



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 201 celebrada el día martes 13 de agosto de 2013

En Santiago de Chile, a 13 de agosto 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.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete ;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia,
doña Erika Arraño González;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Economista Senior,
doña Ivonne Vera Reichert;
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° 201, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2014, se celebre el día martes 18 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias que han tenido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, indica que en Estados Unidos de América, el señor Lawrence Summers y la señora Janet Yellen figuran como los postulantes favoritos para asumir la presidencia de la Reserva Federal, FED; y que entre ellos, la señora Yellen contaría con el apoyo de varios congresistas, fundamentalmente demócratas, mientras que al señor Summers lo respaldaría el Presidente señor Barack Obama.

Agrega que las primeras propuestas en materia fiscal en dicho país se enfocan en una discusión compleja prevista para el mes de septiembre en lo concerniente al techo de la deuda y al presupuesto público; y que, por otra parte, la ciudad de Detroit se declaró en bancarrota y busca reestructurar una deuda ascendente a US\$20 billones.

En lo atinente a la Zona Euro, destaca la disminución de la tensión política en Portugal y España; que el Fondo Monetario Internacional, FMI, y el Fondo de Estabilización Europeo, EFSF, aprobaron el desembolso del tercer tramo de ayuda a Grecia; que el FMI ha planteado que el Banco Central Europeo podría verse en la necesidad de recortar las tasas de interés y proporcionar ayuda financiera para alentar el crecimiento del bloque monetario; y, por último, que la Canciller alemana señora Angela Merkel ha desestimado la posibilidad de un alza de impuestos en caso de ser reelegida en el mes de septiembre próximo.

En cuanto a Japón, señala que la coalición de gobierno se impuso en las elecciones parlamentarias de la Cámara Alta y que con ello, el Primer Ministro señor Shinzo Abe podrá continuar con el programa de estímulo económico de ese país.

Hace presente que en China, las autoridades han dado señales que apuntan a un crecimiento no inferior a 7% para este año, generando reacciones positivas en el mercado.

Añade que en Italia, la Corte Suprema ratificó la condena penal impuesta al ex Primer Ministro señor Silvio Berlusconi por fraude fiscal, lo que podría debilitar a la coalición de gobierno y generar tensiones.

A título de última noticia relevante en esta materia, comenta que en México, el Presidente señor Enrique Peña Nieto anunció reformas estructurales en los sectores petróleo, gas y electricidad, que permitirían la participación de privados.

A continuación, el señor Sergio Lehmann menciona los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, indica que las condiciones financieras internacionales mostraron leves mejoras, ya que los índices de las bolsas de valores han aumentado y los premios por riesgo han caído levemente.

Asimismo, consigna que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América han mostrado relativa estabilidad, anticipando una próxima disminución en el ritmo de compra de activos por parte de la FED, que se iniciaría en el próximo mes de septiembre. Además, el dólar estadounidense se depreció levemente frente a las monedas de otras economías desarrolladas.

Por otra parte, señala que el Banco Popular de China inyectó liquidez al sistema financiero a través de operaciones repos, que constituyen las primeras de este tipo desde el mes de febrero último, reflejando cierta preocupación por evitar una disrupción y reestimar la economía de ese país.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Además, menciona que se ha moderado la salida de capitales desde economías emergentes, mientras que en las desarrolladas continúan los ingresos de ellos. Indica que esta información presenta un rezago de diez días aproximadamente, pero que sobre la base de lo reflejado en las bolsas de valores en los últimos días, particularmente en las economías emergentes, es posible confirmar que se ha registrado un retorno de los flujos de capitales.

En materia de política monetaria, destaca el predominio de las decisiones de mantener las tasas rectoras, lideradas por la FED, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá, mientras que el Banco de la Reserva de Australia la redujo en 25 puntos base.

Por último, consigna que Perú, Brasil y Turquía volvieron a aplicar medidas tendientes a contener la depreciación de sus monedas.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* financiero que se contiene en la lámina N° 5 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; *spreads* corporativos; *spreads* soberanos; CDS *spreads* y condiciones financieras respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2004 y el mes de agosto del año en curso.

Sobre el particular, resalta un ligero avance en las condiciones financieras, particularmente en Estados Unidos de América; la caída que exhiben los CDS en las economías desarrolladas, de Europa periférica y Brasil; como asimismo, la estabilidad de los premios por riesgo en Australia y Nueva Zelanda.

En materia de volatilidades, destaca su disminución en las bolsas de valores, particularmente, en las economías emergentes; caídas más moderadas en las bolsas estadounidenses, pero manteniéndose en niveles relativamente bajos en términos históricos. Hace notar, además, la reducción de los *spreads* corporativos en Estados Unidos de América, así como el incremento de los premios soberanos en América Latina y la relativa estabilidad en las economías emergentes.

Menciona, asimismo, el alza experimentada por la mayoría de los centros bursátiles, en especial, en Perú, Colombia y Brasil, en cambio, la bolsa de valores chilena, si bien registró un aumento en el mes de julio último, fue menor que en el resto de los países latinoamericanos. Por su parte, las bolsas de valores estadounidenses tuvieron un rendimiento acotado en el mes pasado, pero acumulan un alza significativa en el transcurso del año.

A continuación, el señor Sergio Lehmann hace referencia a la moderación del estímulo monetario por parte de la FED, cuyo inicio se espera para el mes de septiembre próximo, y para tal efecto exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 9 de la presentación, que dan cuenta de la proyección del *stock* de activos de la FED como porcentaje del PIB, como también, los activos y exceso de reservas de las empresas bancarias.

En primer término, señala que sobre la base de las cifras de los últimos meses y bajo el supuesto que la FED mantendría la compra de activos por montos similares a los actuales hasta el mes de septiembre de este año, los activos de ese Organismo alcanzarían al 23% del PIB en esa fecha. A partir de entonces y en el supuesto que tales compras se reducen a US\$43 billones mensuales, el tamaño de sus activos continuaría incrementándose hasta alcanzar al 25% del PIB, alrededor de un año más. Posteriormente, a partir del último trimestre del próximo año, la FED suspendería la compra de activos, pero dado el crecimiento del PIB, se observaría una reducción gradual y lenta de ellos en términos de proporción del Producto Interno Bruto.



Por otra parte, indica que el gráfico de la lámina 9 titulado "FED: Activos y exceso de reservas", da cuenta de que junto con la compra de activos por parte de la FED, se ha producido también un aumento en el exceso de reservas que mantienen las empresas bancarias estadounidenses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si las cifras del gráfico "FED: proyección de stock de activos", consideran los vencimientos de los títulos adquiridos por ese Organismo. El señor Sergio Lehmann responde que no han sido incluidos, razón por la que el aumento del *stock* de sus activos debiera ser menor y, por ende, se traduciría en que su reducción sea más pronunciada.

En materia de tasas de interés, consigna que se mantiene el alza en los tramos largos de la curva de rendimiento de Estados Unidos de América tras las señales de retiro del programa de estímulo cuantitativo por parte de la FED. Añade que de acuerdo con la curva *forward* a un año, se producirían incrementos adicionales en torno a 50 puntos base a lo largo de la curva.

Asimismo, se mantienen las condiciones bancarias restrictivas en Europa, mientras que en Estados Unidos de América vuelven a mostrar un relajamiento, especialmente, en el caso de los préstamos a las empresas, el que es más moderado tratándose de las colocaciones a personas y las hipotecarias. Agrega que en el Reino Unido, si bien se mantienen expansivas, son ligeramente más moderadas que en el mes anterior.

En materia de flujos de capitales, señala que hasta hace diez días atrás se observaba una moderación en la salida de capitales desde las economías emergentes y que ella se relacionaba fundamentalmente con la tenencia de bonos; no obstante, a esta fecha, se habría observado una cierta recuperación. Agrega que los flujos hacia economías desarrolladas siguen siendo positivos, especialmente en el caso de Estados Unidos de América, con especial énfasis tratándose de acciones.

Sobre este aspecto, el señor Sergio Lehmann aclara que la información proporcionada se refiere a las inversiones de no residentes. De esta forma, y a título ejemplar, plantea que cuando un norteamericano retira sus inversiones de economías emergentes y las coloca en Estados Unidos de América, ello no se ve reflejado en este gráfico. Añade que esta información constituye solo una señal en términos de los movimientos de flujos a nivel global y corresponde, además, al comportamiento de una muestra de fondos de inversión que se ha considerado para fines de esta presentación.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición refiriéndose a las colocaciones de bonos bancarios, corporativos y soberanos de las economías emergentes en los mercados internacionales, durante los dos primeros trimestres del presente año. Sobre el particular, manifiesta que no se aprecian cambios significativos en cuanto a montos en relación al segundo semestre del año pasado, pero sí en términos de composición, por cuanto se observa un mayor dinamismo de las colocaciones de estos títulos por parte de empresas, una caída de las colocaciones bancarias y cambios marginales tratándose de los bonos soberanos.

Agrega que las colocaciones por región tampoco exhiben mayor variación, mientras que sí se advierte que los plazos de los bonos han tendido a disminuir ligeramente en el caso de los emitidos por bancos y el sector corporativo, y a extenderse tratándose de las colocaciones de bonos soberanos.

Por último, destaca que las colocaciones de bonos no se han visto afectadas por el cambio de escenario que se deriva del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos de América previsto para los próximos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que la información antedicha refleja que el mercado de bonos no se ha cerrado, lo que constituyó precisamente uno de los temores que surgió ante el referido cambio de escenario, pero en todo caso, no da cuenta de la variación de las tasas de interés de las referidas colocaciones.

El señor Sergio Lehmann indica que las tasas de interés han subido, particularmente en el caso de las emisiones de bonos corporativos. De hecho, sus premios por riesgo han aumentado en torno a 100 puntos base desde inicios de este año, a lo que se suma el aumento de las tasas largas en Estados Unidos de América, totalizando alrededor de 200 puntos base extras en lo relativo al costo de financiamiento.

En materia de monedas, comenta que el dólar estadounidense se ha debilitado ligeramente, mientras que el yen y el euro se han apreciado. Precisa que la apreciación de esta última moneda, ascendente a 1,2%, se asocia a una percepción más positiva de parte de los agentes económicos, acorde con algunos indicadores de actividad mejores que lo anticipado, particularmente en Alemania. Hace presente que el PIB para la Zona Euro se dará a conocer el día de mañana, previéndose una cifra de crecimiento para el segundo trimestre mayor que la del primero y superior a la consignada en el Informe de Política Monetaria, IPoM, del mes de junio último.

En lo atinente a las intervenciones cambiarias, informa que Perú y Brasil han adoptado medidas relevantes para evitar la depreciación de sus monedas, mientras que Brasil solo ha utilizado *swaps* para ese propósito.

Hace presente que los bancos centrales de Brasil, Perú y Colombia anuncian lo referente a la intervención de sus mercados cambiarios, no así en el caso de Corea, y por esta razón, tratándose de esta economía, la información que se proporciona solo corresponde a la variación mensual de reservas internacionales en moneda extranjera.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, menciona que el PIB de Estados Unidos de América del segundo trimestre del año alcanzó a 1,7% trimestre a trimestre anualizado, lo que se explica fundamentalmente por el dinamismo de la inversión no residencial y el consumo; que la creación de empleo fue menor que lo esperado; y que el desempleo disminuyó a 7,4%. Hace notar que el PIB de este período es inferior al 2% implícito en el IPoM del mes de junio, lo que llevará, probablemente, a revisar la proyección en el Informe del próximo mes de septiembre.

En segundo lugar, hace presente que China creció 7,5% en el segundo trimestre, lo que es inferior al 7,7% contemplado en el último IPoM, por lo que también podría sugerir algún cambio marginal en la proyección de China para el presente año. Agrega que dicha cifra confirma la desaceleración de esa economía, y que la contribución de la inversión fue superior al consumo, particularmente en este último trimestre.

En lo atinente a la Zona Euro, destaca que el desempeño de la industria y comercio ha sido más positivo; que el PMI manufacturero figura sobre el pivote de expansión después de largo tiempo; y que la producción industrial alemana ha crecido por sobre las expectativas, favoreciendo una visión más positiva respecto de Europa.

Añade que Japón creció 2,6% trimestre a trimestre anualizado en el segundo trimestre, por debajo de las expectativas, dando cuenta de un dinamismo más moderado. De hecho, comenta que estas cifras podrían llevar al gobierno de ese país a reducir impuestos y a disminuir o postergar el aumento del IVA previsto para el primer trimestre del año 2014.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 201
Página 6 de 30

Añade que en América Latina, los PMI fueron más negativos. Sin embargo, destacan algunas señales más positivas en Brasil, particularmente en materia de producción industrial y ventas.

Por último, señala que las expectativas de inflación para el año 2013 se ajustan nuevamente a la baja en Europa y Asia emergente, lo mismo que para el año 2014.

El señor Sergio Lehmann exhibe el cuadro que resume las distintas cifras esperadas y efectivas de actividad en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. En cuanto a Estados Unidos de América, indica que se presenta una situación mixta, ya que si bien disminuyó su tasa de desempleo, la creación de empleo fue menor a lo anticipado; y las ventas de vivienda continúan exhibiendo dinamismo, pero aparecen algunas señales menos auspiciosas en lo concerniente a creación de empleo y ventas minoristas.

En lo atinente a la Zona Euro, resalta el fuerte dinamismo de la producción en el mes de junio, así como señales más auspiciosas que lo anticipado.

Reitera que en Japón, las señales han sido más negativas que lo previsto, dando cuenta de que ha perdido fuerza la recuperación de esa economía.

Destaca que China exhibe cifras más positivas que lo esperado en términos de crecimiento de las exportaciones, importaciones y producción industrial. No obstante, persisten las dudas acerca de la dinámica de su crecimiento, así como los riesgos de una desaceleración.

Por último, informa que en Brasil, la producción industrial superó las expectativas.

En materia de perspectivas, plantea que son mejores en la Zona Euro y que las noticias más positivas en materia de actividad se han visto reflejadas en los PMI; que en Estados Unidos de América, el ISM manufacturero y de servicios superan con creces lo anticipado, pero que la confianza de consumidores tiende a perder fuerza; y que en Japón, se manifiesta la sensación de menor dinamismo.

Hace presente que en Estados Unidos de América, la tasa de desempleo registró una disminución frente al mes previo. Sobre el particular, manifiesta que la fuerza de trabajo también exhibe una leve caída en los últimos años, situándose en torno a 65%, debido a un componente asociado a las mujeres, pero especialmente a una disminución en la participación de los hombres cuyas edades fluctúan entre 18 y 24 años.

A continuación, exhibe un gráfico que da cuenta de la participación laboral en las principales economías desarrolladas, de manera de contar con un *benchmark*. Indica que las cifras que contiene no son exactamente equivalentes, atendido que la Agencia Estadística de Estados Unidos de América define fuerza de trabajo a contar de los 16 años sin límite superior, mientras que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OCDE, considera un rango de edad entre 15 y 64 años. En todo caso, destaca que la participación de trabajo en Estados Unidos de América es claramente inferior que la que exhiben países como Japón, el Reino Unido, Alemania y Canadá; y, a modo de referencia, plantea que en Chile, esta variable alcanza a un 66%, aproximadamente, de acuerdo con la metodología armonizada de la OCDE.

El Consejero señor Sebastián Claro hace mención al cambio que se incorporó a la encuesta de empleo del Instituto Nacional de Estadísticas, INE, en el año 2009, específicamente en lo concerniente a la pregunta que permite definir la fuerza de trabajo. Precisa que anteriormente, se consultaba si la persona había trabajado la mayor parte del



tiempo en la semana previa, mientras que en la actualidad se pregunta si trabajó al menos una hora en dicho período. En este sentido, solicita que se precise si esta nueva pregunta corresponde a la definición armonizada a la que se hizo referencia.

El Gerente de Análisis Macroeconómico precisa que la definición armonizada se refiere al rango etario; y que la nueva pregunta que considera la encuesta del INE se inserta en los mejores estándares de la OCDE y, por lo tanto, los resultados son comparables. De hecho, hace notar que en el año 2009, con motivo del cambio de esa pregunta, se advirtió un importante aumento de la fuerza de trabajo en Chile, a lo que añade que también se incrementó significativamente la tasa de empleo con la nueva encuesta, en razón de que las personas que no se declaraban incorporadas al mercado laboral, ahora pasaron a estarlo.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación e indica que los principales beneficiarios del aumento de las importaciones de Estados Unidos de América en el último mes corresponden a China, Canadá y México.

A continuación, se refiere específicamente a la situación de China, y en esta materia plantea que los indicadores de corto plazo son levemente mejores, particularmente la producción industrial, las exportaciones y las importaciones.

Plantea que atendida la preocupación acerca de que flujos de capitales podrían estar ocultos detrás de las cifras de comercio exterior, se han desagregado las exportaciones e importaciones entre Hong Kong y Taiwán, como también lo concerniente a economías avanzadas y emergentes. En este aspecto, destaca el aumento de las importaciones desde Hong Kong y Taiwán, lo que genera cierto grado de sospecha sobre la existencia de algún componente asociado a flujos de capitales en esa cifra.

Asimismo, resalta que las importaciones de las otras regiones también exhiben un incremento, lo que podría indicar que la desaceleración de China está alcanzando un cierto límite. En todo caso, hace presente que estas cifras no son suficientemente representativas para extraer una conclusión definitiva; que los riesgos respecto a esa economía se mantienen; y que los PMI manufactureros que construye HSBC, que son los que otorgan mayor credibilidad dada la metodología que aplica, dan cuenta de algún grado de debilidad en materia de actividad industrial en los próximos meses.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación haciendo referencia a América Latina y sobre el particular indica que las perspectivas manufactureras han mostrado disminuciones, especialmente, en Brasil y México. De hecho, consigna que los PMI figuran bajo el pivote de expansión. Sin perjuicio de lo antedicho, se advierte cierto repunte en el sector industrial de Brasil y en sus ventas minoristas, pero siempre en un contexto de mercado debilitamiento para esta economía.

En materia de inflación, destaca la caída de los precios de alimentos en México y Brasil, que ha contribuido a moderar la inflación total en ambas economías; que las perspectivas para el presente año se han ajustado a la baja en el caso de Europa emergente y Asia emergente; no presentan variación tratándose de América Latina y las economías desarrolladas; y que para el año 2014, las proyecciones son algo más bajas en América Latina, Asia emergente y Europa emergente, y estables en las economías desarrolladas.

En lo atinente a la política monetaria, destaca el predominio de las decisiones de mantener las tasas de interés, salvo las disminuciones de 25 puntos base en Australia y Hungría. Añade que para los próximos dos meses se esperan recortes en Rusia, Hungría y Polonia, y aumentos en Indonesia y Brasil, país este último que acumula un alza de 125 puntos base en lo que ha transcurrido del año.



A continuación, se refiere a los precios de *commodities*. En primer lugar, señala que el precio del petróleo exhibe cambios acotados en este mes, en medio de un mercado más holgado en Estados Unidos de América; y que el *spread* WTI-Brent se mantiene en niveles muy bajos en relación con lo observado en los últimos meses.

En segundo término, menciona que el precio del cobre se recuperó a raíz del último dato favorable del comercio en China.

Añade que los precios de granos han caído tras el anuncio de China de que licitará la venta de parte de sus reservas de soya en el mercado local y las perspectivas favorables en los cultivos de Estados Unidos América. Comenta que el menor precio del maíz responde a una abundante cosecha de la actual temporada, así como a la decisión de China de importar productos transgénicos desde Argentina, lo cual liberaría producción.

Precisa que el precio del maíz registró una caída de 17%; la soya, de 14,7%; el trigo, de 8,1%; el arroz, de 2,3%; la gasolina, en torno a 4,8%, acorde con el aumento de las reservas en Estados Unidos de América; y el del petróleo Brent y WTI, de 0,4% y 0,7%, respectivamente. El precio del cobre, en cambio, experimentó un alza de 1,7%, y el oro, de 3,5%.

En lo concerniente al cobre, destaca el incremento de las importaciones por parte de China, que tuvo una incidencia positiva en el precio del metal. Sin embargo, los agentes no comerciales mantienen una posición corta, porque esperan una nueva caída en su precio. Agrega que los inventarios globales registraron una ligera disminución en el último mes, especialmente en la Bolsa de Metales de Londres.

En materia de trayectorias, señala que el índice FAO de alimentos tuvo una reversión importante a la baja, que responde principalmente a las reducciones registradas en los precios de granos, así como también en el precio de la leche.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann hace presente que la trayectoria futura de los precios de combustibles exhibe movimientos bastante acotados. Indica que en relación con la trayectoria observada en la Reunión anterior, esta es ligeramente mayor en el caso del petróleo WTI y del petróleo Brent, y muy similar tratándose de la gasolina, a pesar de la caída registrada en los últimos 30 días. Explica que ello obedece a que los futuros están recogiendo un aumento de precios en lo que resta del presente mes, lo que anula el movimiento a la baja de las últimas semanas.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a algunas noticias que podrían ser relevantes para nuestra economía y, en este sentido, se refiere a la situación que afecta a la principal empresa exportadora de carnes y lácteos de Nueva Zelanda que enfrenta problemas de carácter fitosanitario, la que de hecho ha sido acusada de que sus productos estarían contaminados con botulismo. En su opinión, correspondería extraer lecciones de esta situación, atendido que Chile también es exportador de carnes y lácteos, además que ello podría constituir una oportunidad para nuestra economía.

En segundo término, para fines de análisis, plantea la conveniencia de contar para el próximo IPoM con una especie de termómetro o medidor sobre el acontecer mundial desde la perspectiva de Chile, que sirva para registrar los cambios en la coyuntura internacional que podrían afectar la economía local. A título ejemplar, cita los efectos que conllevan la reacceleración de Estados Unidos de América y la desaceleración de China sobre



BANCO CENTRAL DE CHILE

nuestras exportaciones; la variación del *spread* soberano de otras economías en comparación con la de Chile; los precios relativos de la bolsa de valores local frente a los de las bolsas de otros países.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que los últimos datos confirman que Estados Unidos de América se encuentra en una senda de recuperación y con ello, surgen dos temas que podrían ser relevantes en el futuro cercano. El primero de ellos se refiere a las economías que se verán más beneficiadas con motivo de esta recuperación, estimando que quizás lo sea China, a través del consumo y exportaciones hacia Estados Unidos de América; y también Europa, pero en menor grado. Además, y en la medida que se consolide la recuperación norteamericana, considera que sería relevante identificar los factores de riesgo que podrían disminuir por este mayor impulso.

Indica que el segundo tema de importancia se relaciona con el compromiso de la Reserva Federal de modificar la tasa de política monetaria, TPM, o de cambiar de manera relevante su política monetaria en función de la tasa de desempleo. A su juicio, ese Organismo se encuentra en un dilema que no es fácil de resolver, porque la tasa de desempleo puede mantenerse en niveles altos motivada por una recuperación de la fuerza del trabajo. Por lo tanto, es preciso estar atentos a los riesgos que pueden surgir de presentarse un eventual retardo en el inicio del retiro del estímulo monetario.

Por otra parte, alude a la desaceleración que están experimentando las economías emergentes y plantea la conveniencia de identificar los indicadores que la explicarían. En su opinión, el fin del ciclo de los *commodities* y la corrección a la baja del consumo interno pueden corresponder a algunos de ellos.

El Consejero señor Sebastián Claro enfatiza en la necesidad de profundizar el análisis de los indicadores que explican esta desaceleración en los países emergentes, atendido que los datos domésticos no darían cuenta aún de la desaceleración de la actividad interna.

El Consejero señor Joaquín Vial considera que la presentación del escenario externo cubre adecuadamente los temas de interés, no obstante lo cual, estima que debería incluirse una proyección en materia de riesgos. A título ejemplar, se alude a los riesgos de China, que serían en el margen algo menores que en la Reunión anterior, pero se han omitido aquellos que se derivan de Brasil, como también de Europa, en circunstancias que genera bastante preocupación que en Alemania, en vísperas de las elecciones federales, se considere la posibilidad de efectuar un nuevo rescate para la economía de Grecia.

En lo concerniente a Estados Unidos de América, plantea que aun cuando su panorama económico se ve razonablemente positivo, todo parece indicar que el presupuesto estadounidense será nuevamente objeto de discusión. Sobre este aspecto, resalta que esa economía exhibe cifras positivas a pesar de los recortes fiscales que se han aplicado, lo que denota una importante fortaleza subyacente. En su opinión, estos temas podrían también haber sido objeto de análisis, razón por la que sugiere incluirlos en las próximas Reuniones.

Por otra parte, hace notar que es muy similar la trayectoria de la inflación en Chile y Perú, si bien los niveles son distintos, por lo que a su juicio, sería conveniente analizar específicamente ambas trayectorias, atendido que se advierte una correlación en términos históricos.

Por último, sugiere que las exportaciones e importaciones chinas sean presentadas en términos de contribución por región, para efectos de poder aislar lo referente a Hong Kong y Taiwán.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall señala que basado en el buen análisis presentado por el Gerente de Análisis Internacional, se puede concluir que la economía mundial evoluciona positivamente y en este contexto, destaca la estabilización de los mercados financieros y un crecimiento más equilibrado.

En su opinión, es preciso profundizar sobre las implicancias que se generan con motivo de la consolidación de la recuperación de la economía de Estados Unidos de América sobre las otras economías, ya que si bien algunas de ellas se verán beneficiadas, tales como México, Europa y particularmente Alemania, las exportadoras de materias primas podrían ser afectadas negativamente. Agrega que en Chile, los sectores ligados a *commodities* o a minería podrían sufrir ajustes, pero a su vez los sectores exportadores frutícolas y madereros podrían verse favorecidos.

A su juicio, este escenario en que la economía de Estados Unidos de América se recupera y la de China, si bien crece a tasas menores que antaño, lo hace al 7,5%, constituye una situación razonable.

Asimismo, destaca que la inflación no constituye un tema que genere preocupación en las distintas regiones y que por otra parte, persiste el predominio de las decisiones de mantener las tasas de política monetaria e incluso de reducirlas en algunos países. Por último, agrega que si bien las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas han subido, ellas no distan significativamente de los niveles observados en las épocas de mayor crecimiento.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que el panorama actual reafirma la tendencia que se ha venido anticipando desde el IPoM del mes de junio y en las últimas Reuniones, en cuanto a que las economías desarrolladas, particularmente Estados Unidos de América, exhiben cifras que dan cuenta de mayor actividad. Por otra parte, se consolida la propuesta de un retiro anticipado del programa de estímulo monetario por parte de la FED, previsto para el próximo mes de septiembre o en el mes siguiente; Europa exhibe mejores cifras, especialmente en el ámbito financiero; un mundo emergente que se ha debilitado, como ocurre con Brasil y Turquía, mientras que China, en el margen, muestra cifras más tranquilizadoras en el sentido que su crecimiento se estabilizaría en torno a 7,5%, aunque con riesgos importantes.

Destaca el caso de México desde el punto de vista financiero, ya que exhibe ingresos significativos de capitales, a lo que se suma el reciente anuncio de su Presidente el señor Enrique Peña Nieto sobre la reforma del sector energético. No obstante, la economía de ese país no repunta y tampoco se advierten grandes perspectivas, a pesar que el sector industrial se ha visto beneficiado por el aumento de costos en China.

Por último, se refiere a la volatilidad del precio del cobre en torno a US\$3 la libra y al negativo desempeño de la bolsa de valores chilena.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera expresa que los datos en el margen confirman el panorama consignado en el IPoM del mes de junio último, en lo concerniente al menor crecimiento de los socios comerciales y a cambios y condiciones financieras algo más restrictivas. No obstante, resalta la importancia en el margen de los datos recientes que, en su opinión, le restan un grado de dramatismo a dicho ajuste.

En este sentido, alude a la información reciente de China que es mejor que la anticipada, ya que se ha detenido su tendencia a la baja, como también a las cifras que dan cuenta de una recuperación de las economías avanzadas; una lenta estabilización de los mercados financieros y señales positivas entregadas por los distintos bancos centrales en términos que serán de carácter gradual los movimientos en materia de tasa de política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Además, en relación con los planteamientos expuestos por los señores Consejeros, indica que la información de exportaciones desagregada por regiones se incluirá en una próxima reunión de coyuntura, en tanto que en una futura reunión del IPoM se tratarán con mayor detalle los riesgos, en los términos solicitados.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto expresa que las exportaciones de Chile a Estados Unidos de América han crecido entre 20% y 30%, en términos reales, en los últimos meses. Precisa que la mayor parte de ellas corresponden a productos mineros y que los envíos de fruta también exhiben un repunte. Agrega que las exportaciones hacia China registraron tasas de crecimiento negativas unos meses atrás, pero que a partir del mes de abril presentan tasas de crecimiento del orden de 25%.

Por último, destaca que se observa una clara reactivación en este sector y de hecho, señala que las exportaciones agrícolas a Estados Unidos de América, que anotaron tasas de crecimiento de 30% a fines del año pasado y comienzos del presente año, muestran una tasa de crecimiento promedio de 20%, aproximadamente, en los últimos tres meses, dando cuenta de un cambio ostensible de tendencia.

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

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

Al respecto, indica que los datos de Cuentas Nacionales han revisado al alza el PIB y la demanda interna del primer trimestre, como también el consumo privado correspondiente al segundo trimestre.

Agrega que si bien la sorpresa al alza en el consumo tendría un componente transitorio, se espera un mayor dinamismo para esta variable en el tercer trimestre del presente año.

Por otra parte, menciona que las expectativas de consumidores y empresas han vuelto a retroceder, ubicándose estas últimas en terreno pesimista.

Asimismo, los salarios han moderado su ritmo de expansión en un contexto en que el mercado laboral se mantiene estrecho.

La inflación ha evolucionado de acuerdo con lo anticipado y se espera que al cierre del año ascienda a 2,6%, con leves revisiones al alza en el caso de combustibles y a la baja tratándose de componentes subyacentes y alimentos.

A título de último hecho destacado del mes, expresa que la curva *forward* se ajusta a la baja desde la última Reunión y las encuestas siguen señalando que la Tasa de Política Monetaria debería bajar en los próximos meses. Sin embargo, para esta Reunión, el mercado espera que dicha tasa se mantenga en 5% anual, pero, a diferencia de Reuniones anteriores, no en forma unánime.

En materia de actividad, da cuenta de la evolución reciente y las proyecciones. En este sentido, reitera lo referente a la revisión al alza del PIB correspondiente al primer trimestre, desde el 4,1% contemplado en el último IPoM a un 4,5%, explicada principalmente por el componente Resto, el que ha sido corregido al alza desde 3,3% a 3,9% por el comportamiento de la parte agrícola del PIB.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que el PIB del segundo trimestre se ha revisado a la baja en relación con lo consignado en el citado IPoM, por concepto de un menor dinamismo de la parte de recursos naturales.

La demanda interna del primer trimestre ha sido revisada al alza, porque la corrección sobre el incremento del PIB en ese periodo se distribuye entre la mayor demanda final, el consumo y la demanda interna.

Por su parte, la demanda interna del segundo trimestre se ha corregido a la baja respecto del IPoM del mes de junio y al alza desde la Reunión anterior, agregando que en lo concerniente al mes de julio aumenta desde un 6,3% a un 7,1%, lo que obedece fundamentalmente a lo ocurrido con el componente del consumo privado, desde un 6% a 7% en el último mes, explicado principalmente por la parte no durable. Sobre este aspecto, indica que, basados en información de Cuentas Nacionales, la sorpresa al alza de la parte de bienes no durables respondería a un componente transitorio asociado a la mayor producción agrícola que se trasladó a consumo, pero también a una componente de carácter levemente más persistente relacionado con la parte servicios que se corrige en esa dirección.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por las ponderaciones del consumo privado. El señor Claudio Soto precisa que el consumo durable pondera entre 10% y 15%, mientras que el consumo no durable y servicios representan el resto por partes equivalentes.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, planteando que las exportaciones de bienes y servicios se han revisado a la baja respecto de lo contemplado en el mes de julio, mientras que las importaciones y la demanda interna han sido corregidas al alza. No obstante, destaca la revisión a la baja de la acumulación de existencias, porque si bien el gasto interno se corrige al alza, la demanda final también lo ha sido de manera más significativa y, por lo tanto, ello se ve reflejado en una desacumulación mayor de inventarios.

De acuerdo con las cifras expuestas, manifiesta que las cifras de crecimiento del PIB han disminuido en los últimos trimestres, lo mismo que las atinentes a la demanda interna, que han pasado desde tasas en torno al 7% y 8% a un 5%, en circunstancias que el crecimiento de la demanda final tendió a estabilizarse.

Además, consigna que de acuerdo con cifras preliminares, se observa un rebote en las velocidades en el segundo trimestre, luego que en el primero fueran negativas y anormalmente bajas. Asimismo, resalta el aumento de la velocidad del componente no durable, relacionado con la sorpresa al alza del consumo privado ya mencionada, mientras que tratándose del componente durable, si bien sus tasas de crecimiento son elevadas, exhibe velocidades bastante menores que en el trimestre anterior.

El señor Claudio Soto se refiere a continuación a las razones que explican la evolución del consumo privado, consignando que el factor que ha tenido mayor incidencia en ella ha sido la masa salarial, que mantuvo tasas de crecimiento elevadas, en razón de que los salarios reales y el empleo han registrado tasas de crecimiento particularmente altas.

Agrega que las colocaciones, en tanto, no han incidido en el dinamismo del consumo; de hecho, menciona que los créditos de consumo han mantenido un ritmo de expansión acotado. Las colocaciones hipotecarias, en cambio, exhiben una leve recuperación, que se asociaría al ciclo de venta de viviendas, que se inicia con las que se encuentran en proceso de construcción, que registraron un alza en trimestres anteriores, y que posteriormente se traducen en ventas definitivas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con el consumo de bienes durables, plantea que algunos indicadores han tendido a estabilizarse. A título ejemplar, cita el IVCM de automóviles desestacionalizado, cuyos niveles no registran mayor variación, como asimismo, las importaciones de automóviles, que muestran un leve retroceso luego de haber sorprendido al alza. Añade que si bien el último dato de ANAC es relativamente elevado en términos de crecimiento anual, da cuenta de que los niveles se han estabilizado, es decir, que su velocidad resulta cercana a cero.

Lo expresado precedentemente se sitúa en un contexto en que las expectativas de los consumidores permanecen en terreno positivo, pero retroceden nuevamente en relación al mes previo. Acota que ello se observa en las expectativas que se vinculan con la percepción sobre la situación personal y también en las perspectivas de la situación del país a futuro.

Por otra parte, las expectativas de las empresas también exhiben retrocesos y se ubican en terreno negativo. Señala que ello se ve reflejado en las preguntas acerca de las ventas actuales y las expectativas futuras en materia de producción, empleo y otras variables, en un contexto en que las importaciones de bienes de capital se han acelerado con motivo de compras de aviones, de maquinarias y de vehículos de transporte relacionados principalmente con la minería.

Añade que otros componentes de las importaciones muestran niveles relativamente estables, como es el caso de las importaciones de consumo, mientras que presentan algunos retrocesos los componentes Resto intermedio, esto es, insumos para los procesos industriales o inventarios.

En lo concerniente a las exportaciones, destaca el significativo repunte que presentan los envíos agrícolas en los últimos dos meses y el dinamismo de los embarques mineros, reflejando una mayor producción durante este año y también una desacumulación de inventarios.

Por otra parte, comenta que los indicadores del sector construcción exhiben movimientos mixtos, ya que el empleo y los despachos de cemento muestran un mayor dinamismo en lo más reciente, mientras que los despachos de materiales se han desacelerado en forma importante en los últimos meses.

Agrega que el catastro de obras de ingeniería presenta una corrección al alza para el quinquenio, pero una revisión a la baja para este año.

En cuanto a los créditos a empresas, indica que si bien las velocidades han aumentado frente a lo observado en meses previos, son inferiores, en promedio, a las registradas durante el año 2012, dando cuenta de que su dinamismo es acotado y que sus tasas de crecimiento se estabilizarán probablemente en torno a 10%. Por otra parte, han aumentado otras fuentes de financiamiento para las empresas, en particular, los créditos externos y la colocación de bonos.

El señor Claudio Soto plantea que el gasto público ha experimentado un crecimiento algo menor. Sobre el particular, deja constancia que en el mes de abril se registró un aumento importante con motivo del pago de un bono por parte del Gobierno, pero desde entonces sus tasas de crecimiento se han ajustado a la baja. Hace notar que el componente extrapresupuestario, que había sorprendido a la baja en los primeros meses del año, muestra ahora tasas de crecimiento cercanas a 0%.

En cuanto a las existencias, reitera que el dinamismo de las exportaciones, que ha sido mayor que el registrado por la producción, se ha reflejado en una desacumulación de inventarios, particularmente en el caso de la minería. Añade que a nivel sectorial, las empresas perciben que sus inventarios se encuentran en niveles adecuados o equivalentes a los niveles históricos, en tanto que el comercio los percibe por sobre los niveles deseados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que resulta de interés observar que el comercio perciba que sus inventarios son relativamente altos frente al importante dinamismo que han exhibido las ventas de este sector.

El señor Claudio Soto señala que la proyección interna contempla una revisión a la baja de los inventarios, porque se estima que el dinamismo de las ventas no dará paso a una mayor actividad o a mayores importaciones, sino más bien a una desacumulación de existencias en lo que resta del año.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta sobre la factibilidad de informar las cifras sobre existencias desagregadas por cobre y demás productos, para efectos de interpretar correctamente los datos sobre demanda interna.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña manifiesta que la Gerencia a su cargo clasifica las existencias en tres grandes agrupaciones, que corresponden a las exportaciones de la minería, industria y agricultura, determinándose que el tema planteado por el Consejero señor Joaquín Vial se analice en sesiones de coyuntura.

El señor Claudio Soto se refiere a continuación a lo atinente a proyecciones y expresa que el único aspecto relevante en relación con lo contemplado en el último IPoM lo constituye que se mantiene la proyección de la demanda interna para este año.

Hace presente que el PIB del presente ejercicio se ha revisado marginalmente a la baja, desde 4,4% a 4,3%, y que las principales diferencias se concentran en la corrección de la proyección de la demanda final, desde el 5,1% contemplado en el citado IPoM y en la RPM previa hasta un 5,5%, que se explica en parte importante por la revisión al alza del consumo privado, desde un 5,2% hasta un 5,8%. Ello refleja las sorpresas observadas en la primera parte del año, como asimismo, por concepto de una ligera revisión al alza de la inversión, desde un 5,5% hasta un 5,7%, dando cuenta de que si bien se ha producido una desaceleración en el crecimiento de esta variable, ella ha sido menor que la prevista anteriormente.

Agrega que en efecto, en el segundo trimestre, tanto las importaciones de maquinarias y equipos como algunos indicadores de construcción mostraron un dinamismo mayor que el anticipado, quedando incorporado en la proyección.

En cuanto al consumo, señala que la sorpresa del segundo trimestre es cercana a un punto respecto de lo contemplado en el mes de julio y que se ha supuesto que irá desapareciendo en los próximos meses. De hecho, la corrección al alza del tercer trimestre es de 0,7% y hacia el cuarto trimestre, de solo dos décimas.

Precisa que lo expresado responde a dos factores, que corresponden a algunos elementos transitorios del sector agrícola, que metodológicamente quedaron reflejados en un mayor dinamismo del consumo; y al contexto actual, en que se advierten expectativas de consumidores a la baja y una desaceleración del PIB, lo que debiese incidir en el mercado del trabajo. Sobre este último aspecto, alude a una cierta estabilidad en la creación de empleo y una moderación de los salarios, lo que se verá reflejado en la masa salarial y eventualmente en el consumo.

En lo concerniente a la actividad, reitera que la tasa de crecimiento también es similar a la proyectada en el IPoM del mes de junio, observándose solo una ligera revisión a la baja en la parte de recursos naturales, específicamente EGA y pesca.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sin embargo, destaca la existencia de un cambio en el perfil temporal de la proyección, ya que se ha anticipado la mayor producción minera prevista para fines de año, lo que se ha traducido en una revisión al alza del tercer trimestre desde un 3,9% hasta un 5,8%, y del cuarto desde 1,5% a -0,1%, debido a que algunos proyectos relevantes, tales como Cerro Casares y Caserones, que deberían haber comenzado a ejecutarse al término de este año, han sido postergados para el año próximo. Enfatiza que el cambio del perfil entre trimestres no implica en caso alguno una modificación de la proyección para el año.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que la sorpresa en el consumo, especialmente en el consumo habitual, no se ve reflejada en el sector comercio.

El señor Claudio Soto expresa que la revisión al alza del consumo obedece a la parte agrícola ya comentada, como también a la corrección al alza de los servicios financieros y empresariales. En cambio, la proyección de crecimiento del comercio del segundo trimestre se ha corregido a la baja desde 7,1% hasta un 6,5%, fundamentalmente por la desaceleración del comercio mayorista que se orienta más bien a la inversión. Indica que a lo expresado deben sumarse las perspectivas de desacumulación de inventarios más intensas que lo anticipado.

En lo referente al mercado laboral, el señor Claudio Soto comenta que los salarios tuvieron una variación nula en el mes de junio y que a nivel sectorial se registraron descensos en los sectores minería, comercio e industria.

Hace presente que en términos de crecimiento interanual, se advierte una clara tendencia a la baja, predominada por los salarios de la construcción, que experimentaron un alza significativa el año pasado y que ahora se han estabilizado; y, en menor medida, por los salarios de la minería, que si bien exhibieron un rebote, volvieron a registrar una caída en el último mes.

En lo atinente a los salarios reales, señala que el bajo dinamismo de los salarios nominales más el rebote de los datos de inflación han marcado un quiebre en la tendencia al alza que se observó en los últimos trimestres.

Agrega que lo expresado se produce en un contexto en que el mercado laboral aún permanece estrecho. De hecho, precisa que la tasa de desempleo sigue en niveles históricamente bajos, y que la tasa de desempleo marginal que informó el Instituto Nacional de Estadísticas, INE, también lo es y alcanza a 5,5% aproximadamente, lo cual sugiere que la tasa de desempleo de los próximos meses podría ser incluso más baja que la que se observa en la actualidad.

En términos de la creación de empleo, da cuenta de una mayor estabilidad. En efecto, el ritmo al cual se expande hoy el empleo no solo es algo menor que el registrado a mediados del año 2012, sino que a ello se suma que se ha atenuado la expansión de la fuerza de trabajo. En este sentido, el empleo en la minería ha perdido dinamismo, pero se ha visto compensado por un mayor aumento en el sector comercio, servicios y construcción.

En lo referente al tipo de cambio, este ha exhibido bastante volatilidad en el último mes, pero al cierre estadístico del día ayer se encontraba en niveles muy similares a los observados en la RPM pasada, lo que implica que se ha depreciado en términos multilaterales, mientras que en términos reales ha aumentado su valor en relación con lo observado en meses anteriores, ubicándose en 92,02, que constituye un nivel equivalente a su promedio histórico.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán observa que entre los factores que explican la evolución del tipo de cambio, el denominado Residuo o diferencia entre el tipo de cambio efectivo y el simulado desde la Reunión pasada a la fecha, resulta ser muy significativo y similar a aquella parte que es explicada por los fundamentales. Por esta razón, plantea la conveniencia de reconstruir la visión acerca de la lógica de esta variable.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial estima que constituye una tarea difícil de asumir, atendido que, por definición, el tipo de cambio nominal a un mes plazo es impredecible. A título ejemplar, señala que podría ser de interés contar con una proyección del tipo de cambio real de largo plazo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que su planteamiento obedece a que dicho Residuo es muy significativo, lo cual sugiere que los modelos no estarían incorporando adecuadamente todas las variables relevantes, por lo que podría contribuir en ese sentido la inclusión de fundamentales que trascienden la economía doméstica.

El señor Claudio Soto retoma su presentación y expresa que el IPC registró una variación de 0,3% en el mes de julio, con una incidencia importante de alimentos; combustibles, excepto gasolinaz, y servicios, estos últimos asociados fundamentalmente a los precios de pasajes de buses interurbanos.

Destaca que los datos efectivos estuvieron acordes con lo proyectado, ya que las sorpresas al alza en los precios de los combustibles fueron compensadas con disminuciones en los precios de alimentos. Agrega que conforme a lo esperado, se registró una caída en los precios de bienes, asociada a un descenso de los precios de vestuario por un factor estacional. Asimismo, resalta que por primera vez se registró en el IPC la nueva forma que está utilizando el INE para medir este último componente, resultando acorde con la proyección interna y lo anticipado por el mercado.

En cuanto a los registros futuros de inflación, se espera una trayectoria para el IPC subyacente levemente menor que lo previsto en la Reunión del mes pasado, lo que incluye salarios más acotados, pero compensados con un alza en los precios de bienes en un contexto de tipo de cambio más depreciado que hace un mes atrás.

En lo relativo al precio de los combustibles, señala que ENAP anunció una disminución de ellos. Además, de acuerdo con las estimaciones internas, dichos precios debieran reducirse, por lo que el SIPCO no volverá a operar en lo que resta del presente año. Sin embargo, consigna que en el dato de inflación del mes de agosto se observará una contribución significativa de los combustibles, atendidas las alzas registradas a finales del mes de julio y comienzos de agosto, pero que deberían tener una incidencia menor a partir del mes de septiembre.

El Asesor del Ministro de Hacienda, señor Rodrigo Cerda confirma que el SIPCO dejó de operar la semana anterior y que ese Ministerio también espera que los precios de combustibles exhiban una tendencia a la baja a contar del mes de septiembre próximo.

El Consejero señor Joaquín Vial observa que de conformidad con el gráfico que se contiene en la lámina N° 60 de la presentación, la parte de servicios figura con signo negativo en el mes de agosto y consulta si ello responde en parte al alza del salario mínimo.

El señor Claudio Soto indica que la caída esperada en ese componente obedece a un tema de carácter estacional, específicamente, a la disminución de los precios de los pasajes de transporte interurbano, luego del alza registrada en el mes de julio con motivo de las vacaciones de invierno. En cuanto a la incidencia de los salarios, señala que su trayectoria de crecimiento se modera en términos interanuales y que el aumento del salario mínimo no la afecta mayormente.

De acuerdo con lo expresado, informa que la proyección de inflación para el mes de agosto es de 0,4%, algo mayor que lo esperado por el mercado. Agrega que el componente subyacente no registraría variación alguna, razón por la que el alza se explica mayormente por el aumento de los precios de alimentos y de la gasolina.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo referente a los precios de los alimentos, agrega que deberían observarse algunos incrementos adicionales por un factor de índole estacional, aunque de menor magnitud que lo estimado en la Reunión anterior, y disminuciones hacia fines de año.

Además, se estima que en el mes de septiembre, el IPC registraría una variación de 0,8%, explicada por temas estacionales asociados a alzas de los pasajes de transporte interurbano y alimentos, por concepto del feriado correspondiente a la celebración de Fiestas Patrias, y también por el inicio del período de cambio de los modelos de automóviles, que este año se produce en un contexto de un tipo de cambio más depreciado. En todo caso, expresa que atendido que en el mes de septiembre del año 2012 también se registró un alza importante del IPC, no se advierten cambios significativos en la variación año a año.

Hace presente que durante los últimos tres meses del presente ejercicio se observarían variaciones mensuales bastante más acotadas, finalizando el año con una inflación de 2,6%. Agrega que la trayectoria para la parte subyacente sería algo más lenta que la contemplada en el IPoM del mes de junio y en la Reunión previa.

Por último, menciona que las expectativas de inflación están bastante alineadas en torno a 3% anual en el horizonte de política y que las compensaciones, con vaivenes, también lo están en dicho valor.

En materia de mercados financieros, manifiesta que las tasas de interés de los títulos de crédito nominales y reales registraron bastante volatilidad durante el mes, pero han retornado a niveles similares a los observados en la Reunión pasada.

En cuanto a la trayectoria de tasas de interés, precisa que la curva que se deriva de la tasa *forward* exhibe una leve revisión a la baja respecto de la Reunión previa, en tanto que la que se construye con las tasas *swap* alcanzó a registrar una caída hasta un nivel de 4,25%, pero retornó a 4,5%. Las encuestas, por su parte, anticipan una tasa de 4,5% hacia fin de año y que se mantendrá en dicho nivel hasta mediados del año 2015, aproximadamente.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que para esta Reunión de Política Monetaria, el mercado se inclina porque se mantendrá la TPM. No obstante, a diferencia de Reuniones anteriores, en esta ocasión las opiniones se encuentran divididas. En efecto, precisa que de acuerdo con la encuesta Bloomberg, el 60% de los consultados considera que no se modificará la tasa y el 40% espera una rebaja de 25 puntos base; en cambio, la Encuesta de Expectativas Económicas refleja que dichas opciones representaron el 70% y 30%, respectivamente. Añade que para la Reunión del mes de septiembre, la mayoría de los encuestados se inclina por una rebaja de la TPM de 25 puntos base.

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

El Consejero señor Sebastián Claro comienza su intervención destacando la presentación de la Gerencia de División Estudios.

En materia de actividad, señala que si bien el PIB del primer trimestre se corrigió al alza desde 4,1% y 4,5%, los datos son coherentes con una desaceleración moderada de la economía, acorde con lo anticipado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, sorprende en esta oportunidad la corrección al alza de la demanda y el consumo, especialmente de este último factor, lo que le genera algún grado de inquietud, atendido que se espera una disminución de la masa salarial real, explicada probablemente por una caída de los salarios reales. Por esta razón, consulta acerca de la disponibilidad de los proveedores de crédito y la capacidad de los consumidores para sustentar esta tendencia del consumo al alza.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que desde la última Reunión, la principal noticia la constituyen la corrección de los datos del primer trimestre y la revisión de las proyecciones del segundo. Este planteamiento se fundamenta en que la desaceleración del gasto que el Banco venía anunciando desde hace varios IPoM no se producía y ahora parecía comenzar a materializarse y, con ello, la acción de política se encontraba más cercana; las nuevas cifras, no obstante, no dan cuenta de una clara tendencia a dicha desaceleración.

Agrega que en una presentación anterior se incluyeron dos elementos que podrían haber anticipado el dinamismo que exhibe el consumo y que corresponden, por una parte, a la evolución de la masa salarial; y, por la otra, a una correlación muy alta e histórica entre las percepciones, con algún rezago, de los consumidores y la trayectoria del consumo. Sin embargo, alguna información parcial sugirió que ello no era efectivo y que, en consecuencia, podría haberse generado una reacción más contemporánea al cambio en la percepción de los consumidores sobre su comportamiento. A su juicio, lo expresado constituye una sorpresa relevante para efectos de decidir acerca de postergar la decisión de disminuir la tasa rectora.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que desde la fecha que asumió en calidad de Consejero de la Institución, observa que el Banco ha subestimando sistemáticamente el crecimiento de la demanda interna y de la demanda final. Por este motivo, plantea la conveniencia de revisar los modelos que se están utilizando para tales fines, con el objeto de determinar las razones que han llevado persistentemente a equivocaciones.

Además, destaca la reversión de los indicadores de confianza de los consumidores y, en este sentido, considerando el rezago con que operan, es probable que se advierta una moderación del consumo a fines de año, a lo que también podría sumarse una disminución de los salarios. A su juicio y atendida la criticidad del tema relativo a salarios, sugiere incorporar información de otras fuentes, con el propósito de efectuar el análisis y seguimiento más detallado de esta variable.

Por último, resalta que el alza del consumo habitual coincide con el otorgamiento de un bono por parte del Gobierno. En su opinión, sería necesario incorporar el tema fiscal en los análisis y, en este caso puntual, sería de interés dimensionar si el monto del bono se relaciona con el aumento del consumo, o si esta sorpresa es simplemente un episodio aislado que no refleja realmente el comportamiento subyacente, sino que más bien el efecto de caja de una transferencia de dinero.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que del análisis expuesto, que califica de muy bueno, concluye que el escenario actual no difiere mayormente del observado en la Reunión anterior. En este sentido, indica que las proyecciones no han variado y que la desaceleración del consumo ha sido lenta, lo mismo que la evolución del mercado laboral. En su opinión, ello amerita corregir las proyecciones con la finalidad de reflejar que la desaceleración se está materializando con mayor lentitud de lo previsto.

Asimismo, expresa que las expectativas de mercado le han parecido muy concluyentes, por cuanto considera que ha ido asimilando correctamente las señales del Banco, como también la información de otras fuentes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A su juicio, corresponde tener presente que nuestra TPM se sitúa en un nivel alto en relación a la de otras economías y en todo caso, estima que el Banco debe incorporar la prudencia en sus decisiones, con el objeto de no sorprender al mercado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comparte la apreciación del Consejero señor Enrique Marshall en cuanto a que se advierte una desaceleración suave de nuestra economía; que el escenario no ha cambiado mayormente respecto a la Reunión anterior; y que es necesario actuar con prudencia frente a la nueva información disponible.

Agrega que se observa una clara desaceleración del PIB Resto, así como un deterioro de las expectativas, que atendido el rezago con que operan, podría no estar incorporado completamente en nuestras proyecciones.

En lo concerniente a las colocaciones, aprecia una clara tendencia a la moderación, lo mismo que en las ventas minoristas, las importaciones, el gasto público y los salarios reales. En contraposición, destaca la aceleración de las importaciones de bienes de capital; el dinamismo de las exportaciones; el empleo, particularmente en el sector construcción; y, en especial, la sorpresa proveniente del dato de consumo privado correspondiente al segundo trimestre, que fue significativamente mayor que lo previsto.

En este último aspecto, manifiesta que si bien se trata de un dato no menor, considera que su importancia tampoco debe ser sobrestimada, ya que responde a un hecho pasado, no así al comportamiento futuro, que es lo relevante para el Banco. En todo caso, sí da cuenta de que la demanda interna caía a una velocidad menor que la esperada hasta el mes de junio último, lo cual otorga un mayor espacio al Consejo desde el punto de vista de política monetaria.

A título de conclusión, señala que aparte de la sorpresa por el lado del consumo privado, las demás variables se han comportado de acuerdo con los lineamientos planteados en el Informe de Política Monetaria del mes de junio y en la últimas Reuniones de Política Monetaria.

Por último, expresa su reconocimiento al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto por su muy buena presentación.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que uno de los aspectos fundamentales de la proyección interna lo constituye el ajuste de la inversión, explicado por elementos exógenos derivados del ciclo de minería que acrecentó un conjunto de gastos. En su opinión, este es un componente fundamental que no solo explica la proyección del crecimiento de la demanda y también del mercado laboral, sino que lleva a anticipar que se mantendrá una tendencia fuerte de dichas variables en lo futuro.

Añade que los sectores que son más intensivos en absorber recursos internos continúan evolucionando por debajo de la tendencia y, por lo tanto, en el margen están dejando de ejercer presión sobre la utilización de recursos. De hecho, indica que las distintas mediciones de brechas dan cuenta de que se han ido reduciendo. Por otra parte, el mercado laboral se mantiene estrecho y no ha continuado decreciendo, no obstante, algunos antecedentes reflejan que la percepción general estima que dicho mercado debiera comenzar a debilitarse en los próximos meses.

Por último, alude a la cuenta corriente. Hace notar que las sorpresas en términos de aumento del gasto no están relacionadas con gastos de bienes importados o importaciones, sino que con la producción agrícola y servicios; por lo tanto, no han acentuado el déficit de cuenta corriente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 201
Página 20 de 30

El señor Claudio Soto se refiere al planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro sobre la evolución probable del consumo, atendidas las condiciones de financiamiento. En este aspecto, señala que de acuerdo con cifras de Cuentas Nacionales, el ahorro de los hogares aumentó en el primer trimestre y, por lo tanto, podría traducirse en un mayor dinamismo del consumo de lo que está implícito en el escenario actual, por lo que la proyección interna podría tener un sesgo en esa dirección.

El señor Luis Óscar Herrera agrega que el tema central en este período es el alto crecimiento de la demanda interna en sectores intensivos en empleo, lo que tiende a generar aumentos de salarios reales o apreciación del tipo de cambio real, como también, transferencias de mayores recursos al sector privado, lo que se ha traducido en un mayor dinamismo del consumo privado sin necesidad de recurrir a endeudamiento. Además, lo expresado permite estimar que en este ciclo, el ajuste del consumo será más lento que lo ocurrido en ciclos anteriores, oportunidad en que estuvo sustentado por endeudamiento, por lo que en esta ocasión su evolución será más acorde con la que exhiba el mercado del trabajo.

Al no formularse otros comentarios, siendo la 13:25 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 16:00 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 201.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de febrero de 2014 se efectuará el día 18 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en 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 al escenario externo, expresa que las condiciones financieras han mejorado levemente y que las tasas de largo plazo de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de América se mantuvieron en niveles similares a los de la Reunión anterior. Agrega que las expectativas de crecimiento mundial se han corregido ligeramente a la baja, principalmente por menores perspectivas para las economías emergentes, ya que las expectativas respecto de las economías avanzadas siguen mostrando una recuperación lenta y en este contexto, algunos indicadores recientes de actividad y comercio exterior de China sorprendieron positivamente. Por último, indica que el dólar estadounidense se depreció levemente en los mercados internacionales, y que los precios de metales, incluyendo el cobre, registraron un aumento relevante, mientras que los de alimentos exhibieron un retroceso.

En lo atinente al plano local, señala que durante el segundo trimestre del presente año, la actividad económica y la demanda interna mantuvieron un ritmo de crecimiento moderado, algo inferior a lo proyectado en el IPoM de junio, no obstante la demanda final continuó exhibiendo dinamismo y creciendo más de lo anticipado. Comenta que el empleo aumentó en torno a 2% anual, aunque en el margen se mantiene más estable y se observa un menor crecimiento de los asalariados, compensado por incrementos de los trabajadores por cuenta propia. En materia de inflación, menciona que el registro del mes de julio fue acorde con lo esperado y que las expectativas no presentan cambios relevantes en el último mes, manteniéndose en torno a 3% anual en el horizonte de política. Añade que los salarios nominales crecen entre 5,7 y 6,2% anual, dependiendo de la medida.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Expresa que el peso chileno se encuentra en un nivel similar al observado en la Reunión anterior, aunque algo más depreciado frente a nuestros socios comerciales; y que las expectativas de TPM en el horizonte de política monetaria se han ajustado levemente a la baja con una expectativa de reducción que varía entre 50 y 75 puntos base dentro del horizonte de política, aun cuando las tasas nominales de largo plazo se mantienen estables. Agrega que para esta Reunión específica, la mayoría de los encuestados estima que se mantendrá la Tasa de Política Monetaria.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que los antecedentes antedichos llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta ocasión, mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual o disminuirla en 25 puntos base a 4,75% anual, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

En primer término, señala que en lo referente al panorama externo, la mayor preocupación continúa siendo la desaceleración de China por su importancia para los mercados de materias primas y en este sentido, los antecedentes más recientes sobre esta economía presentan una leve mejora, pero que se mantiene una preocupación relevante acerca de la situación de su sistema financiero, lo que podría tener consecuencias más duraderas sobre el ritmo de crecimiento de ese país.

Hace presente que otra preocupación se refiere a los efectos que tendrá el retiro del programa de estímulo monetario en Estados Unidos de América, ya que las señales recientes confirman que esta reducción probablemente comenzará en los próximos meses, aun cuando los mensajes de la Reserva Federal y de otros bancos centrales de economías avanzadas han reafirmado que los ajustes de política monetaria serán graduales y condicionales, lo cual acota su riesgo financiero. Añade que las respuestas recientes de los mercados financieros han sido acordes con estas señales.

Como se ha indicado en Reuniones anteriores, la opción de disminuir la TPM puede justificarse ante la evidencia de un menor crecimiento de nuestros socios comerciales y de términos de intercambio, como también, condiciones de financiamiento externo algo más restrictivas. Asimismo, tanto a nivel internacional como en Chile, se observa una maduración del ciclo de inversiones en minería, lo que contribuirá a reducir las presiones de demanda sobre la capacidad instalada y el mercado laboral. En lo que va corrido del año, tanto la actividad como la demanda interna han mostrado una trayectoria de desaceleración y los indicadores de expectativas de consumidores y empresas indican que debiera continuar en los próximos trimestres. Además, el PIB Resto crece a una tasa menor a su tendencia, lo que contribuye a reducir las presiones sobre la utilización de los recursos internos.

En lo relativo a la inflación, destaca su evolución en línea con lo proyectado en el último IPoM; que los indicadores de inflación subyacente continúan por debajo de la meta y que otros indicadores, tales como la inflación de servicios, salarios nominales y expectativas inflacionarias, mantienen una evolución coherente. En este contexto, la reducción de la tasa de interés constituiría un movimiento apropiado para facilitar el ajuste de la economía nacional y mantener la inflación alineada con la meta.

Por su parte, señala que la opción de mantener la tasa de política monetaria puede justificarse en que las condiciones en el mercado laboral aún son estrechas y que el uso de la capacidad instalada todavía es alto. A ello se suma que la desaceleración de la actividad ha sido suave y que la demanda final, considerando inversión fija y consumo, continúa mostrando un dinamismo relevante, sustentado por fundamentos especialmente del consumo privado, que aún son sólidos. Por lo expuesto, la acumulación de mayor información permitirá dilucidar hasta qué punto las tendencias recientes de desaceleración se sostienen y se profundizan, como está implícito en las proyecciones del último IPoM.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que el conjunto de consideraciones expuestas llevan a recomendar la opción de mantener la TPM en 5% anual en esta oportunidad, junto con continuar con el sesgo a la baja que se introdujo en el Comunicado de la Reunión anterior. Asimismo, esta recomendación coincide con la expectativa de consenso en el mercado para esta Reunión, por lo que no tendría mayores efectos sobre la curva de tasas de interés.

Al proseguir con la Sesión, el señor Presidente informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, por intermedio de su Asesor señor Rodrigo Cerda, le ha entregado su planteamiento por escrito, atendido que no podrá asistir a esta Sesión por razones propias de su cargo, por lo que procederá a darle lectura, de manera que quede inserto en el Acta respectiva:

“Aunque con relativa calma en los mercados financieros, el escenario económico internacional sigue mostrando un panorama incierto, con fluctuaciones relevantes en los precios de *commodities*, provocando mayor volatilidad en las economías exportadoras de estos productos.

La Zona Euro continúa exhibiendo elevadas tasas de desempleo, en particular, en economías como Grecia, España y Portugal. Sin embargo, el dato de producción industrial de junio mostró un crecimiento de 0,3% anual, lo que implica el primer incremento anual desde octubre de 2011. En Estados Unidos de América, los datos de crecimiento trimestral del segundo cuarto del año mostraron una mejoría respecto al trimestre previo. En Japón, el crecimiento del segundo trimestre estuvo por debajo de las expectativas y se continúa ejecutando el programa que busca duplicar la base monetaria hacia fines de 2014 con el fin de estimular la actividad económica.

En China, los síntomas de desaceleración se mantienen, con una tasa de crecimiento anual en el segundo trimestre de solo 7,5%, tras crecer 7,7% en el trimestre previo. Además, las exportaciones continúan creciendo a tasas debilitadas. Por su parte, la inflación en julio se mantuvo en 2,7% anual, igual que el mes previo.

En este contexto, en los últimos meses, el Banco Central Europeo y países como México, Colombia, Hungría, Israel, Polonia, Rumania, Australia, Corea, India y Tailandia han actuado con previsión rebajando sus tasas de política monetaria, mientras que Estados Unidos de América y Japón continúan con sus tasas rectoras en niveles mínimos.

En el ámbito interno, las cifras confirman un escenario de desaceleración. La actividad económica creció solo 4,1% durante el primer semestre, resultado bastante menor al 5,6% de 2012. El débil desempeño de la economía ha afectado las expectativas de crecimiento de los agentes. De acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile, se espera un crecimiento para 2013 de 4,3%, tras el 4,4% de la encuesta de julio y el 4,6% esperado en junio.

El consumo sigue creciendo, sostenido por la creación de empleo y el aumento de los salarios reales. Sin embargo, en junio, el crecimiento de las remuneraciones reales se desaceleró en forma importante, al igual que indicadores como las ventas del comercio minorista. Y a julio, las colocaciones bancarias —fundamentalmente las de los créditos comerciales y de consumo—, se mantienen creciendo a tasas menores que las del primer trimestre de este año y mucho más bajas que las observadas a mediados de 2012. Si a esto se le suma una disminución en las expectativas económicas de los consumidores y empresariales, nos encontramos frente a un escenario que sugiere cierta desaceleración en el consumo privado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Los síntomas de una desaceleración de la inversión se siguen manifestando. De acuerdo al último Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, la inversión proyectada en 2013 bajó a US\$20.278 millones desde US\$20.361 millones del catastro anterior. El IMACON se ha desacelerado drásticamente durante la primera mitad de 2013, pasando desde un crecimiento promedio de 10,6% en 2012 a una tasa de 4,8% el primer semestre de este año. Adicionalmente, la Inversión Extranjera Directa en Chile acumulada en doce meses registró una nueva caída en junio, pasando a US\$25.809 millones desde US\$27.619 millones en mayo, lo que significa una tasa de crecimiento anual de -11,4%, tras el 5,7% de mayo y el 50,1% de marzo, cuando se registró un record de IED en Chile de US\$34.181 millones.

La inflación registró una variación mensual de 0,3% en julio, llegando a un nivel de 2,2% en doce meses. La inflación subyacente también se mantiene acotada, ya que el IPCX y el IPCX1 se encuentran en niveles de 1,3% y 1,8%, respectivamente, lo que refleja que hay una contención generalizada de precios. Las expectativas de inflación apuntan a que este indicador se ubicaría en 2,5% a fines de 2013 y anclado en 3% hacia fines de 2014 de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.

Por lo tanto, los datos nos muestran que la desaceleración económica continúa. Además, el mercado tiene internalizada una rebaja de la tasa de política monetaria en el corto plazo y, en este sentido, en la última Encuesta de Expectativas Económicas se espera que esta baje 25 puntos base el próximo mes y que lo siga haciendo dentro de los próximos meses.

Considerando los rezagos con que opera la política monetaria, se sugiere comenzar lo antes posible un nuevo ciclo de reducción de la tasa rectora. Los riesgos que apuntan a un menor dinamismo se han intensificado, mientras que la inflación se mantiene en la parte baja del rango de tolerancia. Con este movimiento se contribuiría además a mantener un tipo de cambio competitivo, incentivando al sector exportador y permitiendo contrarrestar los efectos de una menor demanda agregada."

Concluida la lectura del planteamiento formulado por el señor Ministro de Hacienda y conforme al orden de esta Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso al proceso de votación de las opciones planteadas 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 de los personeros de la Gerencia de División Estudios, que ha aportado antecedentes muy valiosos para esta Reunión.

Expresa que dichos antecedentes dan cuenta de que la evolución de la economía internacional está procediendo de acuerdo a las previsiones del IPoM. En efecto, los indicadores de actividad muestran que se consolida una reactivación a ritmo lento en Estados Unidos de América; Europa parece estar topando fondo en su recesión; y Japón crece, pero a un ritmo muy pausado. Agrega que aun cuando las primas de riesgo en estos países han disminuido, se ha consolidado un alza en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América, ante el anticipo de un inicio del retiro gradual de los estímulos monetarios en dicho país.

Si bien estima que persisten riesgos importantes en estos países, especialmente en relación con la evolución futura de los programas de ajuste en la Zona Euro y, en menor medida, de posibles ajustes fiscales en Estados Unidos de América y, eventualmente, Japón, no cabe duda que la probabilidad de un escenario catastrófico ha venido disminuyendo en los últimos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que en los países emergentes, en cambio, se consolida una desaceleración, si bien los datos más recientes de China sugieren que, en ese caso, ella se traduciría en una estabilización de las tasas de crecimiento en torno a 7,5% anual, evitando así un ajuste disruptivo para el resto del mundo emergente.

Hace presente que este escenario global se ha traducido en tendencias a la baja en precios de productos básicos, que en el caso del cobre se manifiesta en medio de una fuerte volatilidad.

En el plano local, sin embargo, la desaceleración de la demanda está demorando en materializarse, y tanto el consumo como la inversión han crecido por encima de lo anticipado en el IPoM. A su juicio, parte de estas sorpresas posiblemente están influenciadas por eventos aislados.

Si bien la evolución de los indicadores de confianza, así como de los salarios, permite anticipar una moderación del aumento del consumo en el futuro, hay también otros indicadores que apuntan a una estabilización en el aumento de la demanda a tasas todavía elevadas. Entre ellos, menciona las revisiones al alza en el catastro de proyectos de inversión para el año 2014 y siguientes, y un leve repunte en el margen en las colocaciones.

Consigna que la inflación sigue aumentando suavemente, volviendo a la parte inferior de la banda de tolerancia en el horizonte de política monetaria.

En este contexto, el Consejero señor Joaquín Vial estima que es necesario mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual, nivel que le parece prudente para esperar a reunir más antecedentes sobre la trayectoria del ajuste de la demanda interna a una senda de crecimiento consistente con las tendencias a mediano plazo de nuestra economía.

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 mencionando que en lo atinente al ámbito externo, en medio de la volatilidad que ha caracterizado a los mercados internacionales en los últimos trimestres, es de opinión que el mes pasado ha sido más pausado. En efecto, con vaivenes, las cifras de Estados Unidos de América siguen apuntando a una recuperación moderada y al inicio del retiro del estímulo monetario en lo que resta del año. Las tasas de interés de largo plazo se han mantenido estables después del incremento que experimentaron en los dos meses anteriores y en Europa, las cifras han sido algo más positivas de lo esperado, aunque en lo fundamental, la Zona Euro se encuentra sumida en un largo estancamiento.

Por otro lado, los datos en China han tendido a mostrar una estabilización en el deterioro de las expectativas de crecimiento para este año, centrándose más bien en torno al 7,5%, lo que hasta ahora ha permitido estabilizar los precios de los *commodities*; y otros países en desarrollo siguen exhibiendo un fenómeno de desaceleración.

Con todo, plantea que las expectativas de crecimiento para el mundo no han variado sustancialmente respecto de lo observado en los últimos meses; los precios de las materias primas, que mostraron un declive hacia comienzos de año, se han mantenido estables; y las condiciones financieras, si bien no son tan promisorias como lo eran a comienzos de año, en general, siguen siendo positivas para la economía chilena. En su opinión, todo ello confirma la validez del escenario en que la corrección de los precios de las materias primas, junto con algún mayor dinamismo en Estados Unidos de América, configuran un panorama de reajuste en las economías en desarrollo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con el ámbito interno, señala que las cifras confirman la desaceleración de la actividad, cuya tasa de crecimiento en el primer semestre fue del orden de 4,3%, mientras que si se excluyen los sectores de recursos naturales resulta inferior al 4%, con una velocidad que ronda el 3% en los últimos dos trimestres. Por el lado de la demanda, en cambio, las señales son mixtas, ya que la inversión ha mostrado signos más claros de moderación en su expansión, aunque todavía continúa creciendo a tasas altas, mientras que el consumo ha mantenido un dinamismo en torno al 7%, medido en términos anuales.

Por otra parte, consigna que la inflación ha estado en línea con lo esperado, aunque los registros subyacentes continúan acotados y se estima que se mantendrán bajo 2% anual en los próximos meses. Agrega que las expectativas a mediano plazo se mantienen en torno a la meta del Banco Central de Chile.

Hace presente que el componente de la demanda que ha mostrado una menor desaceleración es el consumo, que se mantiene creciendo impulsado por el dinamismo en la masa salarial. Expresa que, hasta esta fecha, no hay signos de que el consumo se encuentre impulsado por una profundización del endeudamiento de los hogares. Además, es razonable anticipar que la corrección en los salarios reales hacia niveles cercanos al 3% y 3,5%, junto con tasas de crecimiento del empleo en torno a las observadas en los últimos meses, llevarán una expansión del consumo más cercana al 5% en los trimestres venideros.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que las velocidades en las cuales se producen estos ajustes son difíciles de anticipar, no obstante, en su opinión, el conjunto de antecedentes confirma el escenario planteado en el IPoM del mes de junio, en orden a que la economía chilena se encuentra en un proceso gradual y moderado de desaceleración, impulsado en parte por un menor dinamismo en la inversión. Consigna que las encuestas de percepciones de negocios, la evolución del crédito y la baja generalizada en la bolsa constituyen ejemplos de lo señalado y dan cuenta de perspectivas de crecimiento más acotadas y que las presiones inflacionarias debieran mantenerse moderadas.

En razón de lo expuesto, considera que ambas opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son válidas y que un ajuste acotado de la TPM sigue siendo necesario en la medida que se consoliden algunas de las tendencias observadas. Señala que de acuerdo con la trayectoria del PIB, se podría argumentar que ese ajuste en la TPM podría materializarse en esta fecha, mientras que los datos y antecedentes generales recabados por el lado de la demanda sugieren esperar. Deja constancia que en su voto en la Reunión pasada expresó "que la desaceleración se observaba con menor claridad en los indicadores de consumo, aunque algunos de sus determinantes debieran comenzar a ceder. Ello justificaba recabar más información, lo que en ese momento favorecía la opción de mantener."

En esta oportunidad, el Consejero señor Sebastián Claro considera que los datos disponibles lo hacen estimar que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual sigue siendo válida y, en consecuencia, su voto refleja esta opción, como también lo referente al sesgo del Comunicado.

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

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión de Política Monetaria y expresa que las noticias del último mes no modifican en lo sustancial nuestro escenario base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala que en el frente externo, los mercados financieros han mostrado una mayor estabilidad, pero que permanece presente la atención sobre los efectos e implicancias del retiro de las políticas de estímulo.

En materia de crecimiento, las economías avanzadas, con las variantes conocidas, muestran mejorías, mientras las economías emergentes siguen en un proceso de ajuste; y que si bien todo ello apunta en la dirección de un mayor equilibrio global, persisten riesgos. Añade que para las economías emergentes, el principal riesgo es el asociado a la evolución de la economía china.

En lo atinente al frente interno, plantea que los datos de actividad siguen dando cuenta de una desaceleración; sin embargo, la demanda continúa ajustándose con lentitud, según se desprende de las cifras de cuentas nacionales del segundo trimestre. En particular, el consumo sigue mostrando dinamismo, lo que se sustenta en buenos registros de empleo y remuneraciones. Con todo, las encuestas de expectativas de los hogares han mostrado caídas por varios meses seguidos, lo que permite visualizar o anticipar que el consumo experimentará ajustes en adelante.

Agrega que las condiciones financieras internas permanecen relativamente estables; el crédito evoluciona con moderación y no está ejerciendo un estímulo especial sobre el consumo ni el gasto en general.

Asimismo, la inflación se muestra en un proceso de normalización, en línea con expectativas de mercado en torno al 3% anual en el horizonte de política.

En lo concerniente a la TPM, indica que el mercado ha asimilado bien las señales entregadas por el Banco y coherente con ello, si bien anticipa recortes acotados de dicha Tasa en los próximos meses, la mayoría de los analistas no espera que ello ocurra en esta oportunidad.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en este contexto, las opciones que surgen nuevamente con claridad son mantener o bajar la TPM en 25 puntos base, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

Estima que los antecedentes analizados conducen a reafirmar la orientación de la política monetaria esbozada en el último IPoM. Enfatiza que, a su juicio, ello no está en discusión a la luz de los antecedentes disponibles y que el punto que corresponde resolver es si el Consejo debe proceder en esta oportunidad a reducir la TPM o si conviene más bien esperar.

Por una parte, se puede argumentar que la economía se desacelera gradualmente y que lo más probable es que continúe en dicha trayectoria, tanto por maduración del ciclo interno, como también por el debilitamiento del impulso externo. Asimismo, se puede sostener que la TPM ha permanecido en un nivel comparativamente alto y que la moderación del ciclo interno ha generado espacio para un ajuste acotado de nivel. Todos los antecedentes mencionados dan apoyo a la idea de recortar dicha Tasa.

Sin embargo, las cifras que se han conocido recientemente vuelven a reafirmar que el gasto y particularmente el consumo, se ajustan con bastante lentitud. En estas circunstancias, surge la recomendación de seguir monitoreando su trayectoria antes de adoptar una acción de política. El mercado espera mayoritariamente que se mantenga la TPM, en parte porque coincide en ese diagnóstico. En su opinión, sorprenderlo en esta oportunidad no parece conveniente.

Por último, consigna que las señales entregadas en el último tiempo han producido ya algunos efectos relevantes, lo que, a su juicio, le resta dramatismo a la decisión que se adopte en esta Reunión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 201

Página 27 de 30

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que por razones de prudencia, se inclina finalmente por la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 5% anual y que, en consecuencia, su voto es por esa opción. También sugiere continuar con el mismo tenor del Comunicado de las Reuniones anteriores.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece lo expresado por el Consejero señor Enrique Marshall y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su presentación agradeciendo el análisis del *staff* por los antecedentes y análisis entregados en esta oportunidad, y expresa que hace suyos los antecedentes que se contienen al comienzo de la Minuta de Opciones, a los que agrega los siguientes comentarios.

En el ámbito interno, señala que la revisión de las cifras correspondientes al primer trimestre incluye una sorpresa al alza en la tasa de crecimiento, especialmente del sector agrícola, así como también por el lado del gasto, específicamente en el consumo habitual.

Agrega que las cifras preliminares para el segundo trimestre muestran que la desaceleración del sector de recursos naturales, esperada un mes atrás, ha sido más suave y tiende a acercarse, aunque por debajo, a la proyección del último IPoM. La masa salarial, en tanto, continúa creciendo por sobre el 6%, unida, de alguna manera, a cifras aún elevadas de crecimiento del consumo.

Por lo expresado, considera que la reducción de la demanda interna ha sido menor que la esperada, llevando a considerar que quizás lo mejor en esta ocasión es postergar la decisión de reducir la Tasa de Política Monetaria para Reuniones futuras.

En lo concerniente a la economía internacional, coincide con los antecedentes y consideraciones que se contienen en la Minuta de Opciones. Sin embargo, manifiesta que desde hace algunos meses, la mayoría de los CDS soberanos de las economías emergentes han oscilado de manera relativamente paralela, con la excepción de los de Brasil, en que se ha generado una brecha en los últimos meses de alrededor de 100 puntos base por sobre las economías emergentes comparables, lo cual no solamente daría cuenta de una desaceleración de la tasa de crecimiento de ese país, sino que también los mercados internacionales consideran la existencia de un mayor grado de riesgo.

Con todo, estima que lo más relevante de los antecedentes mencionados lo constituye el sorpresivo ajuste al alza de la tasa de crecimiento de la demanda interna que, aunque continúa desacelerándose, lo hace a un ritmo menor al anticipado.

En este contexto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual, así como también el sesgo a la baja en el Comunicado, ya que, a su juicio, los antecedentes expuestos no justifican acordar en esta oportunidad su primera reducción después de varios meses.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente al escenario externo, señala que se visualiza una mejora en las condiciones económicas en los países desarrollados, particularmente en Estados Unidos de América, y un deterioro en los emergentes. Indica que tratándose de los países desarrollados, el caso más evidente lo constituye la economía norteamericana, donde la actividad, el empleo y otras cifras permiten avizorar que la recuperación parece tomar un camino más definitivo.

Por esta razón, no debiera sorprender que en los próximos meses se anuncie el comienzo del retiro del estímulo monetario, lo que tendría consecuencias adicionales a las que ya ha generado la expectativa de que ello ocurra sobre las economías emergentes y sus monedas. Agrega que Europa parece estar dejando atrás la recesión, aunque se aprecia más lejano un repunte firme de su economía. En Japón subsisten las dudas de mediano plazo en razón de su alto endeudamiento público y una fatiga económica que ya lleva décadas.

Considera que el panorama es más complejo en los países emergentes, en cuanto presentan, en general, desaceleraciones de sus economías y algunos de ellos, problemas financieros que se están traduciendo en crecimientos particularmente bajos, como también en mayores dudas sobre el futuro. Entre ellos, cita los casos de Brasil, India y Turquía.

Añade que en China se mantiene la incertidumbre acerca de la persistencia de su desaceleración y en este sentido, consigna que las dudas están muy relacionadas con la solvencia de su sistema financiero, incluido el *shadow banking*, que ha crecido en forma desproporcionada en los últimos años, pero que aún así, actúan como efectos mitigadores en dicho país el monto relevante de sus reservas internacionales y la solvencia fiscal.

Por último, destaca que los precios de los metales han subido desde la última Reunión de Política Monetaria, mientras que los de los alimentos han retrocedido levemente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que en Chile se consolida la desaceleración de la actividad que se inició en el primer trimestre del año y que se destacó en el IPoM del mes de junio, en particular, la del PIB Resto, que por segundo trimestre consecutivo creció menos de 4%. De hecho, plantea que la sorpresa en el IMACEC del mes de junio se relacionó con una expansión de la minería en cuentas nacionales muy superior a la informada por el Instituto Nacional de Estadísticas. Destaca que las cifras mes a mes muestran gran variación, por lo que no debiera sorprender una actividad en el mes de julio superior a la de los meses previos, tanto por la existencia de dos días hábiles más como por una baja base de comparación. Agrega que en el mes de septiembre próximo se observaría un efecto a la inversa.

Indica que las expectativas, tanto de consumidores como empresariales, han seguido cayendo, encontrándose ya en torno a territorio neutral, e incluso negativo en algunos casos. Añade que las colocaciones, las importaciones y los salarios apuntan en igual dirección.

No obstante lo mencionado, sorprendió que los datos del segundo trimestre no mostraran la desaceleración esperada en el consumo privado. En este sentido, resalta que su crecimiento de 7% en doce meses es indicador de que se mantiene la fortaleza de esta variable, que se explicaría por un mercado del trabajo que sigue estrecho y donde el ingreso laboral en términos reales ha estado creciendo a esas tasas, aunque recientemente se ajusta a la baja por la desaceleración de los salarios reales.

En su opinión, no considera correcto sacar conclusiones de un dato particular, por importante que este sea. No obstante, es evidente que la fortaleza del mercado laboral y del consumo otorgan al Banco Central de Chile más tiempo para evaluar un relajamiento monetario, reduciéndose el costo de llegar tarde con este. Lo expresado resulta más claro al tener en cuenta que el dinamismo del consumo privado no está únicamente sustentado en el consumo de bienes durables, sino también en el de no durables.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Consigna que la inflación sigue baja, ya que la efectiva se encuentra en la parte inferior del rango de tolerancia y la subyacente significativamente por debajo de este. Añade que si bien se espera que ambas suban, seguirán por un buen tiempo en un rango menor de 3% anual, particularmente, tratándose de la subyacente; y que las expectativas de inflación en el horizonte de proyección siguen ancladas a la meta del Banco Central de Chile.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que todo ello parece indicar que la desaceleración de la demanda final, que tuvo un lapso en el segundo trimestre, continuará en adelante, junto con el alza en el tipo de cambio real, reduciendo los riesgos del mediano plazo para variables como la cuenta corriente. Más aún, añade que esta desaceleración y las proyecciones para el año son consistentes con lo que el Banco proyectó en el último Informe de Política Monetaria. En cuanto a la actividad, indica que es posible que la mayor parte de la desaceleración esperada ya haya tenido lugar y que en lo que resta del año se mantengan cifras de crecimiento similares a las observadas recientemente.

Con todo, concluye que las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios son las más razonables, ya que mantener la TPM es consistente con una economía que en diversas variables aún exhibe dinamismo, como el consumo y el mercado laboral. Esto mismo permite al Banco esperar para una mejor evaluación con respecto a la dinámica de la economía. Por otra parte, bajar la tasa en 25 puntos base es consistente con un escenario externo más complejo para nuestra economía, con una desaceleración importante de la actividad, con la inflación y sus expectativas contenidas, y con diversos indicadores, como expectativas de consumidores y empresas, que apuntan a una desaceleración de la demanda final, esto es, consumo e inversión, en lo que resta del año.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel de 5% anual y por no introducir cambios al tono del Comunicado.

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

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

N° 201-01-130813 - 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 globales se tornaron algo más favorables durante el último mes, incluyendo menores premios por riesgo de crédito, tanto soberanos como corporativos. Las cifras de actividad mundial del segundo trimestre han sido, en general, algo menores a lo esperado, aunque las proyecciones de consenso continúan



BANCO CENTRAL DE CHILE

anticipando una recuperación de Estados Unidos. Las expectativas de crecimiento para las economías emergentes han continuado disminuyendo, si bien algunos antecedentes recientes para China indican una estabilización en su ritmo de expansión. Los precios de los metales, incluido el cobre, repuntaron en las últimas semanas, en tanto que los de alimentos declinaron. El dólar se depreció en los mercados internacionales.

En el plano local, los antecedentes recientes muestran una desaceleración de la actividad más marcada que la de la demanda. El consumo se mantiene dinámico, aunque las encuestas de confianza anticipan un menor impulso de esta variable a futuro, en tanto la inversión se modera. La inflación total se ubicó dentro del rango de tolerancia, de acuerdo a lo previsto, mientras que las medidas subyacentes continúan en valores cercanos a 1% anual. Las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta en el horizonte de política.

La consolidación de las tendencias delineadas en el último IPoM podría requerir de ajustes en la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:10 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente




SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero