una tendencia alcista en las últimas semanas; que las tasas reales de plazos largos tendieron a incrementarse levemente; y que las tasas nominales, si bien exhibieron fluctuaciones durante el presente mes, se ubican hoy en valores similares a los observados en la Reunión anterior.

Agrega que las compensaciones inflacionarias se mantienen estables, mientras que las expectativas de inflación siguen ancladas a la meta, según se desprende de las distintas encuestas.

Destaca, además, que las expectativas de la TPM muestran poca variabilidad y que han disminuido respecto del mes de enero.

Al concluir su presentación, el señor Miguel Fuentes informa que las encuestas prevén que la TPM no registrará cambios en la presente Reunión ni en la del mes de marzo próximo y, por lo tanto, que la Tasa de Política Monetaria se mantendrá en 5% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico Subrogante señor Miguel Fuentes.

Al no formularse otros comentarios, 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.

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 195, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de agosto de 2013 se efectuará el día 13 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 se han mantenido en la mejor situación alcanzada un mes atrás, aun cuando las primas de riesgo soberano de los países periféricos de la Eurozona permanecen en niveles altos y muestran volatilidad, particularmente en relación con los eventos políticos que se han registrado en esa región.

Asimismo, plantea que la actividad en las economías avanzadas ha mantenido un crecimiento débil, lo que contrasta con el dinamismo que ha exhibido especialmente la economía china.



Por último, indica que los precios internacionales de combustibles y metales experimentaron un aumento durante el último mes, mientras que los precios de los alimentos retrocedieron en igual período.

En lo atinente al plano local, consigna que durante el cuarto trimestre del año 2012, la actividad y demanda final evolucionaron levemente por sobre lo esperado, mientras que el mercado laboral se mantuvo estrecho. Resalta que las inflaciones total y subyacente se ubicaron por debajo del 2% anual; que sus variaciones en el margen muestran una evolución moderada; y que las expectativas de mediano plazo se mantienen en torno a la meta de 3% anual. Agrega que el peso chileno se ha apreciado respecto del dólar estadounidense, y que las encuestas de expectativas señalan que se mantendrá la tasa rectora en torno a su nivel actual por varios trimestres, así como también en esta Reunión de Política Monetaria.

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, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

En primer término, menciona que las noticias que se han acumulado desde la publicación del IPoM del mes de diciembre último no han alterado el escenario base internacional o local que se presentó en esa ocasión.

En segundo lugar, comenta que en el plano externo se sigue esperando una recuperación gradual del crecimiento de la economía mundial y de los socios comerciales de Chile, mientras que nuestros términos de intercambio continúan en niveles elevados y las condiciones financieras internacionales se mantienen en rangos favorables. Acota que los antecedentes recientes de actividad internacional han evolucionado aproximadamente en línea con estas proyecciones.

No obstante, advierte acerca de que se mantienen algunos riesgos relevantes en el escenario externo vinculados con la frágil situación de la Eurozona, ya que no se puede descartar un resurgimiento de las tensiones financieras en esa región, relacionadas particularmente con los desarrollos políticos que se den. Sin embargo, indica que otros riesgos negativos que también eran relevantes, como la posibilidad de un ajuste fiscal drástico en Estados Unidos de América o una desaceleración más abrupta de la economía china, parecen haberse moderado en el curso de los últimos meses.

En cuanto al plano local, informa que persiste una situación estrecha en el mercado laboral y también en los mercados internos, y que la actividad ha continuado creciendo en un rango de entre 5 y 6%, impulsada por el sostenido dinamismo de la demanda interna y especialmente de la inversión. Sin embargo, señala que estas presiones de demanda se han expresado principalmente en mayores importaciones, con efectos menos intensos sobre la utilización de los recursos internos y la inflación. Añade que la inflación subyacente que excluye energía y alimentos se mantiene acotada, ubicándose levemente por sobre 1,1% anual, y que no se observa evidencia de una aceleración de ella en el margen.

El señor Luis Óscar Herrera reitera lo señalado en ocasiones anteriores en cuanto a que la moderada respuesta que ha mostrado la inflación ante el dinamismo del ciclo puede reflejar los rezagos propios de su relación con las variables de actividad o empleo, así como la influencia de la apreciación cambiaria reciente. Sin embargo, plantea que tampoco se puede descartar un mayor crecimiento de la productividad, como se desprende de algunos indicadores relacionados. En su opinión, esta hipótesis debe ser evaluada con cautela, toda vez que la productividad media se mueve positivamente con el ciclo.



Por otra parte, menciona que el reciente patrón de crecimiento liderado por la demanda interna se ha traducido en una ampliación del déficit de cuenta corriente, tema que de continuar podría constituir un factor de vulnerabilidad externa. A su juicio, abordar este tema excede la política monetaria.

Expresa 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 reducir 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. No obstante, y tal como se ha señalado anteriormente, los escenarios de riesgo externo parecen hoy algo más acotados que el mes pasado y, por otra parte, tampoco se visualiza una desaceleración relevante de la demanda o la actividad interna.

En lo referente a la inflación, comenta que el dinamismo acumulado por la actividad y el empleo, sumado a la estabilidad de las expectativas, llevan a evaluar que los bajos registros inflacionarios recientes son un fenómeno transitorio que debería revertirse dentro del horizonte relevante de la política monetaria. Por lo tanto, expresa que al igual que en el mes pasado, se descarta la opción de reducir la tasa de política monetaria.

En cuanto a la opción de aumentar la tasa de instancia, consigna 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 y la actividad, los indicadores de inflación subyacente y las expectativas privadas de inflación se mantienen en valores coherentes con la meta y no muestran señales de una aceleración, además que se ha incrementado el diferencial entre las tasas de política monetaria de la economía chilena y otras economías.

Por último, indica que la opción de mantener la tasa se justifica en que el nivel actual de la TPM se encuentra dentro de un rango de valores neutrales y que esta opción es la expectativa de consenso en el mercado, por lo que no debería afectar la curva de tasas de interés.

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, a continuación, 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 los datos de cuentas nacionales publicados en el día de hoy, revelaron una profundización de la recesión de la Zona Euro a fines del año 2012. Sobre ese aspecto, precisa que en el cuarto trimestre del año pasado, el PIB se contrajo 0,6% respecto del trimestre previo en términos desestacionalizados y anualizados, y 0,9% en relación al mismo trimestre del año anterior, y que con ello, el PIB de la Zona Euro se contrajo 0,5% durante el año 2012.



Por otra parte, plantea que la economía de Estados Unidos de América mantiene decisiones pendientes en materia fiscal que dejan abierta una posible fuente de vulnerabilidad, a lo que se suma el hecho de que el PIB se contrajo durante el último trimestre del año 2012, aunque el consumo privado se mantuvo creciendo. En este sentido, manifiesta que de acuerdo al avance de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento del cuarto trimestre de 2012 de esa economía se ubicó en -0,1% trimestral anualizado y desestacionalizado, tras el 3,1% del trimestre anterior. Destaca que lo expresado no se relaciona con una desaceleración del consumo privado, lo que sería más complejo, sino que con un retroceso importante del gasto público y también con una caída de las exportaciones.

En lo concerniente a China, comenta que las noticias fueron algo mejores durante el mes de enero pasado al reportarse un importante repunte en sus cifras de comercio exterior. En efecto, precisa que las exportaciones crecieron 25%, tras el 14,1% del mes previo; que las importaciones aumentaron 28,8%, tras el 6% del mes anterior; y que por otra parte, la inflación en doce meses bajó a 2% en el mes de enero, tras el 2,5% de diciembre último.

En definitiva, estima que el escenario económico internacional actual sigue influido por los efectos de la crisis en la Zona Euro y por la incertidumbre sobre las decisiones pendientes en Estados Unidos de América, aunque se observa una mejora de la situación de China.

El Ministro de Hacienda destaca que en el ámbito interno, la actividad económica se desaceleró en el último mes del año, alcanzando un incremento de 4,7%, cifra que se encuentra influenciada por la alta base de comparación y la existencia de un día hábil menos que el año anterior. Con todo, destaca que el crecimiento preliminar del año 2012 se ubica en 5,6%, lo que implica el tercer año consecutivo de elevado dinamismo.

Expresa asimismo, que el consumo sigue mostrando vitalidad, permitiendo mantener el dinamismo de la economía, y que las ventas del comercio minorista en el mes de diciembre crecieron 11% en doce meses, liderando el consumo de bienes durables. Por otra parte, señala que el mercado laboral sigue evidenciando un buen ritmo de creación de puestos de trabajo, y que en este sentido, el informe del trimestre octubre-diciembre dio cuenta de un crecimiento del empleo de 1,8% y, con ello, un crecimiento de la ocupación en el año 2012 de 1,9%, en promedio. Añade que los salarios reales exhibieron un crecimiento promedio de 3,3 % en el año 2012, en línea con el aumento en la productividad media laboral.

Sin embargo, el sector externo chileno se ha visto claramente afectado por la situación internacional. En este sentido, indica que durante el año 2012, las exportaciones de bienes alcanzaron a US\$78.813 millones, lo que corresponde a un monto menor que los US\$81.411 del año anterior, en lo que influyó fundamentalmente el menor valor de las exportaciones de bienes a la Unión Europea, que totalizaron US\$11.911 millones en 2012, tras US\$14.391 millones del año precedente.

En lo atinente a la inflación, se registró una variación mensual de 0,2% en enero pasado, llegando a un nivel de 1,6% en doce meses. Hace presente que en el resultado del mes destacó el aumento en el precio de la gasolina, acorde con lo que está aconteciendo en el mercado internacional de este producto, en que el precio del petróleo Brent se incrementó desde niveles en torno a los US\$111 por barril desde la última Reunión de Política Monetaria hasta niveles cercanos a los US\$119 en la actualidad. Añade que este efecto fue parcialmente contrarrestado por la disminución del ítem de gastos financieros, producto de la rebaja del impuesto de timbres y estampillas que comenzó a regir a partir del 1 de enero de este año.



Además, señala que la inflación subyacente se mantiene acotada, por cuanto el IPCX e IPCX1 se encuentran en niveles de 1,4% y 1,7% en doce meses, respectivamente, y las expectativas de inflación se mantienen ancladas en 3% anual tanto para el año 2013 como para el siguiente, de acuerdo con la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile. De esta manera, la inflación se mantiene bajo control y se atenúan las preocupaciones respecto a la posibilidad de un sobrecalentamiento de la economía.

El Ministro de Hacienda agrega que de acuerdo con el Reporte de Ejecución Presupuestaria entregado el 31 de enero pasado, la política fiscal contribuyó en forma muy efectiva y en grado significativo al moderamiento de las presiones de demanda, puesto que el gasto público creció 4,7% en términos reales, lo que corresponde a cerca de un punto inferior al crecimiento de la economía. Adicionalmente, destaca que si bien en algún momento de ese periodo se proyectó un déficit efectivo, en definitiva se registró un superávit de 0,6% del PIB y que el déficit estructural alcanzó a 0,6%, en lugar del 1% del PIB. Al respecto, resalta que el referido 0,6% de déficit estructural es inferior al 1%, que se había anticipado hace algún tiempo y que correspondió al compromiso asumido por el Gobierno para el año 2012, precisando que la diferencia resultante se relaciona con los ingresos extraordinarios provenientes de la operación de Anglo American, eventos que acontecen con poca frecuencia y que por lo tanto, no pueden considerarse de carácter permanente.

En este escenario, el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín manifiesta que parece prudente mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, validando las expectativas del mercado. Argumenta que si bien Chile muestra signos de resiliencia, no ha evitado el efecto de la recesión europea y la desaceleración de los mercados emergentes, además que aún existe incertidumbre respecto de la resolución de varios aspectos fiscales en Estados Unidos de América, por lo que en su opinión, es necesario seguir observando detalladamente la evolución económica internacional y sus posibles consecuencias para la economía chilena.

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

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 y, especialmente, la recomendación sobre la tasa de política monetaria entregada para esta Reunión.

Expresa que del análisis antedicho se desprende que en el plano internacional se aprecia la consolidación de una mayor tranquilidad en los mercados financieros y, con ello, un creciente apetito por riesgo, y que esto además está reflejando en indicadores de confianza algo mejores que en los meses anteriores.

Señala que en Estados Unidos de América se han postergado los hitos que podrían haber desatado una crisis fiscal a corto plazo, lo que permite presumir que en caso de no lograrse acuerdos sobre temas de fondo, las autoridades políticas de ese país optarán por postergar ajustes, al menos mientras la recuperación económica siga siendo frágil. Por otra parte, también se confirma una reactivación en China. Sin embargo, indica que los datos de actividad económica más recientes de países desarrollados, especialmente de Europa y Japón, han sorprendido en forma negativa, al dejar en evidencia que la recesión por la que están atravesando esas economías es más profunda que lo que se pensaba.



Además, alude al deterioro en el clima político en Europa, que introduce un elemento de incertidumbre respecto de los ajustes y reformas que quedan por hacer. En su opinión, constituye una razón más por la cual no se pueden descartar nuevos episodios de mayor aversión al riesgo en los próximos meses asociados a eventos en Europa.

Hace presente que también se observa con preocupación la creciente tensión entre países desarrollados derivada de políticas de estímulo basadas en expansiones monetarias. En este sentido, señala que el debilitamiento deliberado de algunas monedas podría llevar a que las tensiones aumenten y se trasladen a otras esferas, incluida la comercial, poniendo en peligro la incipiente recuperación económica.

Con todo, estima que el balance general de la situación internacional es más bien positivo, pero que la aparición de nuevos factores de riesgo debe ser monitoreada con atención.

Con respecto al plano local, el Consejero señor Joaquín Vial consigna que se consolida un crecimiento de la demanda interna por encima del referido al PIB potencial, agregando ahora un mayor riesgo de aceleración impulsada por las mejoras en el mercado de trabajo, mayor confianza de los consumidores, condiciones de financiamiento favorables, todo ello en medio de un fuerte dinamismo de la inversión privada, especialmente en minería y energía.

Destaca que las inflaciones efectiva y esperada se mantienen sólidamente situadas en el rango de nuestra meta en el horizonte de proyección relevante, si bien en el corto plazo se ubican transitoriamente bajo el piso de dicho rango. Estima que la mayor amenaza en este frente, además de la fortaleza de la demanda interna, es la evolución de los salarios, que crecen a tasas que están por sobre la tendencia a mediano plazo de la productividad media de la mano de obra. Un atenuante, sin embargo, es que la reasignación de recursos humanos hacia sectores de mayor productividad podría justificar una desviación transitoria de los salarios respecto de dicha tendencia.

En consecuencia y atendido que no hay cambios sustantivos en la situación económica ni en el balance de riesgos sobre la inflación, el Consejero señor Joaquín Vial concuerda con la recomendación del *staff*, razón por la cual vota por mantener la TPM en 5% anual.

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 recogidos en las últimas semanas van confirmando un período de mayor calma en los mercados financieros internacionales, lo que se ha reflejado en los precios de los activos financieros. Al mismo tiempo, las cifras de actividad y empleo siguen confirmando una recesión en Europa y una lenta recuperación en Estados Unidos de América, mientras que en China, las cifras en el margen han sido promisorias.

En su opinión, esta combinación de estabilidad en los mercados financieros y débiles cifras de crecimiento pueden estar reflejando una disminución en las primas por riesgo derivadas de eventos más catastróficos que igualmente podrían observarse en lo futuro, más que de un cambio en la tendencia en la recuperación de la actividad que, por ahora, no se vislumbra claramente.

Añade que al mismo tiempo, los precios de algunas materias primas aumentaron de manera importante en el último mes, mientras que los correspondientes a alimentos han continuado con una tendencia a la baja.



El Consejero señor Sebastián Claro plantea que, por ahora, la combinación de altos términos de intercambio y bajos costos de financiamiento externo siguen favoreciendo el desempeño de la economía chilena, lo que considera representa el principal reto en el manejo macroeconómico, tal como se ha analizado anteriormente.

En lo atinente al ámbito interno, menciona que la actividad y la demanda continúan dinámicas. Resalta que la actividad estuvo algo por sobre lo anticipado, aunque en términos trimestrales, la velocidad de expansión se corrigió levemente a la baja en el último trimestre del año 2012. Hace presente que estas cifras son volátiles y pueden estar sujetas a cambios, pero, en general, sugieren una desaceleración gradual y lenta de la economía chilena.

Agrega que el gasto interno continúa dinámico y que algunos componentes de consumo, como la inversión minera especialmente, crecen por sobre el PIB. Aún así, señala que el panorama, en general, no difiere de manera sustantiva de lo proyectado en el IPoM de diciembre último.

Destaca que la inflación estuvo en línea con lo anticipado y que los registros subyacentes continúan acotados, mientras que sigue presente la diferencia entre los componentes de la inflación asociados a bienes, que sigue baja o negativa, y la inflación de servicios, que se mantiene alta, aunque ha moderado su expansión en doce meses.

Por otra parte, ha continuado el dinamismo del mercado laboral con una tasa de desempleo baja en términos históricos y con salarios que continúan reflejando dicho dinamismo.

El mercado financiero sigue mostrando condiciones normales y con tasas de expansión de las colocaciones que continúan creciendo de manera moderada.

Añade que los desafíos para la política monetaria y las políticas macroeconómicas, en general, no distan mucho de las que se habían anticipado en los meses precedentes. En este sentido, señala que mientras subsiste la debilidad mundial, se observa un dinamismo interno sostenido que, por ahora, no se ha traducido en mayores presiones inflacionarias ni tampoco en un abultamiento excesivo del déficit de la cuenta corriente. No obstante, plantea que por cierto estos fenómenos deben seguirse de cerca.

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 mantener dicha tasa en 5% anual.

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.

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado en esta Reunión de Política Monetaria y manifiesta que el panorama para la economía chilena no ha cambiado sustancialmente en el curso del último mes.

En lo concerniente al frente externo, indica que los mercados financieros mantienen una relativa tranquilidad; que los desarrollos políticos en España e Italia han generado un leve aumento de la volatilidad, aunque sus efectos han permanecido acotados. Las perspectivas de un moderado crecimiento mundial se mantienen sin variaciones



BANCO CENTRAL DE CHILE

significativas, lo que restringe o limita lo que se puede esperar hacia adelante. Con todo, destaca que el comportamiento de las economías emergentes, aunque con variantes y fluctuaciones, permanece bastante sólido, lo que contribuye a sustentar un relativo optimismo en los mercados y los buenos precios de las materias primas.

Agrega que los riesgos para el escenario global, identificados en los informes previos siguen presentes, pero que la probabilidad de que se desencadenen cuadros extremos ha disminuido en forma apreciable. En todo caso, enfatiza que el principal factor de preocupación sigue siendo el desarrollo de la crisis de la Zona Euro.

Una vez ponderados todos estos elementos, se concluye que las condiciones externas siguen siendo en lo fundamental favorables para la economía chilena.

En lo que concierne al frente interno, destaca que la actividad y la demanda continúan observando bastante dinamismo. En este sentido, precisa que la desaceleración es lenta y que la economía sigue creciendo levemente por sobre su tendencia. Añade que el consumo muestra vigor, impulsado por el empleo, las remuneraciones y la confianza de los hogares, y que por su parte, la inversión encuentra sustento en perspectivas auspiciosas en varios sectores de actividad y en el buen nivel de la confianza empresarial.

Asimismo, las condiciones financieras internas no han experimentado cambios relevantes y siguen denotando prudencia de parte del sistema financiero, lo que se refleja en la evolución del crédito. En ese sentido, plantea que la desaceleración de los créditos de consumo es particularmente llamativa.

Por otra parte, resalta que la inflación continúa mostrando registros anuales bastante bajos. Con todo, advierte que los riesgos en esta materia no han desaparecido del horizonte de política y que lo más probable es que las cifras se normalicen en los próximos meses. En su opinión, esta apreciación sobre la trayectoria futura de la inflación se funda en que la economía continúa mostrando vigor, en un contexto donde las holguras de capacidad son estrechas o simplemente nulas.

Por último, comenta que las expectativas del mercado, coincidentes con esta visión, apuntan a una convergencia de la inflación anual al 3% en horizontes de uno y dos años.

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

Menciona que el mercado espera generalizadamente que se mantenga la tasa rectora para esta Reunión y que la mayoría de los analistas no vislumbran alzas antes de fines año. Agrega que el balance de riesgos permanece en general equilibrado y que, por tanto, resulta difícil plantear una opción de política distinta de la mencionada.

Sin embargo, expresa que el peso relativo de los distintos factores de riesgos identificados hasta ahora ha tendido a cambiar. En su opinión, los riesgos internos han adquirido mayor relevancia, por lo menos para el corto plazo.

En estas circunstancias, considera que ni un alza ni una baja de la tasa de interés resultan razonables, teniendo en cuenta, entre otros elementos, que la TPM se ubica en un rango perfectamente normal y que es relativamente alta comparada con las vigentes en las economías desarrolladas. Por lo tanto, lo que corresponde es perseverar en la misma línea seguida en meses anteriores.



En todo caso, deja constancia que la complejidad del actual escenario exige mantenerse atentos a la posibilidad de que surjan elementos que recomienden nuevos cursos de política.

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 por 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 al *staff* por la información y análisis expuestos en esta Reunión, y señala que hace suyo el recuento de antecedentes nuevos que se han acumulado desde la RPM anterior, que se incluyen al inicio de la Minuta de Opciones, a los que agrega los siguientes comentarios.

En relación con la economía internacional, plantea que los riesgos de un desplome de Estados Unidos de América se ven cada vez más lejanos, que también se percibe un mejor ambiente en materia fiscal y que, en consecuencia, los escenarios de cola tienen ya una probabilidad muy baja para esta economía. Sin embargo, enfatiza que el escenario central para esa economía es de un crecimiento bajo y de tasas de interés también bajas por un período muy prolongado, lo que abarca varios años hacia adelante.

En lo concerniente a la Zona Euro, manifiesta que los riesgos de cola siguen presentes y constituyen la principal amenaza para la economía mundial, aun cuando desde la Reunión de Política Monetaria anterior no se han producido novedades que permitan cambiar esta percepción. Añade que el escenario central para esa región también es de bajo crecimiento y de bajas tasas de interés por un período muy prolongado.

En cuanto al resto de la economía mundial, indica que no se han incorporado otras economías a la lista de aquellas que se han desacelerado, como antes lo hicieron China, Brasil, Australia, Nueva Zelanda y Colombia, entre otras, aunque no se puede descartar que alguna otra economía también evidencie signos de desaceleración. Acota que en esa lista se incluyen economías que, al igual que Chile, se han especializado en la exportación de recursos naturales.

En lo referente al ámbito local, menciona que desde hace largo tiempo se espera una desaceleración de la demanda interna y del nivel de actividad, lo que no ha ocurrido al ritmo anticipado en los últimos Informes de Política Monetaria. De hecho, destaca que desde la RPM anterior no hay evidencia de esa desaceleración en la demanda ni en el producto y, por el contrario, persiste un crecimiento que de acuerdo con la información disponible, no es sostenible en el mediano y largo plazo.

Por las razones expuestas, es de opinión que la economía nacional y el Banco Central de Chile en particular, siguen enfrentando un puzzle respecto de las decisiones de política económica, ya que un crecimiento por sobre lo sostenible en la demanda interna se puede traducir ya sea en presiones inflacionarias, que es una forma en que se evidencia un eventual sobrecalentamiento, o, alternativamente, en una aceleración de las importaciones que no sea sostenible en el tiempo. Hace notar que las cifras recientes han mostrado que la inflación no ha dado evidencia hasta ahora de responder a esa demanda interna acelerada, y que las importaciones sí muestran una aceleración que si bien es incipiente, se suma a una cuenta corriente que alcanza un saldo que genera algún grado de preocupación.



Por lo tanto, en estas circunstancias en que la economía mundial tiene un escenario muy probable de bajo crecimiento y bajas tasas, y el escenario interno exhibe una actividad y demanda que no se desaceleran al ritmo que se considera necesario, parece complejo el instrumental de política disponible para poder enfrentar una coyuntura como la actual.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que en este evento y sin que se deba perder la capacidad de asombro porque la desaceleración de la demanda interna y del nivel de actividad aún no se manifiesta con la fuerza esperada, vota por mantener la tasa de política monetaria en 5% anual. Sin perjuicio de ello, deja constancia de su preocupación por la posibilidad de que pudieran estar acumulándose desequilibrios relevantes.

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, señala que las condiciones financieras se mantienen similares a las de la Reunión de Política Monetaria anterior, esto es, los mercados financieros siguen exhibiendo más tranquilidad que hace unos meses. En cuanto al PIB en el cuarto trimestre del año 2012, tanto Estados Unidos de América como la Zona Euro y Japón mostraron en términos desestacionalizados, cifras de crecimiento negativas con respecto al trimestre precedente, pero que aún así, otros indicadores dan cuenta de una situación algo mejor en Estados Unidos de América y que se mantiene la debilidad en Europa. Expresa que, más aun, en esta última región se observan en el margen riesgos políticos en aumento.

Por otra parte, la mayor expansividad de la política monetaria en las economías avanzadas sigue poniendo presiones adicionales sobre los países emergentes.

Destaca que la economía china exhibe un comportamiento más dinámico, lo que aleja los riesgos de una desaceleración que, por su creciente importancia, podría haberse traducido en un golpe significativo a la recuperación de la economía mundial. Asimismo, Brasil pareciera mostrar alguna mejoría en el margen, siendo todavía muy pronto para hablar de tendencias, aun cuando preocupa en dicho país el alza de la inflación.

Expresa que el precio del cobre sigue elevado y que de hecho aumentó respecto a la Reunión de Política Monetaria anterior, mientras que en el resto de las materias primas se observa cierta heterogeneidad, ya que el precio del petróleo se ha incrementado y el de la mayoría de los alimentos ha disminuido.

En lo atinente a Chile, señala que se mantiene el dinamismo de la actividad, con una desaceleración más lenta de lo previsto; que sobresale el dinamismo de la demanda interna; que tanto el consumo privado como la inversión exhiben cifras de crecimiento importante; y que en esta última destaca la inversión en maquinaria y equipos.

Añade que el crecimiento de los salarios nominales se ha estabilizado entre 6% y 7%, y que las colocaciones de consumo y comerciales siguen mostrando signos de moderación.

Asimismo, manifiesta que tanto la inflación como sus medidas subyacentes se ubican por debajo del piso del rango de tolerancia del Banco Central de Chile, que las expectativas de mercado apuntan a que esta situación se mantendrá por un tiempo prolongado, mientras que las expectativas de mediano plazo se mantienen ancladas a la meta del Instituto Emisor. Añade que el peso sigue relativamente apreciado.



El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que desde la perspectiva de la política monetaria, no hay cambios significativos respecto de la Reunión anterior. A su juicio, se mantienen las fuerzas opuestas de los últimos meses, ya que aunque el escenario externo para Chile es relativamente favorable, persisten los riesgos de un deterioro principalmente en las economías avanzadas, lo que llamaría a mayor expansividad de la política monetaria, que en la práctica ha sido el camino que han tomado diversas economías en los últimos meses.

Agrega que los riesgos que hasta hace poco se planteaban sobre China parecen alejarse, mientras que están plenamente vigentes los de Europa. Por otra parte, resalta que la demanda interna se desacelera con menos fuerza que lo esperado y su crecimiento sigue elevado, lo que conduciría a una política monetaria en la dirección opuesta.

En este escenario, estima que la opción única planteada por la Gerencia de División de Estudios es la apropiada. En su opinión, subir la tasa es poco sostenible en un escenario en que los riesgos externos siguen existiendo, aunque en menor medida los riesgos extremos. Además, la gran liquidez internacional producto de las políticas monetarias ultraexpansivas de los países desarrollados; la elevada tasa de interés local en relación al resto de los países; una inflación por debajo del rango de tolerancia del Banco Central de Chile; junto con expectativas a mediano plazo ancladas en la meta, hacen que una decisión en tal sentido sea particularmente compleja. Por último, sostiene que el elemento más dinámico de la demanda 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, de hecho, el nivel es aún 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 de la adoptada en la Reunión de Política Monetaria 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:

195-01-130214 - 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 se mantienen, tras la mejoría experimentada en los últimos meses. Sin embargo, la situación fiscal y financiera en la Eurozona aún es frágil. Continúa la debilidad en el crecimiento de las economías desarrolladas, al tiempo que se observan señales más favorables en China. Los precios internacionales de combustibles y metales, incluyendo el cobre, aumentaron en las últimas semanas.

En el plano local, los indicadores recientes de actividad y demanda estuvieron por sobre lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. El mercado del trabajo sigue ajustado. 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. El peso se ha apreciado.

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 16:35 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

