



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 205  
celebrada el día jueves 12 de diciembre de 2013

---

En Santiago de Chile, a 12 de diciembre de 2013, siendo las 11:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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

Asisten también:

Gerente General,  
don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe,  
don Miguel Ángel Nacrur 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 Estabilidad Financiera,  
don Luis Opazo Roco;  
Gerente de Comunicaciones,  
don Luis Álvarez Vallejos;  
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,  
don Enrique Orellana Cifuentes;  
Asesor del Ministro de Hacienda,  
don Rodrigo Cerda Norambuena;  
Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia,  
doña Erika Arraño González;  
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° 205, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2014 se celebre el día jueves 12 de ese mes.



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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de índole político 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, los miembros de la Comisión Mixta alcanzaron un acuerdo referente al presupuesto de los próximos dos años, con lo que se evitaría una nueva paralización del sector público de ese país en el mes de enero de 2014, aun cuando no quedó resuelto el tema relativo al límite máximo de la deuda.

Asimismo, menciona que el Senado modificó el proceso de aprobación de las nominaciones del Ejecutivo, necesitándose en adelante 51 votos en vez de 60, lo que podría facilitar la confirmación de la señora Janet Yellen en calidad de Presidenta de la Reserva Federal. Agrega que el señor Stanley Fisher sería nominado en carácter de Vicepresidente de ese Organismo.

En lo concerniente a la Zona Euro, destaca que en Alemania, la Unión Demócrata Cristiana y el Partido Social Demócrata conformarían una amplia coalición de gobierno para los próximos cuatro años, lo que daría estabilidad política a ese país. Además, se alcanzaron acuerdos en materia de salario mínimo, jubilación y pensiones, con lo que se evitarían alzas de impuestos.

En cuanto a Japón, señala que el gobierno de ese país oficializó un conjunto de medidas de estímulo por 5,5 trillones de yenes para fines de impulsar la economía ante la próxima alza del IVA en abril de 2014. Hace presente que dicho monto equivale a un 1% del PIB, aproximadamente, y permitiría crear unos 250 mil puestos de trabajo.

Agrega que China estableció unilateralmente una zona de defensa aérea sobre el Mar Oriental de ese país, aunque Japón, Corea y Estados Unidos de América han rechazado la legitimidad de la medida, con lo que se han generado ciertas tensiones.

En lo referente a las economías emergentes, comenta que en Argentina, el gobierno elevará algunos impuestos para proteger las reservas del Banco Central; habría un preacuerdo para pagar a la empresa Repsol; y, por otra parte, los saqueos han incrementado la tensión política en ese país.

En Venezuela, en tanto, el gobierno obtuvo la mayoría en las recientes elecciones municipales, pero perdió municipios emblemáticos, observándose también una gran tensión política.

En México se habría avanzado en lo relativo a la apertura del mercado del petróleo y del gas para fines de permitir su explotación por parte de empresas privadas.

Además, consigna que en Tailandia, como resultado de diversas manifestaciones en contra del gobierno, se disolvió el parlamento y se convocó a elecciones anticipadas.

Por último, destaca las noticias positivas provenientes de la Organización Mundial del Comercio, OMC, indicando que se destrabó lo convenido en la Ronda de Doha de 2001 sobre comercio internacional, ya que primera vez desde su creación en el año 1995, se alcanzó un acuerdo global que comprende la reducción de subvenciones a exportaciones agrícolas; la exención de aranceles para países menos desarrollados; y, medidas para perfeccionar el movimiento, el despacho de aduana y la circulación de las mercancías, incluidas aquellas que se encuentran en tránsito.



A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere pormenorizadamente al acuerdo presupuestario alcanzado en Estados Unidos de América.

En primer término, precisa que el presupuesto de gasto discrecional, que incorpora Agencias de Gobierno y al Pentágono, se eleva desde US\$ 967 billones fijados en el año 2011 a US\$ 1,012 trillones para el año 2014 y a US\$ 1,014 trillones para el año siguiente. Hace presente que este presupuesto se financiará con una mayor contribución de los empleados federales a los fondos de pensiones; aumentos de las primas de seguros de pensiones de trabajadores privados; alzas de las tasas aéreas relacionadas con la seguridad en los aeropuertos; y, la reducción de pagos a proveedores de salud de Medicare.

Expresa que en el corto plazo, este acuerdo presupuestario significaría un déficit fiscal algo mayor, pero se tiene previsto que en el período comprendido entre los años 2014 y 2023 se reduciría entre US\$ 20 billones y US\$ 23 billones, lo que equivale a 0,3% del déficit estimado por el Congressional Budget Office, CBO, esto es, la Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos de América.

Hace notar que este acuerdo enfrenta algunos obstáculos, ya que los demócratas se oponen a un aumento de los costos a trabajadores y consumidores, y buscan extender, de seis meses a un año, los beneficios de desempleo posteriores al 31 de diciembre. Entre los republicanos, en tanto, se advierte cierta oposición al incremento del presupuesto y también molestia, por cuanto no se trató lo concerniente a la revisión de impuestos corporativos que planteaba un grupo de este sector político.

En lo atinente a otros aspectos de este acuerdo, informa que su votación está fijada para el día viernes 13 del mes en curso en el Congreso y posteriormente en el Senado; y que no se modifica el límite máximo de la deuda que rige hasta el mes de febrero próximo, razón por la que se deberá alcanzar un acuerdo en esta materia. Acota que los recursos que el Gobierno obtuvo con motivo de la venta de las acciones de General Motors financiarían sus obligaciones hasta mediados del mes de marzo de 2014, aproximadamente.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que este acuerdo se presenta en términos de una solución o vía para destrabar un problema mayor, no obstante que su efecto sobre el déficit presupuestario parecería ser bastante reducido.

El señor Sergio Lehmann señala que si bien este acuerdo presupuestario contempla la aprobación de recursos por montos bastante acotados, evita el denominado *shut down* o paralización parcial del sector público estadounidense, como el ocurrido hace un mes atrás. Agrega que este acuerdo no considera un cambio en la trayectoria de impuestos netos o de gastos netos que modifique la relativa a la deuda fiscal, sino que aprueba ciertos gastos que evitan un nuevo *shut down*.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, se refiere al predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y al incremento de tasas de interés acordadas en Brasil. Añade que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra reiteraron que sus tasas rectoras se mantendrán bajas por un largo período, incluso una vez que concluyan las medidas extraordinarias de estímulo monetario.

En segundo lugar, consigna el alza de las tasas de interés de largo plazo ante perspectivas del mercado en orden a que el *tapering*, esto es, el inicio del retiro de estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal, podría comenzar antes de lo previsto hace un mes atrás, por lo que acorde con ello, el dólar estadounidense se ha apreciado.



Asimismo, menciona que los mercados bursátiles, en general, exhiben una caída relativamente acotada.

Agrega que las autoridades chinas manifestaron que acelerarán las reformas en materia de tasas de interés y al mercado cambiario.

Además, informa que Standard & Poor's redujo en un punto o *notch* la calificación crediticia de Holanda, desde "AAA" a "AA+", con perspectiva estable, debido al menor crecimiento que ha exhibido ese país últimamente; y, entregó señales positivas en materia de riesgos para Grecia y España.

Por último, consigna que Moody's elevó en dos puntos la calificación crediticia de Grecia, desde "C" a "Caa3", con perspectiva estable; y en cuanto a España, tanto Standard & Poor's como Moody's la revisaron desde negativa a estable.

En relación a la consulta formulada por el Presidente señor Rodrigo Vergara referente a Argentina, el señor Sergio Lehmann expresa que se exhibirá una gráfica que da cuenta de la evolución de las reservas de ese país y los movimientos que ha registrado el tipo de cambio luego de las medidas que se adoptaron recientemente con el propósito de frenar su depreciación, las que hasta esta fecha no han sido exitosas.

A continuación, y como es habitual, exhibe el *heat map* de condiciones financieras que se contiene en la lámina N° 6 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; *spreads* corporativos; *spreads* soberanos y CDS *spreads* respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2004 a la fecha.

En primer lugar, hace notar que frente a la última Reunión, los movimientos bursátiles fueron bastante acotados y mixtos, señalando, a título ejemplar, que el índice S&P 500 y la bolsa japonesa tuvieron rendimientos positivos, mientras que registraron caídas los demás índices y plazas bursátiles analizados, particularmente en América Latina. Agrega que los movimientos a la baja se generalizaron en la última semana.

Agrega que en materia de *spreads* y CDS también fueron relativamente acotados, ya que se redujeron a la baja en los países de la periferia europea, exhibieron un alza significativa en Brasil y un incremento algo menor en Tailandia, como respuesta a las tensiones políticas en esa economía.

En lo concerniente a las tasas de interés de largo plazo, destaca el ligero movimiento al alza en Estados Unidos de América y Alemania. Tratándose de las economías emergentes, indica que las tasas a 10 años en moneda local registraron incrementos leves en Perú y Colombia y más significativos en Brasil. Expresa que parte de los movimientos que se observan en estas últimas economías podría responder a remesas de extranjeros de estas economías, debido a una percepción en cuanto a que el inicio del retiro del programa de estímulo monetario impulsado por la Reserva Federal, denominado *Quantitative Easing*, QE, podría comenzar antes del mes de marzo de 2014, que era la fecha prevista un mes atrás.

A continuación, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 10 de la presentación, que dan cuenta de la fecha en que podría comenzar el *tapering*, de acuerdo con lo estimado por las personas que respondieron la encuesta Bloomberg en los meses de noviembre y diciembre. Hace presente que de acuerdo con la mediana de las respuestas recibidas, la reducción de las compras de MBS comenzaría en el mes de marzo, mientras que la de bonos del Tesoro, en enero próximo. Añade que el 34% de los encuestados estiman que las compras de ambos tipos de títulos podrían comenzar a reducirse durante el mes en curso; y que las últimas compras, tanto de MBS como de bonos del Tesoro, se realizarían en el mes de septiembre de 2014.



En materia de flujos de capitales, indica que continúa su salida desde economías emergentes y su ingreso a economías desarrolladas; predominan las salidas de capitales desde América Latina; y, en cuanto al ingreso de capitales a las economías desarrolladas, ellos se destinan mayoritariamente a inversiones en acciones.

El señor Sergio Lehmann se refiere al *heat map* de paridades, en que el color azul representa una apreciación de monedas y el rojo, depreciación. Hace notar que frente a la última Reunión, destacan la apreciación del dólar estadounidense, en línea con la visión de que el *tapering* comenzaría antes de lo previsto; y la depreciación de las monedas de las economías exportadoras de *commodities* y latinoamericanas, particularmente las del real brasileño y el peso argentino.

En el caso específico de Argentina, alude a los efectos de las últimas medidas adoptadas por su autoridad monetaria para fines de defender el valor de la moneda de ese país. En este aspecto, resalta la caída sistemática de sus reservas internacionales desde un monto cercano a US\$50 billones a inicios del año 2011 a una suma en torno a US\$30 billones en la actualidad, esto es, desde aproximadamente un 17% del PIB a alrededor del 5% del producto, respectivamente, y con una aceleración algo mayor en el curso del presente año.

En cuanto al movimiento que han registrado el denominado dólar *blue* y el dólar oficial, señala que las medidas antedichas han tenido algún efecto, pero se ha revertido rápidamente, dando cuenta de que su efectividad sería bastante cuestionable. Acota que a esta fecha se observa una brecha importante entre ambos, transándose el primero en torno a los 9,5 pesos argentinos y el dólar oficial levemente por sobre los 6 pesos argentinos.

El Consejero señor Joaquín Vial comenta que el gobierno argentino, junto con alcanzar un acuerdo con la empresa Repsol, habría tenido acercamientos con el Club de Paris, y que a ello se suma que el Fondo Monetario Internacional emitió un comunicado en que informa sobre el plazo que habría otorgado a ese país para corregir sus estadísticas en materia de inflación.

Por último, el señor Sergio Lehmann consigna que las recientes protestas persiguen mejoras salariales y que la huelga de la policía ha facilitado que se efectúen saqueos en algunas provincias de ese país.

Al proseguir con su presentación, menciona las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, indica que el PIB de Estados Unidos de América del tercer trimestre del año alcanzó a 3,6% trimestre a trimestre anualizado, superando las expectativas y la primera entrega de este dato; y destaca el incremento de los inventarios y que el *Beige Book* apunta a mejoras en los sectores manufacturero e inmobiliario.

En lo atinente a la Zona Euro, manifiesta que el crecimiento fue de 0,3% trimestre a trimestre anualizado, pero destaca que el dinamismo de la inversión y de las exportaciones netas ha comenzado a incidir negativamente.

En Japón, el PIB registró un crecimiento menor que lo informado preliminarmente, que se explica por una menor inversión bruta e indicadores de corto plazo bajo las expectativas. En su opinión, estos resultados habrían incentivado la adopción del conjunto de medidas económicas anunciado recientemente en dicho país.

Además, resalta que en las economías avanzadas, el PMI manufacturero vuelve a expandirse por sobre las expectativas, mientras que en las emergentes muestra un grado de estancamiento.



Latinoamérica, por su parte, exhibe resultados mixtos, ya que el PIB de Brasil cae y el de México se expande, aun cuando se mantiene la tendencia a una moderación de la actividad.

Agrega que la Zona Euro revierte su tendencia a la deflación y Japón acelera su inflación.

Por último, indica que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE, redujo las proyecciones de crecimiento mundial y advirtió sobre riesgos de carácter financiero y fragilidad de las economías.

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, destaca el predominio de las noticias positivas, citando, a modo de ejemplo, el dato de PIB y los referidos al mercado laboral.

Tratándose de la Zona Euro, indica que las cifras son más bien negativas, en particular, las concernientes a la producción industrial alemana, que exhibe una caída relativamente importante y mayor que lo anticipado.

Añade que en Japón, el PIB fue menor que lo proyectado y que las cifras en materia de producción industrial, ventas minoristas y tasa de desempleo también fueron algo más negativas que lo esperado.

En lo referente a China, señala que el panorama es algo más mixto. En efecto, las ventas minoristas crecen por sobre lo proyectado, mientras que la producción industrial y las importaciones algo menos que lo previsto.

Por último, informa que en Brasil, el PIB fue negativo y que la producción industrial crece menos que lo anticipado.

A continuación, destaca el avance que exhiben las perspectivas del sector manufacturero en Estados Unidos de América, la Zona Euro y Japón, en circunstancias que las perspectivas del sector servicios registran una leve caída en las economías avanzadas, impulsada fundamentalmente por el dato de Estados Unidos de América, en tanto que en las economías emergentes exhiben un estancamiento.

Por su parte, la confianza de consumidores tiende a caer en las economías avanzadas, como también en las emergentes que excluyen a China.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann exhibe los gráficos y la tabla que se contienen en la lámina N° 18 de la presentación, que dan cuenta de las estimaciones de brecha de Estados Unidos de América efectuadas internamente, por el CBO; el Fondo Monetario Internacional, FMI; Consensus Forecast y la OCDE.

En lo atinente al PIB potencial, hace notar que la trayectoria que visualiza el CBO supera a la contemplada internamente a partir del modelo GPM, así como también a la de Consensus Forecast.

En cuanto a las estimaciones de brecha de PIB para Estados Unidos de América efectuada por el FMI, la OCDE, la CBO y lo implícito internamente a partir del modelo GPM, destaca que la estimación interna da cuenta de una brecha negativa de 2,1% para el presente año, en tanto que las estimaciones más altas, cercanas a -6%, corresponden a las efectuadas por el propio FMI y el CBO, las que son coherentes con las recientes señales de la Reserva Federal y el propio Gobierno de Estados Unidos de América.



Expresa, además, que el crecimiento potencial de largo plazo oscila entre 2% y 2,5%, la que para el CBO, en cambio, para los próximos años es mucho menor, en torno a 1,6%, mientras que la estimación de la velocidad de cierre de brecha es algo mayor, lo cual le permite converger alrededor del año 2019 o 2020, lo que es similar a la estimación del FMI.

En síntesis, las estimaciones de brecha, crecimiento potencial de largo plazo y velocidad de cierre de brecha, efectuadas por los organismos internacionales citados, difieren entre sí, pero la divergencia es menor respecto de la fecha en que esta se cerrará.

El señor Sergio Lehmann expresa que el mercado laboral en Estados Unidos de América muestra cifras positivas. En efecto, la tasa de desempleo ha caído a 7% y la participación laboral ha subido en el margen, lo que constituye una noticia particularmente positiva, porque la caída del desempleo no se asocia a una disminución de la participación de la fuerza laboral, sino que a un aumento de la participación tanto de hombres como de mujeres.

Además, destaca la caída en la tasa de desempleo de quienes llevan menos de 27 semanas sin trabajo, como también de las personas que se encuentran desempleadas por un período superior a 27 semanas.

Agrega que el sector que presenta mayor dinamismo es el de servicios, y que las solicitudes de desempleo se han reducido gradualmente y se sitúan en línea con su promedio histórico.

En lo concerniente a la Zona Euro, señala que Alemania sigue siendo el motor de esa región; la inversión explica el mayor crecimiento del producto; las exportaciones netas, a diferencia de lo observado en períodos anteriores, han contribuido negativamente a dicho crecimiento, en respuesta a una demanda interna y, por lo tanto, las importaciones han crecido. Hace referencia también al escaso aporte del consumo privado; y que el gasto público, que exhibió aportes negativos durante muchos trimestres, conjuntamente con el proceso de saneamiento de la situación fiscal en las distintas economías, vuelve a contribuir levemente en el último trimestre.

En cuanto al crecimiento registrado por el PIB de algunas economías en el tercer trimestre del presente año, destaca el del Reino Unido, que anotó un aumento muy superior a lo esperado, seguido de Alemania, que exhibe bastante dinamismo, pero con un crecimiento del producto más reducido.

En materia de consumo, alude a que la contribución de Alemania es limitada y menor que la de España, mientras que las de Portugal y el Reino Unido sobresalen frente a las demás economías analizadas.

Por último, resalta el aporte del Reino Unido, Portugal y Alemania en lo referente a inversión.

El señor Sergio Lehmann plantea que en China, las perspectivas industriales se mantienen estables, como se desprende del PMI manufacturero y de servicios elaborado por el HSBC; las exportaciones se recuperan; y las importaciones se desaceleran levemente.

Por su parte, América Latina, integrada por Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú, muestra un desempeño mixto en materia de producto, destacando el caso de Brasil, que exhibe una notoria desaceleración. Añade que la producción industrial no presenta mayores novedades y que el PMI permanece estancado.



En lo atinente a política monetaria, hace notar el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras; la sorpresiva rebaja de 25 puntos base acordada en Tailandia; y el alza de 20 puntos base en Hungría. Además, destaca el nuevo aumento de la tasa rectora en Brasil de 50 puntos base, con lo que acumula un incremento de 275 puntos base este año.

En cuanto a variaciones de las tasas de política monetaria, TPM, en los próximos tres meses, se espera un alza adicional de 25 puntos base en Brasil, Nueva Zelanda e India, y una nueva rebaja de 20 puntos base en Hungría. Agrega que en América Latina, se proyecta un mayor impulso y bastante estabilidad en el resto de las regiones y economías.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En primer lugar, menciona que el precio del petróleo se ha recuperado en medio de favorables perspectivas manufactureras en las economías desarrolladas; y que en el caso del petróleo WTI, su precio se ha visto impulsado especialmente por el dato de empleo de Estados Unidos de América.

En segundo término, indica que el precio del cobre registró una leve alza debido a mayores importaciones desde China. Añade que en la reunión *Asia CESCO Week*, quedó de manifiesto que el sentimiento de la industria mejoró frente a lo observado en la reunión previa, celebrada en el mes de abril último.

Asimismo, alude al aumento de precios de los granos, debido a preocupaciones derivadas de los pronósticos meteorológicos que podrían afectar las cosechas en Estados Unidos de América, lo que en todo caso es muy volátil y ha estado incidiendo en la cotización de los precios de los productos agrícolas.

Por último, expresa que el índice FAO se mantuvo en el mes de noviembre pasado, aunque las perspectivas muestran un alza en el corto plazo debido principalmente al precio de la leche.

En cuanto a las variaciones de precios observadas desde la Reunión pasada, destaca el alza de precios del petróleo WTI, de la soya y del maíz, así como también del precio del cobre, que alcanzó a 2,7%. Menciona que la caída de la gasolina de 3% sería de carácter transitorio, porque las perspectivas dan cuenta de un precio algo mayor que el contemplado en la RPM anterior, aunque acorde con lo consignado en el reciente Informe de Política Monetaria, IPoM.

En lo concerniente al cobre, reitera el aumento de las importaciones de cobre por parte de China, que explica mayormente el alza de su precio.

Manifiesta que las perspectivas del precio del cobre dan cuenta de un precio algo menor, consistentes con el balance del mercado de este metal, y se aprecian marginalmente más estrechas para el próximo año. Para los años 2015, 2016 y 2017, en cambio, se advierten perspectivas de un mercado bastante más holgado, mejor abastecido, lo cual está en línea con una proyección del precio del cobre que converge con nuestra medida de largo plazo.

Informa, además, que los agentes no comerciales han mostrado posiciones más bien cortas, con motivo de las ventas que han efectuado de ese metal.

En materia de precios de alimentos, reitera que el índice FAO no registró variación en el mes de noviembre; sin embargo, destaca el aumento del precio del aceite y lácteos, que no se reflejaron en dicho mes, pero que elevan las perspectivas frente a lo observado en la Reunión anterior.



Por otra parte, hace presente que el precio del petróleo Brent se ha corregido al alza, lo mismo que el precio del petróleo WTI, tras moderarse el optimismo por el acuerdo alcanzado entre Irán y el resto de los países, como también, por observarse una tendencia a mayores disrupciones en los principales productores de petróleo en la segunda mitad del presente año.

Indica que estas disrupciones han sido importantes en el caso de Libia y también tratándose de los productores que no integran la OPEP, fundamentalmente del Mar del Norte, que han presentado algunos problemas de producción al igual que los demás países considerados en este análisis. Añade que desde mediados del año pasado, Nigeria, otro importante productor, enfrenta problemas políticos y tensiones que han incidido en sus niveles de producción de petróleo.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan consulta por el efecto sobre el precio del petróleo de estas mayores disrupciones.

El señor Sergio Lehmann señala que, por ahora, han sido compensadas fundamentalmente por Arabia Saudita, en particular, tratándose del petróleo libio. No obstante, atendido que en varias oportunidades son sorpresivas, producen un impacto en el precio de este combustible en el corto plazo, hasta la fecha en que son sustituidas, lo que opera con algún rezago.

El señor Sergio Lehmann continúa con su presentación, reiterando que las perspectivas del precio de la gasolina se han corregido al alza y en lo futuro se advierte un precio algo mayor, que a diferencia de lo que se espera habitualmente en el mes de diciembre, no responde al patrón estacional habitual para esta época del año. Manifiesta que ello se ha producido conjuntamente con una mayor demanda externa de gasolina, derivada de algunas limitaciones que enfrenta Europa para refinarla en esa región. Hace notar que ello queda de manifiesto al revisar la producción global de refinerías, en que Europa registra una clara caída, lo que la ha llevado a satisfacer sus necesidades energéticas con gasolina importada.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann señala que por el lado de la demanda de petróleo, destaca especialmente la contribución del resto del mundo, así como también de China, como lo ha sido tradicionalmente. Asimismo, resalta el crecimiento de la demanda en los años 2011 y 2012; que dicho incremento alcanza a 1,2 millones de barriles diarios en el año en curso; y que para el año 2014 se espera un aumento aún mayor.

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 Consejero señor Sebastián Claro hace referencia al aumento de las tasas de interés a 10 años en moneda local que exhiben los países emergentes consignados en la lámina N° 9 de la presentación, esto es, Perú, Colombia, Brasil, México, Corea e Indonesia, mientras que en Chile, ellas han mostrado estabilidad e incluso han exhibido una caída en el margen desde el mes de abril, lo que se compara favorablemente al considerarse la reacción de los países emergentes a los cambios en las condiciones financieras externas.

No obstante, plantea que no resulta evidente que las condiciones que enfrentan los emisores chilenos en el exterior se hayan mantenido comparativamente más estables que las que afectan a los de los citados países, por lo que correspondería profundizar este análisis para fines de obtener una conclusión definitiva sobre este tema.



En segundo término, alude al aumento de las exportaciones chinas. Sobre este aspecto, consigna que se ha vuelto a acentuar la discusión sobre el fuerte incremento de los envíos a Hong Kong, que resultaron en definitiva ser flujos de capital.

Por otra parte, el Banco Popular de China ha manifestado su intención de no incrementar las reservas y por otra parte, su disponibilidad para fines de suspender las intervenciones cambiarias y dejar apreciar el yuan, lo que tendría relación con la necesidad de contraer la política monetaria, lo que ha incentivado a su vez el ingreso de capitales.

A ello se suma la entrada de divisas por concepto del aumento de las exportaciones, lo que ha llevado a una caída del yuan. En su opinión, resulta destacable que esta situación se produzca en el contexto de una necesidad de restringir la liquidez en el mercado monetario, lo que se ha traducido en una fuerte alza de las tasas de interés en los últimos meses.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que el escenario externo permanece apegado a lo que se proyectó en el último IPoM.

En su opinión, el aspecto más importante lo constituye la consolidación de la recuperación de Estados Unidos de América, desde el momento que marca la evolución de la economía mundial. Por lo tanto, se reafirman y consolidan los efectos que se derivan de ello para nuestro país y que corresponden a la apreciación del dólar estadounidense, tasas de interés algo más altas y el próximo inicio del retiro del QE.

En lo concerniente al petróleo, menciona que el alza de sus precios se explica por la recuperación de las economías desarrolladas.

A título de resumen, expresa que, en lo fundamental, se mantiene el escenario visualizado en el reciente IPoM y que la clave la constituye Estados Unidos de América, cuyos nuevos antecedentes reafirman su recuperación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán alude a un conjunto de regresiones analizadas algunas semanas atrás, que daban cuenta de la forma en que las distintas economías se han ajustado a diversos acontecimientos, entre ellas, las relacionadas con el *tapering* y las expectativas de crecimiento de China. Por su parte, Chile no se había depreciado mayormente respecto del promedio de las economías, aun cuando la caída de su bolsa de valores en moneda nacional había sido mayor que el promedio, pero el efecto combinado lo situaba en una buena posición relativa.

En su opinión, Chile comienza a sobresalir frente a las demás economías, porque el comportamiento bursátil no ha variado, mientras el tipo de cambio ha seguido depreciándose. Por esta razón, plantea la conveniencia de actualizar este análisis, ya que muestra los ajustes de cada economía y los promedios, lo que motiva a investigar las causas que explican cualquier desvío en relación al comportamiento promedio de ellas.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que son escasas las novedades que se han producido desde el último IPoM, lo cual resulta razonable.

Expresa que, en general, se advierte un panorama más bien positivo, en que Estados Unidos de América, Europa y China exhiben cifras más auspiciosas, que se han reflejado también en los precios de *commodities*.



A su juicio, la fuente de mayor incertidumbre radica en la evolución de la inflación externa, que dependerá fundamentalmente del comportamiento del precio del petróleo. Hace presente que los riesgos de deflación en la Zona Euro comienzan a desaparecer; por lo tanto, una caída importante en el precio del petróleo generaría un efecto completamente distinto en esa región que en nuestra economía, ya que en el caso de Chile podría traducirse en una inflación importada algo menor.

En lo referente a las tasas de interés de largo plazo, plantea la conveniencia de contar con información sobre su comportamiento en un número mayor de países y, en particular, determinar si al igual que en Chile, en alguno de ellos tampoco se han registrado alzas, agregando que ello tiene por propósito detectar posibles aspectos en común que pudieran explicar su estabilidad.

Por último, destaca como una señal positiva que estos movimientos no hayan aumentado producto del probable adelantamiento del inicio del retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos de América.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta tener también una visión más positiva acerca del panorama económico mundial y, en particular, de Estados Unidos de América, atendidos sus buenos resultados en el tercer trimestre del año, las cifras laborales y el posible retiro de su programa QE en una fecha anterior a la contemplada en los meses previos.

Asimismo, destaca que las cifras que exhibe Inglaterra en los últimos meses figuran entre las mejores del mundo desarrollado, a pesar de que el Presidente del Banco de Inglaterra señor Mark Carney insistió en el día de hoy en la necesidad de que bajen las tasas de interés. En su opinión, el mercado no ha validado mayormente su planteamiento, por cuanto las tasas de interés de largo plazo se han incrementado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán observa que las exportaciones inglesas han caído significativamente y que sus importaciones han aumentado, lo que a su juicio, podría dar cuenta del problema de competitividad que ha venido frenando a esa economía desde la década de los años veinte.

El señor Sergio Lehmann hace referencia al incremento de las exportaciones chinas, comentadas por el Consejero señor Sebastián Claro. Sobre el particular, aclara que las cifras proporcionadas en esta ocasión excluyen los envíos a Taiwán y Hong Kong; y que si bien podrían estar exhibiendo algún aumento, distan significativamente de las magnitudes observadas tiempo atrás. En otras palabras, las exportaciones a Taiwán y Hong Kong podrían estar generando una leve distorsión, que no se ha reflejado mayormente en las cifras expuestas.

Por último, reafirma que los efectos del adelantamiento del *tapering* han sido bastante acotados en el mercado financiero, a diferencia de lo acontecido meses atrás.

El Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz manifiesta que la depreciación que exhibe el peso chileno en los últimos meses se explica parcialmente por los fundamentales. A su juicio, es preciso estar atentos a los efectos cambiarios que pueden derivarse de un adelantamiento del *tapering* y determinar si ellos tendrán alguna incidencia en el nivel de inflación en Chile.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica que la depreciación del peso chileno se ha acelerado últimamente y a esta fecha no dista mayormente de la que se observa en Perú y Colombia, aun cuando es menor que la brasileña y mayor que la mexicana. En su opinión, si bien su magnitud no es motivo de preocupación, podría experimentar algún cambio próximamente.



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.

Indica que el bajo dinamismo de la actividad en el mes de octubre sorprendió al mercado y se explica en parte por efectos de base y caídas transitorias en algunas actividades específicas.

Hace presente que la demanda interna continúa desacelerándose con motivo de la contracción importante de la inversión en capital fijo y por desacumulación de inventarios.

Asimismo, alude a que las expectativas de los hogares se mantienen optimistas y que el dinamismo de los ingresos laborales ha sostenido el ritmo de expansión del consumo.

Agrega que los salarios nominales se moderaron en el margen, pero en términos reales siguen creciendo a tasas relativamente estables. Consigna, además, que el tipo de cambio nominal se depreció fuertemente desde la última RPM.

En materia de inflación, comenta que el registro del mes de noviembre sorprendió al alza por incrementos puntuales en ítems volátiles. Sin perjuicio de ello, cerraría el presente año con una variación de 2,6% en doce meses. Añade que en el segundo trimestre de 2014 podrían observarse algunos registros transitorios de inflación superiores al 3% anual, principalmente, por efectos base derivados de las tarifas eléctricas.

Por otra parte, señala que la curva *forward* se movió levemente al alza, en tanto que la Encuesta de Expectativas Económicas incorporó un recorte adicional de la TPM de 25 puntos base en relación a las proyecciones al aprobarse el IPoM.

A título de último hecho destacado del mes, expresa que para esta Reunión, el mercado espera mayoritariamente que se mantenga la Tasa de Política Monetaria.

En materia de actividad, destaca que en el mes de octubre, el IMACEC registró una variación negativa por segundo mes consecutivo, explicada por el sector agrícola y los sectores de la industria y celulosa, que a su vez incidieron en el sector silvícola.

Hace notar que la desaceleración de la demanda interna ha sido mayor y presenta un crecimiento interanual nulo debido a una desacumulación de inventarios y disminución de la inversión por concepto de una mayor desaceleración de algunos componentes de maquinarias y equipos.

Por otra parte, indica que las expectativas de las empresas se mantienen más bien neutrales; son más bajas que a inicios de año y difieren entre los distintos sectores, ya que el comercio continúa en niveles optimistas, el sector construcción se encuentra en terreno pesimista ya por varios meses y la industria en rango neutral.

En lo concerniente a la inversión, resalta la notoria caída que exhiben las importaciones de maquinarias y equipos en términos desestacionalizados, mientras que en términos interanuales, en tanto, esta disminución se explica por un efecto base significativo por el lado de las importaciones de aeronaves, que hacia fines del año pasado tuvieron un impacto muy relevante, pero también por otras líneas de importación de maquinarias y equipos que exhiben crecimientos bastante acotados.



En cuanto a la producción local de ítems vinculados a la inversión, se advierte una disminución hasta niveles equivalentes a los observados a comienzos del año 2012, que responde a problemas de producción de acero y ferromolibdeno, a la desaceleración de la inversión, a la sustitución de producción local por importaciones chinas; y también a razones de orden cambiario.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por el porcentaje de la inversión en minería que presenta un componente de maquinarias y equipos, y por aquel que cuenta con elementos de obras e infraestructura, atendido que el aumento relevante de las importaciones en este rubro registrado a fines de año 2012, que se corrigió a comienzos del año en curso, no guarda relación con un ciclo minero más extenso. En su opinión, dicho ciclo se vincularía con la inversión en infraestructura y sus sectores derivados, y no se traduciría necesariamente en una fuerte alza de la inversión en maquinarias y equipos.

El señor Claudio Soto señala que en el año 2012, la inversión en minería creció significativamente, parte de la cual quedó reflejada en el segundo semestre de ese ejercicio conjuntamente con el importante incremento de las importaciones de aeronaves, lo que aumentó considerablemente los niveles de inversión en maquinarias y equipos. Hace notar que se han estabilizado tales niveles de la inversión y que las actuales tasas de crecimiento son menores, porque si bien los flujos son elevados, a la vez tienen el carácter de estables y no siguen expandiéndose a las tasas observadas en el período comprendido entre los años 2009 y 2012. Acota que las menores tasas de crecimiento de la inversión en maquinarias y equipos habrían marcado el fin del crecimiento abrupto de la inversión en minería.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que entre un 60% y 70% de la inversión en minería es de carácter doméstico y se ha destinado a la construcción y obras de infraestructura.

El Presidente señor Rodrigo Vergara alude a un análisis específico sobre el ciclo minero, a cargo de la Gerencia de División Estudios, y plantea la conveniencia de consignar separadamente la inversión minera en construcción, de aquella en maquinaria y equipos para fines de contar con una noción más precisa sobre sus magnitudes relativas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere extraer las inversiones en aeronaves del análisis sobre las inversiones en maquinaria y equipos, atendido que han sido persistentemente fuente de volatilidades de un componente no predecible, cuyas observaciones no responden a fundamentos. En su opinión, el ciclo minero, en lo referido a maquinarias y equipos, se habría manifestado antes del año 2013.

El Presidente señor Rodrigo Vergara menciona que las aeronaves que se importaban por la matriz chilena LAN Airlines, lo son ahora desde Brasil.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña señala que hacia fines del presente ejercicio, Latam Airlines Group cambió el modelo de negocio, consistente en la importación directa de aeronaves y su contabilización en el balance de la matriz en carácter de inversión, al arrendamiento directo de aeronaves desde su matriz en Brasil, con lo cual no se contabilizan en el balance de LAN Airlines en Chile. Por lo expuesto, no se dio cumplimiento con lo informado al Banco por parte de esa empresa acerca del programa de importaciones de aeronaves, lo que motivó una corrección relevante de la cifra de inversiones correspondiente al tercer trimestre del presente año.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que si bien se presenta un cierto nivel errático por estos aspectos aleatorios, es preciso tener presente que la cantidad de pasajeros transportados en Chile en los últimos años exhibe tasas de crecimiento del orden del 9% o 10% anual, lo que explica una inversión sustantiva y permanente en aeronaves.



El señor Claudio Soto retoma su presentación y menciona que las colocaciones comerciales se muestran estables, luego de registrar una desaceleración hasta mediados del presente año. Los créditos de comercio exterior, en cambio, exhiben una desaceleración bastante más marcada, que se asocia con la disminución de las importaciones de maquinarias y equipos, como también, de otros componentes tales como bienes intermedios.

Agrega que los indicadores de edificación también dan cuenta de un retroceso. En efecto, los atinentes a cemento y hormigón presentan en el margen tasas de crecimiento negativas, pero contrastan con los elevados flujos de ventas de viviendas.

Por otra parte, indica que las existencias de bienes se ven bastante comprimidas y a título ejemplar, comenta que el sector manufacturero estima que sus inventarios son menores que los deseados, lo que sugiere una posible reaccumulación de ellos en los meses venideros. En contraposición, la visión del sector comercio apunta a que superan el nivel deseado, lo que podría traducirse en una desaceleración de las importaciones de bienes de consumo.

En materia de expectativas, el IPEC da cuenta que los consumidores mantienen una percepción positiva. Agrega que la masa salarial crece a tasas relativamente estables y que la desaceleración del empleo se ha visto compensada en parte con un salario real que continúa creciendo a tasas mayores que en el pasado.

El señor Claudio Soto manifiesta que las colocaciones de consumo no exhiben cambios sustanciales, mientras que las hipotecarias presentan un leve crecimiento en los últimos dos meses.

En lo referente al consumo, consigna que el IVCM no durable registra un pequeño rebote, mientras que el consumo de bienes durables se ha acelerado en los últimos meses. En particular, destaca que las ventas de automóviles que recopila el Instituto Nacional de Estadísticas muestran bastante dinamismo, lo que contrasta con indicadores provenientes de otras fuentes, tales como los datos del Servicio de Impuestos Internos y de la Asociación Nacional de Automotriz de Chile, que dan cuenta de una desaceleración en el margen.

Hace presente que para efectos de despejar la incertidumbre que generan los indicadores de automóviles antedichos, se analizó al IMCE de comercio y se separaron las empresas vinculadas a la venta de automóviles. Indica que los resultados obtenidos dan cuenta de que dichas empresas perciben una desaceleración de la demanda; declaran tener inventarios por sobre los niveles deseados; y en cuanto a las ventas esperadas, advierten un cambio en la tendencia, desde un terreno positivo a otro pesimista.

En lo atinente al comercio exterior, menciona que las exportaciones de cobre han disminuido su ritmo de expansión y que las importaciones han moderado su caída interanual.

En cuanto a algunos sectores específicos, señala que en el mes de octubre pasado, la industria se vio afectada por algunos factores transitorios ligados a la celulosa, que a su vez incidieron en otros sectores económicos como el silvícola, y también por un efecto base, ya que de hecho, registró una caída de 3% en dicho mes, la que debería revertirse en los próximos meses atendidas las razones mencionadas.

A continuación, el señor Claudio Soto exhibe las tablas que se contienen en las láminas números 49 y 50 de la presentación, que dan cuenta de la evolución reciente y las proyecciones del producto y de la demanda, consignadas en el último IPoM.



Sobre el particular, deja constancia que el PIB crecería 3,3% en el cuarto trimestre del presente año, liderado por los sectores de oferta, y 4,2% en el presente ejercicio.

Agrega que los IMACEC de los meses de noviembre y diciembre estarían en torno a 3,4% y 3,6%, respectivamente.

Por su parte, la demanda interna registraría este año un crecimiento menor que el del PIB, a diferencia de lo observado durante los ejercicios previos.

El señor Claudio Soto informa que los salarios nominales registraron una variación nula en el mes de octubre, situándose, de hecho, en la parte baja de los patrones históricos. Destaca las diferencias que exhiben los distintos sectores, en que los salarios en la minería presentan una notoria desaceleración desde tasas de crecimiento cercanas a 8% hace algunos meses a tasas en torno a 4% en el margen, y se compensan parcialmente con el repunte de los salarios del sector construcción. Agrega que en el mes de mayo último se observó un aumento del empleo en el sector construcción y a esta fecha, un alza en los salarios del sector, lo que sugiere que se ha producido una recomposición del trabajo desde la minería hacia la construcción.

Por último, expresa que descontando la volatilidad de corto plazo, los salarios reales siguen creciendo a tasas del orden del 4%.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto destaca la significativa depreciación del tipo de cambio desde la Reunión pasada, en torno a \$14, mayor que lo que sugieren los fundamentales contemporáneos de corto plazo. Indica que esta depreciación ha coincidido con un aumento de la posición compradora neta de dólares estadounidenses por parte de no residentes y, en menor medida, con un cambio en la posición neta de las Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP.

Consigna que el movimiento del peso chileno ha sido similar al registrado por las monedas de algunos países, pero se ha depreciado en un 0,5% respecto del índice que considera las monedas de Colombia, Brasil, México y Perú. Acota que el tipo de cambio real también se ha depreciado y se ubica en 94,6, levemente por sobre el promedio histórico.

En lo concerniente a la inflación, expresa que el IPC registró una variación de 0,4% en el mes de noviembre, con una alta incidencia de componentes subyacentes, como es el caso del transporte interurbano, que tiene una alta representación en la canasta y que registró un alza importante por concepto del feriado de ese mes.

En relación con las proyecciones internas, indica que una sorpresa relevante se concentró en frutas y verduras, por cuanto se estimó que dichos precios tendrían una incidencia de 0,09 puntos porcentuales, pero la variación efectiva alcanzó a 0,17 puntos porcentuales. Agrega que los precios de los combustibles registraron una caída, y que la proyección interna contemplaba un alza con una incidencia de 0,03 puntos porcentuales sobre el IPC.

Manifiesta que para el mes de diciembre se proyecta una inflación de 0,2%, basada en el supuesto que se revierten algunas de las alzas registradas en noviembre, como la de frutas y verduras; y que otras, como la experimentada por algunos medicamentos muy específicos, lo fueron por una sola vez. Informa, además, que la Empresa Nacional del Petróleo, ENAP, anunció el día de ayer un alza en el precio de las gasolinas de \$7, en promedio, que se materializará la próxima semana y que es \$2 superior que lo contemplado internamente.



Hace notar que en el mes de noviembre, las gasolinas registraron una caída menor que los precios internacionales, atendida la depreciación del tipo de cambio. Para el mes de diciembre, en tanto, se espera una nueva alza, con una incidencia de 0,2 puntos porcentuales, debido a una depreciación adicional del tipo de cambio y la reversión del precio internacional de la gasolina.

De acuerdo con lo expresado, informa que para el presente año se espera una inflación de 2,7% en doce meses. Añade que la proyección para los meses de abril y mayo próximos se ha revisado al alza, hasta 3,1% y 3,3%, respectivamente, con motivo de una corrección del precio de la gasolina en el mismo sentido.

El señor Claudio Soto señala que la rebaja del impuesto de timbres y estampillas ha incidido en el nivel de precios durante todo este año y lo hará hasta el mes en curso. Por este motivo, se advierte un incremento discreto en el IPC subyacente, desde un 1,9% en el presente mes de diciembre a un 2,2% en enero próximo.

Por último, expresa que en el mes de enero de 2014 se hará efectivo el cambio de canasta del IPC. De esta forma, la primera lectura con la nueva canasta corresponderá al IPC de ese mes y será dada a conocer el próximo 8 de febrero y que hasta el momento, se cuenta únicamente con antecedentes preliminares de la encuesta de presupuesto familiar, ya que los ponderadores se harán públicos el día 30 de diciembre en curso. Además, se conoce que la base pasará a ser promedio 2013=100, razón por la que debería tener efectos muy acotados en el IPC.

En materia de expectativas de inflación, menciona que el mercado ha corregido al alza las proyecciones de corto plazo, acorde con el aumento de precios de los combustibles y del Transantiago, y la depreciación del tipo de cambio, desde una cifra inferior a 1% del IPC acumulado en los próximos seis meses, a 1,2% o 1,3%, aproximadamente. Añade que la última Encuesta de Operadores Financieros, EOF, también da cuenta de una reversión de las perspectivas de inflación para los próximos doce meses.

Por su parte, las expectativas a mediano plazo que se extraen de los precios financieros se mantienen en torno a 3%, ya que las compensaciones que se derivan de los bonos se encuentran estables en torno a ese nivel. En el caso de los *swaps*, en cambio, la compensación 1 en 1 aún se ubica por debajo del 3%.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación haciendo referencia a la evolución de las tasas de interés. Sobre este aspecto, indica que las fuertes caídas registradas por las tasas de interés de los distintos instrumentos de renta fija y los *swaps* en los meses previos, tendieron a revertirse en el margen con posterioridad a la última Reunión, lo que ha coincidido con la publicación del reciente IPoM. En efecto, las tasas de los *swaps* a 10 años aumentaron hasta un nivel cercano a 5,5%, y las de los *swaps* a 2 años en una magnitud menor.

Tratándose de las tasas de los instrumentos reajustables, consigna que las de los BCU a 2 años registraron una notoria caída, producto de la sorpresa inflacionaria del mes de noviembre. Por su parte, las tasas de los bonos soberanos en pesos se muestran estables y se sitúan levemente por sobre el 5% en los últimos meses.

Hace notar que atendidos los incrementos experimentados en las tasas de los *swaps* y de los bonos, la curva *forward* se ha movido ligeramente al alza desde el cierre del IPoM, lo que contrasta con los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, que luego de la publicación del último dato de Imacec se corrigió a la baja desde 4,25% a 4%.



Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que para esta Reunión de Política Monetaria, tanto la encuesta Bloomberg como la EOF y la EEE reflejan que una fracción relevante estima que se mantendrá la tasa rectora. Agrega que de acuerdo con esta última encuesta, un porcentaje mayoritario estima que el Consejo podría acordar un nuevo recorte de tasa en la Reunión del mes de enero próximo.

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 Enrique Marshall destaca que el reciente registro de inflación disipa el temor de una inflación excesivamente baja. Aún más, expresa que la depreciación del tipo de cambio y el ajuste de los precios relativos podría traducirse en variaciones algo mayores, por lo que será necesario efectuar el seguimiento de la evolución de esta variable. Sobre este aspecto, plantea la conveniencia de mantener un discurso moderado y prudente, ya que el mercado suele ser reactivo a los mensajes de la autoridad monetaria.

En segundo término, señala que parte importante de la desaceleración de la inversión se relaciona con maquinarias y equipos, no así con la construcción, que se mantiene dinámica. Destaca este dinamismo por su incidencia en el ciclo de remuneraciones y la masa salarial, ya que este sector es el empleador de un porcentaje importante de la población, en especial, del segmento medio bajo.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que el panorama interno se ajusta a lo esperado.

En su opinión, si parte de la depreciación del peso se explica por un aumento de las salidas de inversionistas en NDF, ello debería reflejarse en mayores tasas de rendimiento de los bonos que se colocan en el exterior, por lo que plantea la conveniencia de efectuar un seguimiento más sistemático a estas variables.

En lo atinente a los salarios de la construcción, hace notar que los trabajadores que intervienen en la etapa final del ciclo de edificación perciben remuneraciones mayores que aquellos que participan en sus etapas iniciales. En consecuencia, no sería adecuado sobredimensionar el repunte que exhiben los salarios en este sector, en el sentido que signifiquen presiones de demanda o generen otro tipo de efectos.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán destaca que la industria manufacturera no ha crecido desde el año 2008, aunque sí exhibe cambios importantes en su composición. En su opinión, ello se relaciona con un grado de pérdida de competitividad en un mundo que desde ese entonces y a raíz de la crisis, ha estado tratando de repuntar.

Sobre este aspecto, sugiere que se revise un recuadro referido a los temas de competitividad de la industria, porque si se trata de un fenómeno que está ocurriendo en otros países no se diferenciaría, ya que se trataría únicamente de un efecto del ciclo mundial. En su opinión, se trata de un sector que ha sido siempre particularmente sensible al tipo de cambio.

En materia de inflación, señala que algunas modificaciones, tales como el alza del impuesto de timbres y estampillas, inciden en el corto plazo, pero no necesariamente en las proyecciones de mediano y largo plazo, en la medida que se trata de *shocks* por una sola vez. Lo mismo ocurre con la depreciación del tipo de cambio que se detiene, siempre y cuando se produzca un ajuste en otros precios relativos, por cuanto si sube el tipo de cambio, sigue manteniéndose el dinamismo de los salarios y los márgenes no ceden, al final, la depreciación del tipo de cambio se traspasa íntegramente al nivel de precios y no se producen efectos sobre la inflación.



Por otra parte, plantea la conveniencia de monitorear el comportamiento de las remuneraciones frente a un peso chileno más depreciado, como también, su efecto sobre la inflación. Indica que para esa finalidad, se hace necesario manejar la estructura de empleo constante y determinar los cambios en las remuneraciones.

Por último, expresa que le parece notable que el mercado reaccione de manera tan brusca a eventos que son muy de corto plazo, en este caso particular, al sorpresivo registro de inflación de 0,2% del mes de noviembre, que ha llevado a ubicar la curva *forward* de la TPM levemente al alza. A su juicio, un cambio en dicha curva no refleja necesariamente modificaciones en las expectativas, porque podría estar dando cuenta de variaciones de corto plazo y que por lo tanto, no implican que el Banco vaya a modificar su política monetaria en lo futuro.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que la trayectoria reciente del tipo de cambio ha llevado a revisar las proyecciones de inflación al alza, sin modificar las expectativas en materia de tasa de interés, por lo que bajo este nuevo escenario, disminuye la presión sobre el Consejo en orden a la necesidad de recortar la TPM. A su juicio, en la medida que las cifras de inflación aumenten y superen el 3% anual por razones de orden coyuntural, y las cifras de actividad disminuyan, se generarán ciertas expectativas acerca de la disposición del Consejo de modificar la tasa rectora.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comparte los planteamientos formulados por los señores Consejeros en materia de inflación, en el sentido que hasta hace algún tiempo existía la sensación de que se encontraba demasiado baja y, por lo tanto, se generaban presiones para que el Consejo acordara una reducción de la TPM. En la actualidad, en cambio, podría comenzar a predominar la visión opuesta.

Sobre este aspecto, reitera la conveniencia de continuar actuando tal como en otros episodios de esta naturaleza, lo que implica mantener tranquilidad y prudencia, de manera de no reaccionar frente a una cifra puntual o a cambios que se produzcan por una sola vez en el nivel de precios, que no debieran traspasarse a la inflación.

Por último, plantea que más allá de ciertos hechos puntuales y de modificaciones bruscas que se observan en el mercado, no debería cambiar la visión que el Consejo ha consignado en el reciente IPoM.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que parte de los movimientos registrados por las tasas de interés, sobre todo aquellos que no se veían más acentuados en la curva *forward*, se encuentran influidos por flujos financieros, tales como las remesas efectuadas por parte de las AFP en los últimos meses, ya que los movimientos que se desprenden de las encuestas y de la curva *swap* son más estables.

En lo concerniente a las condiciones de financiamiento que enfrentan las empresas chilenas en el exterior, señala que en los últimos dos o tres meses se han obtenido créditos importantes. En efecto, en el mes de octubre pasado se efectuaron colocaciones en el exterior por un monto *record* de US\$ 2.500 millones y en las últimas semanas también se han realizado a un ritmo menor. En consecuencia, si bien las condiciones de tasas de interés para las empresas chilenas son algo mayores que en meses anteriores por efectos base, el mercado se encuentra absolutamente abierto y los premios no se han incrementado mayormente respecto de los niveles alcanzados después del mes de mayo de este año.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que a esta fecha a las empresas les resulta mucho más atractivo colocar deuda en Chile y cubrirse de las variaciones del tipo de cambio, que lo que era hace seis meses. En su opinión, la diferencia entre las condiciones internas y externas es significativa.



El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que esa diferencia se debe a que el impulso inicial de depreciación lo originó la salida de los NDF, lo cual genera distorsiones en el mercado que hacen más atractivo a los fondos de pensiones invertir en el exterior y a las empresas obtener crédito en Chile, en lugar de hacerlo en el extranjero.

En cuanto a la inflación, señala que el alza reciente obedece a un ajuste de precios relativos; y que desde una perspectiva de mediano y largo plazo, tanto las expectativas como las proyecciones internas y privadas la atribuyen a elementos transitorios.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:00 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 205, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de junio de 2014 se efectuará el día 12 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, señala que los antecedentes conocidos desde la última Reunión confirman el dinamismo de la economía estadounidense lo que ha llevado a adelantar las expectativas acerca de la fecha en que comenzará a reducirse el programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal. Acorde con lo anterior, aumentó la tasa de interés de largo plazo en esa economía y el dólar estadounidense se apreció en los mercados internacionales; no obstante, a pesar de estos ajustes, las condiciones financieras internacionales presentaron un deterioro menor durante el último mes. Por último, menciona que se incrementaron los índices de precios de materias primas, incluyendo al cobre.

En lo atinente al plano local, expresa que el crecimiento económico del mes de octubre estuvo en línea con lo implícito en el IPoM, pero a su vez fue inferior a las proyecciones de mercado. Asimismo, continuó la desaceleración de la inversión, en tanto que el consumo mantuvo su dinamismo; y los ingresos laborales crecieron a un ritmo similar al de meses previos.

En materia de inflación, indica que el registro del mes de noviembre se situó por sobre lo esperado por el mercado y levemente superior a las proyecciones internas, reflejando principalmente la influencia de los precios de perecibles. Por su parte, las expectativas inflacionarias de corto plazo mostraron un repunte que refleja la influencia de las alzas recientes del precio de la gasolina y de otros precios específicos, además de la depreciación del peso chileno. Las expectativas al plazo de dos años se mantienen en torno al 3% anual. Añade que los salarios han continuado creciendo alrededor de 6% anual y la inflación subyacente del IPCSAE se elevó a 1,8% anual.

Manifiesta, además, que el peso chileno se depreció casi 2% en relación al nivel observado a contar desde la última Reunión.



Por último, expresa que las expectativas de mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria mostraron movimientos menores, proyectando uno o dos recortes adicionales de 25 puntos base; y que para esta Reunión, la mayoría de los encuestados anticipa que se mantendrá en su nivel actual.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que los antecedentes antedichos llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta oportunidad, mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,50% anual o disminuirla en 25 puntos base a 4,25% anual, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

Indica que la información acumulada desde la última Reunión es coherente con el escenario descrito en el último IPoM. En efecto, el ritmo de crecimiento de nuestros socios comerciales continúa evolucionando levemente bajo su promedio histórico, pero se mantiene una perspectiva de recuperación para los trimestres venideros, sustentada por el repunte observado especialmente en Estados Unidos de América y la estabilización de las economías emergentes. La inflación internacional se encuentra contenida en las economías avanzadas y en la mayoría de las emergentes; y, por otra parte, el precio del cobre mantiene niveles históricamente altos, aunque inferiores a los observados en los últimos tres años, en tanto que el ciclo global de inversiones en minería continúa dando muestras de un menor dinamismo.

Agrega que las condiciones financieras internacionales se mantienen más restrictivas que en años previos al igual que en los primeros meses del presente año, pero sus consecuencias han afectado en mayor medida a las economías emergentes más vulnerables y, en menor grado, a Chile.

Manifiesta que en lo que va corrido del año, la economía chilena ha moderado su dinamismo en forma paulatina. En efecto, el nivel de actividad ha crecido algo por debajo de su tendencia, lo que ha contribuido a restar presión al uso de la capacidad instalada, aun cuando el mercado laboral se mantiene estrecho. Asimismo, la desaceleración del gasto interno se ha generalizado a todos sus componentes y también ha permitido acotar el déficit de la cuenta corriente.

Enfatiza que las proyecciones contenidas en el último IPoM son coherentes con la mantención de una trayectoria de crecimiento moderado del producto y de la demanda en los próximos trimestres, mientras la economía se ajusta al menor impulso proveniente de la inversión relacionada con minería. Otros componentes de la demanda, sin embargo, continuarán dando sustento al crecimiento de la economía.

En cuanto a la situación financiera de los consumidores, indica que los ingresos laborales continúan creciendo a un ritmo similar a los trimestres previos y que la confianza promedio de los consumidores se mantiene en el rango optimista; y, el gasto público, conforme a la regla fiscal, continuará aumentando de acuerdo al crecimiento de los ingresos estructurales.

Añade que los datos recientes de inflación de precios y salarios, así como las proyecciones privadas, son compatibles con un escenario de convergencia gradual de la inflación hacia la meta, tal como se señaló en el último IPoM, y si bien la reciente depreciación del peso podría implicar mayores registros de inflación en el corto plazo, estos efectos son de carácter transitorio y no han afectado las expectativas de mediano plazo.

En lo concerniente a las opciones planteadas en esta oportunidad, señala que la alternativa de mantener la TPM se justifica porque la desaceleración de la economía ha sido suave y se proyecta que mantendrá un ritmo de crecimiento estable en los próximos trimestres, a lo que se agrega que recientemente se realizaron dos recortes de dicha tasa, que están operando y continuarán afectando gradualmente aquellos componentes de la demanda que son más sensibles al costo de financiamiento y por otra parte, el crédito continúa fluyendo en forma normal y estable hacia los hogares y empresas.



A su vez, el peso se ha depreciado en términos reales y se ubica en torno a sus promedios históricos, lo que también ayudará a rebalancear las fuentes de crecimiento de la economía, acorde con los cambios observados en el entorno externo y en el interno en lo relativo a la maduración del ciclo de inversiones en minería. En este contexto, mantener la TPM permitirá acumular mayores antecedentes acerca de la evolución de la economía y los efectos de los recortes ya realizados.

Por su parte, la opción de reducir la TPM es coherente con la trayectoria de tasas que se consideró en el escenario base del último IPoM, que contempla la posibilidad de algún impulso monetario adicional. Además, si bien los datos conocidos desde la última Reunión están en línea con el escenario base, introducir un tercer recorte sucesivo de la TPM podría entregar una señal de mayor urgencia y preocupación acerca de la debilidad de la economía y llevar a una corrección adicional de la trayectoria de tasas esperada por el mercado, lo que no sería coherente con el escenario proyectado en el citado Informe.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que el conjunto de antecedentes expuestos llevan a recomendar en esta oportunidad la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,5% anual, que coincide con la opinión expresada por la mayoría de los analistas y operadores financieros encuestados.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que los antecedentes entregados por la Gerencia de División Estudios dan cuenta de la materialización del escenario contemplado en los dos últimos Informes de Política Monetaria.

Menciona que dicho escenario, en particular, el contemplado en el reciente Informe, considera como supuesto de trabajo una rebaja adicional de la TPM en los próximos meses que de concretarse llevaría a acumular una disminución de 75 puntos base desde el inicio de este ciclo y, probablemente, alejaría cualquier crítica en orden a que el Banco Central de Chile estaría afinando su ajuste, como fue del caso cuando acordó la primera rebaja de tasa y eliminó el sesgo del Comunicado, y con menor fuerza con ocasión del segundo recorte hasta 4,5% anual.

En opinión del señor Beltrán de Ramón, ambas disminuciones han ido en la dirección correcta y se encuentran plenamente justificadas, atendido que la economía se ha desacelerado, tal como se había contemplado en el IPoM.

Por otro lado, indica que la depreciación del peso chileno ha contribuido a elevar los últimos registros de inflación efectiva. Enfatiza que más importante aún ha sido que esta depreciación y las dos disminuciones de tasa antedichas han contribuido a incrementar la inflación esperada que para efectos del Banco reviste relevancia. No obstante, indica que la inflación esperada aún se encuentra bajo el 3% anual en todos los plazos hasta dos años, en especial, la que se deriva de los precios financieros y con menor intensidad la que se desprende de las encuestas.

En lo atinente a la demanda, resalta que el último dato da cuenta de una desaceleración más marcada. En efecto, la demanda final crece a tasas del 3% y la demanda interna, en menor medida y a tasas menores que el PIB esperado para el presente año, lo que constituye ciertamente un signo de alerta.



Basado en los antecedentes expuestos, el señor Beltrán de Ramón expresa concordar con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la opción de mantener la TPM en 4,5% anual constituye la alternativa más plausible en esta ocasión, en particular, luego de dos bajas consecutivas. Agrega que las débiles cifras de demanda y la inflación esperada, aún contenida e inferior a 3%, apoyan la idea de reintroducir un sesgo a la baja en el Comunicado de la presente Reunión con el propósito de preparar al mercado para una disminución de la TPM en la Reunión del mes de enero o en la siguiente. Además, una baja adicional de dicha Tasa sería plenamente coherente con el supuesto de trabajo contemplado en el escenario del último IPoM.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y, a continuación, ofrece la palabra al Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz.

El Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz expresa su plena concordancia con el análisis de antecedentes y la recomendación presentada por el Gerente de División Estudios. Sin embargo, para fines de que el mercado interprete claramente la visión del Consejo sobre la economía, sugiere ser más explícito en esta oportunidad en la descripción de la trayectoria futura de la TPM, incorporando un sesgo en el Comunicado que dé cuenta que en el escenario más probable de consolidación de la trayectoria delineada en el IPoM, se requeriría moderar el impulso monetario en los próximos meses. Agrega que su opinión se fundamenta en que los antecedentes expuestos describen una economía que evoluciona acorde con lo delineado en el último IPoM; y, que el escenario de ese Informe contempla un moderado impulso monetario adicional para los próximos meses y no se visualiza un factor de riesgo relevante que postergue esa medida.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz y, no habiendo otros comentarios, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín inicia su intervención indicando que desde la última Reunión de Política Monetaria, se ha observado una consolidación de un mejor desempeño de las economías desarrolladas, así como nueva información que ha ido ratificando el escenario de desaceleración de la economía chilena.

En lo concerniente al plano internacional, señala que en Estados Unidos de América, el crecimiento del tercer trimestre se corrigió al alza desde 2,8% a 3,6%; que el mercado laboral también ha mostrado dinamismo, al crear más de 200 mil nuevos puestos de trabajo en el mes de noviembre; y que la situación en dicho país mantiene la atención en el mundo emergente acerca de la estrategia de salida del relajamiento cuantitativo. Agrega que en Europa, diversos países han confirmado el término de la recesión, y que en las economías emergentes continúa el proceso de desaceleración.

En lo atinente al plano local, las noticias recientes muestran importantes síntomas de desaceleración, mientras que el consumo privado se mantiene creciendo a tasas robustas, sostenido por un aumento de la masa salarial real, que en el mes de octubre continuó exhibiendo tasas de aumento elevadas.

Sin embargo, en materia de inversión, la información parcial al cuarto trimestre muestra signos de fuerte desaceleración, explicada fundamentalmente por la importante caída del componente de maquinarias y equipos, como se puede deducir de la evolución de las importaciones de bienes de capital. En efecto, en el mes de octubre, este tipo de importaciones se contrajo un 37,1% anual, y en noviembre cayeron algo más de 18% en base anual. Por otra parte, la Cámara Chilena de la Construcción rebajó recientemente su proyección de crecimiento de inversión en construcción para el año 2013 a 5%, desde el 6,6% anterior, y para el año 2014 pronostica un aumento de 4%.



Hace notar que otro síntoma de desaceleración en el cuarto trimestre es la contracción de las exportaciones, toda vez que este componente sostuvo el crecimiento durante el tercer cuarto del año. En efecto, su valor registró una contracción de 5,4% anual en el mes de octubre, caída que en noviembre se acentuó a 7,3%. Con todo, resalta que la balanza comercial en el cuarto trimestre muestra una clara mejora frente a los registros del mismo trimestre del año anterior, lo que sumado a un precio del cobre mucho menor que los US\$3,66 por libra del último cuarto del año 2012, significará una moderación del déficit de la partida Renta y llevará a una nueva moderación del déficit de cuenta corriente.

En consecuencia, en este escenario, hay bastantes señales de que la desaceleración del gasto interno continuará su proceso en el corto plazo.

Por otra parte, plantea que la inflación se aceleró en el mes de noviembre, aunque se mantiene en la parte baja del rango de tolerancia del Banco Central de Chile. De igual forma, la inflación subyacente se encuentra bastante contenida; y el aumento del tipo de cambio podría ir aproximando los registros inflacionarios anuales a niveles más cercanos al centro del rango. Asimismo, menciona que de acuerdo con la última Encuesta de Expectativas Económicas, se espera que la inflación al mes de diciembre de 2014 se ubique en 2,8% anual, lo que refleja que las expectativas de inflación se mantienen ancladas.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín expresa que considerando los rezagos con que opera la política monetaria, resulta razonable continuar con el ciclo de reducción de la tasa rectora. En este sentido, la inflación se encuentra aún por debajo del rango de tolerancia y con este movimiento se contribuiría a contrarrestar la debilidad de la demanda interna y mantener un tipo de cambio competitivo que permita que el componente externo sea un aporte cada vez mayor al crecimiento.

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

Al proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio al proceso de votación de 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 la exposición de los personeros de la Gerencia de División Estudios, que ha aportado elementos valiosos al análisis, a pesar del corto tiempo transcurrido desde la difusión del último IPoM.

En términos muy generales, manifiesta que las últimas novedades son plenamente consistentes con las previsiones realizadas en el marco de dicho Informe.

En lo atinente al ámbito internacional, señala que las perspectivas no han cambiado, si bien el tono de las últimas noticias es marginalmente más positivo, especialmente por aquellas relativas a la creación de empleo en Estados Unidos de América, datos de actividad y comercio exterior en China, y el anuncio de acuerdo en materia fiscal en Estados Unidos de América. En su opinión, hoy se ve más cerca el inicio del retiro de los estímulos monetarios en ese país, lo que se ha reflejado en un regreso de las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro a niveles de 2,8%.

En el plano local, tampoco se advierten discrepancias significativas respecto del escenario del IPoM, si bien el mercado fue sorprendido por una tasa de inflación algo mayor que lo previsto en noviembre y por un crecimiento de la actividad en octubre algo menor que en meses anteriores. Con todo, destaca que el consumo permanece dinámico, impulsado por el crecimiento estable de la masa salarial y del crédito a los hogares, así como por indicadores positivos de confianza de consumidores. Hace notar que el ajuste de la inversión ha sido más pronunciado, pero que las cifras de variación anual tienden a magnificarlo debido a las altas bases de comparación de fines del año pasado.



En materia de inflación, indica que el registro del mes de noviembre no ha afectado significativamente las previsiones a mediano plazo del mercado y que las expectativas siguen sólidamente ancladas en torno a la meta.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Joaquín Vial concuerda con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en orden a mantener la TPM en 4,5% anual en esta ocasión. En su opinión, los últimos datos son consistentes con la trayectoria prevista y una tercera baja consecutiva podría ser interpretada erróneamente como una señal de preocupación del Consejo por el ritmo de ajuste en la demanda interna. Por otra parte, esta pausa permitiría reunir más antecedentes y evaluar mejor la necesidad y oportunidad de efectuar nuevos ajustes a la TPM.

Por lo antedicho, expresa que su voto es por mantener la TPM en 4,5% anual; y en cuanto al Comunicado, manifiesta su inclinación por confirmar la plena validez del escenario base del IPoM que se dio a conocer hace una semana.

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 señalando que en el contexto del IPoM publicado recientemente y en base a la información recibida desde esa fecha en lo concerniente al ámbito externo e interno, estima que se justifica mantener la Tasa de Política Monetaria en el nivel actual de 4,5% anual.

A continuación, procede a mencionar las consideraciones que justifican su posición.

En primer término, los datos externos, especialmente de Estados Unidos de América, no presentan mayores novedades, aunque en el margen la recuperación de esa economía se ha consolidado aún más. Además, en el contexto de una política monetaria muy expansiva, ya se observa con mayor claridad que durante el primer trimestre del año 2014 debiera iniciarse el retiro del estímulo monetario.

En lo atinente al ámbito interno, la evidencia de desaceleración de la economía se ha consolidado, pero se mantiene en niveles acotados, y aunque el último registro de Imacec fue algo menor que lo esperado, no existen elementos que hagan estimar que la economía se encuentra en un tranco de desaceleración de la actividad mayor que el que se anticipó en el IPoM.

A su juicio, una consideración similar se aplica a la demanda interna, en que los débiles registros de inversión se combinan con los de consumo que dan cuenta de una desaceleración más acotada, lo que es coherente con la trayectoria mostrada por los ingresos del trabajo y las colocaciones. Por otra parte, continúan los signos de desacumulación de inventarios en el sector industrial.

Por último, señala que la depreciación del peso chileno es un fenómeno que, en general, responde a las condiciones externas e internas que se están enfrentado, y más allá de la natural volatilidad de estos movimientos, está contribuyendo a un cambio de precios relativos que es anticipado y esperado. Con todo, aunque ello podría conllevar algunos registros de inflación más altos que lo anticipado para los próximos meses, no alteran en absoluto la lectura global sobre el ciclo económico que se contiene en el IPoM ni las perspectivas sobre inflación en el mediano plazo.



Conforme a lo antedicho, estima que se justifica plenamente mantener la TPM en esta Reunión. A su vez, en línea con lo anticipado en el citado Informe, considera que en el contexto de un sesgo neutral puede ser valioso entregar al mercado la señal en orden a que se mantiene abierta la posibilidad de que puede requerirse algún ajuste adicional en dicha tasa en la medida que se mantengan las tendencias delineadas en el IPoM.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 4,5% anual.

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 e indica que las noticias del último mes reafirman nuestro escenario base, con ajustes o cambios muy marginales.

En el frente externo, destaca los avances en las economías desarrolladas y, particularmente, en Estados Unidos de América. En las economías emergentes, en tanto, el cuadro en materia de crecimiento es más matizado, pero se advierte una convergencia a las nuevas condiciones.

Hace notar que como resultado de las mejores cifras de Estados Unidos de América, los mercados financieros han reaccionado anticipando un posible adelantamiento del ajuste al programa de compras de activos de la Reserva Federal. En todo caso, los efectos han sido más bien acotados y se han reflejado principalmente en ajustes al alza en las tasas de interés de largo plazo y en una apreciación adicional del dólar estadounidense a nivel global.

Así, las condiciones externas no han cambiado sustancialmente respecto de lo reportado en el último IPoM, pero en el margen el movimiento ha sido en una dirección positiva.

En lo concerniente al frente interno, menciona que el último Imacec sorprendió a la baja y confirmó el moderado crecimiento de la actividad. Sin perjuicio de ello, los sectores de recursos naturales volvieron a crecer en el agregado por sobre el resto de los sectores, marcando una tendencia que ya se venía observando.

En materia de gasto, comenta que las cifras parciales conocidas después del cierre de las cuentas nacionales del tercer trimestre están en línea con la desaceleración informada en el último IPoM. En todo caso, se sigue advirtiendo que esta tendencia es bastante más marcada en la inversión que en el consumo.

Hace presente que la inflación mensual sorprendió al alza en el mes de noviembre, mientras su registro anual retornó al rango meta, lo que era esperado. Con todo, resalta que las perspectivas inflacionarias de mediano plazo no han cambiado sustancialmente, por cuanto se continúa anticipando una gradual convergencia de la inflación anual a 3% y ello está bien incorporado en los precios de los activos financieros. Como resultado, se ha tendido a disipar la preocupación por una inflación que permanece muy baja por tiempo prolongado.

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

Indica que la opción de recortar se podría sustentar en que existe todavía cierto espacio para acomodar la política monetaria a las nuevas condiciones. Si ello es así, sería conveniente completar dicho proceso con relativa prontitud.





Además, comparte la apreciación de que el proceso de ajuste de la TPM no está cerrado y expresa que ello es coherente con nuestro escenario base, principalmente en la perspectiva de consolidar la recomposición del crecimiento, con un mayor impulso de los sectores vinculados a recursos naturales y uno menor del resto.

Sin embargo, estima que no sería prudente efectuar un ajuste de la tasa rectora en esta Reunión. En tal sentido, plantea que el panorama no ha cambiado sustancialmente en materia de actividad como tampoco en lo referente a inflación, más allá de sorpresas muy puntuales. En su opinión, ello debe ser reafirmado en esta Reunión y la mejor forma de hacerlo es optar por mantener la TPM. Agrega que si se procediera a un nuevo recorte, lo que sería sorpresivo, el mercado podría interpretar que las últimas cifras nos han llevado a reevaluar las condiciones enfrentadas y que hemos comenzado a visualizar un nuevo escenario, lo que no se condice con la realidad.

En las circunstancias antedichas, manifiesta que lo aconsejable es proceder con prudencia y optar por mantener la TPM. Añade que esta misma prudencia aconseja no innovar sustancialmente en cuanto al Comunicado.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que por los motivos expuestos precedentemente, su decisión es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 4,5% anual.

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 al *staff* por el excelente análisis entregado, que en esta oportunidad se beneficia por la cercanía del IPoM presentado recientemente ante el H. Senado, y señala que hace suyos los nuevos antecedentes que se contienen en los párrafos iniciales de la Minuta de Opciones, a los que agrega los siguientes comentarios.

En lo relativo al escenario internacional, expresa que el mayor dinamismo observado en Estados Unidos de América, que ha adelantado las expectativas respecto de la fecha de inicio del *tapering*, debiera recibirse como una buena noticia, aun cuando en el corto plazo, se ha traducido en un aumento de la tasa de interés en dólares estadounidenses, lo que no constituye un aspecto positivo para aquellas economías que son más dependientes del financiamiento externo. En ese sentido, puede ser perfectamente compatible y consistente una mejora en el desempeño de esas economías con un deterioro de las condiciones financieras internacionales.

Como lo ha consignado en otras oportunidades, considera que no sería extraño que estas aceleraciones o desaceleraciones circunstanciales del crecimiento de las economías constituyan reverberaciones en torno a una tendencia más bien de bajo crecimiento futuro, tanto de los Estados Unidos de América como de la Zona Euro. En ese plano, es posible que aun cuando se ponga fin a los componentes no convencionales de la política monetaria, lo más probable es que las tasas de interés, una vez que se normalice la forma de implementar la política monetaria, se mantengan en un nivel bajo por un período prolongado. A su juicio, lo expresado constituye un elemento relevante para efectos de nuestro análisis.

En lo que se refiere al plano local, si bien el mercado se manifestó sorprendido por las cifras de crecimiento y de inflación, estas se encuentran alineadas con lo planteado en el reciente Informe de Política Monetaria. Precisa que el último registro de crecimiento de las remuneraciones en Chile, que exhibe un crecimiento nulo, constituye la primera observación que se tiene en ese plano y sobre este aspecto, reitera lo tratado en la parte de la Sesión de Política Monetaria de esta mañana en cuanto a que existen elementos en la forma en que se





mide el Índice de Remuneraciones que podrían estar representando cambios en la composición de la base encuestada más que una caída o desaceleración en el crecimiento del promedio de los salarios.

Enfatiza lo expuesto, por cuanto la depreciación que ha registrado el peso chileno en el último mes y los meses previos se traducirá en un cambio en los precios relativos, en la medida que la moneda extranjera aumenta de valor y disminuyan otros precios relativos. A su juicio, la contrapartida para evitar que esa depreciación se transforme mayoritariamente en inflación más que en un cambio de precios relativos, se relaciona con lo que acontezca en materia de salarios, ya que un incremento simultáneo del tipo de cambio real y la mantención del dinamismo de los salarios reales, sin que exista un registro de aceleración de la productividad, no sería consistente con mantener una baja inflación.

En razón de lo expuesto, estima conveniente ajustar la observación de lo que ocurra en el mercado laboral, pues en ese mercado se debe completar una parte importante del ajuste que está experimentando la economía chilena, tal como se señaló en el reciente IPoM.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán deja constancia que en lo demás, comparte plenamente lo consignado en la Minuta de Opciones.

Asimismo, manifiesta que junto con mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, es de opinión de no incluir un sesgo específico en el Comunicado, atendido que en otras economías, el denominado *forward guidance* u orientación entregada por la autoridad monetaria no ha tenido un buen desempeño en lo más reciente. Por lo tanto, en la medida que no se cuente con mayor certeza acerca de la evolución de dicha Tasa, sin por ello descartar posibles rebajas futuras, no estima necesario incorporar un sesgo en esta oportunidad.

En este contexto, el señor Manuel Marfán manifiesta que su último voto en una Reunión de Política Monetaria, en calidad de Consejero y actual Vicepresidente de la Institución, es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 4,5% anual, así como también un sesgo neutral en el Comunicado.

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.

En lo concerniente al escenario externo, manifiesta que no hay cambios de mayor relevancia con respecto a lo presentado en el reciente Informe de Política Monetaria. En su opinión, lo más destacable serían las cifras de actividad y empleo recién conocidas, que muestran algún grado mayor de dinamismo en Estados Unidos de América y aumentan la probabilidad de que la reducción de compras de activos por parte de la Reserva Federal comience a la brevedad.

No obstante, se debe tener claro que sobre esta materia, las expectativas han sido muy volátiles en los últimos meses, cambiando cada vez que los datos apuntan en una u otra dirección. Hace notar que acorde con este mayor optimismo, las tasas largas en Estados Unidos de América han aumentado desde la última RPM y que los acuerdos fiscales se suman a este mejor entorno. Además, en el margen, se percibe una mejora en el ambiente económico en Europa.

Por su parte, en las economías emergentes parece haber un mayor acostumbramiento al inicio de este proceso de retiro del estímulo monetario, en cuanto las reacciones esta vez han sido, en promedio, más moderadas que en episodios pasados. Indica que las tensiones geopolíticas en el mar de China podrán implicar un cambio brusco a este escenario que actualmente es algo más calmo.



Agrega que este ambiente más optimista se ha visto reflejado en un aumento en el precio de las materias primas, entre ellas, el cobre.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica que en el plano interno se consolidan cifras de desaceleración tanto de la actividad como de la demanda. Destaca en esta última el bajo desempeño de la inversión en capital fijo y la reducción que siguen exhibiendo los inventarios, lo que en todo caso, se encuentra en línea con las proyecciones que contiene el IPoM. Añade que tal como se anticipó, se han moderado las exportaciones, que tuvieron un fuerte desempeño en el tercer trimestre.

En opinión del Presidente señor Rodrigo Vergara, lo expresado forma parte de un panorama que hasta la fecha se podría calificar en términos de una desaceleración saludable de la economía que, entre otras cosas, ha significado reducir sustancialmente las proyecciones de déficit de la cuenta corriente para este año y el próximo. Por otra parte, la existencia de un mercado laboral aún dinámico; del consumo privado desacelerándose, pero creciendo sobre 5%; de colocaciones que siguen creciendo a tasas importantes; del acceso al financiamiento externo a tasas de interés que si bien son algo más elevadas que en el pasado reciente, siguen siendo históricamente bajas; de términos de intercambio elevados; y la recuperación que se espera tengan los inventarios en los próximos trimestres, entre otros aspectos, no presagian en el escenario base una caída muy abrupta en el ritmo de expansión de la actividad. Agrega que por cierto, es necesario seguir monitoreando de cerca esta situación, porque se mantienen riesgos relevantes que podrían hacer cambiar este diagnóstico.

La inflación, por su parte, ha sido afectada en lo más reciente por la depreciación del peso y el alza de algunos alimentos. Con todo, se encuentra bajo la meta del Banco Central de Chile. Además, la inflación sin considerar alimentos y energía sigue por debajo del 2% anual, aunque se espera que ya a principios del año 2014 se ubique en el rango de tolerancia y converja gradualmente al 3%. En esta materia, enfatiza la importancia de que el Banco, como ha sido su política tradicional, no reaccione o sobredimensione datos que pueden ser puntuales y que consecuentemente no marcan tendencia.

Con motivo de lo expuesto, concluye que las opciones que presenta la Gerencia de División de Estudios son las más razonables, aunque estima que en esta oportunidad se impone claramente la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria, porque no solo es más consistente con el diagnóstico de la situación económica actual, sino que lo es también con la comunicación reciente efectuada por esta Institución, en particular, en el último IPoM.

A su juicio, la opción de bajar la TPM es coherente con una desaceleración más rápida que la que se está observando, como asimismo, con una inflación más baja, además que una tercera reducción consecutiva de la tasa rectora entregaría un mensaje que no sería consistente con una desaceleración moderada. Añade que por cierto, ello podría cambiar en los próximos meses en la medida que se recopile nueva información, pero se cuenta con tiempo para hacer este diagnóstico. Es también efectivo que en el IPoM hay una señal, en el supuesto de trabajo, de una disminución adicional de la TPM, pero ella no necesariamente debe producirse en esta Reunión y de hecho, el mercado no la espera.

En lo atinente a la opción de mantener la TPM, considera que es más compatible con la de una desaceleración moderada que incorpora los elementos mencionados precedentemente que siguen dinámicos; a lo que debe agregarse que se han efectuado dos rebajas consecutivas, por lo que parece razonable hacer una pausa y reflexionar antes de continuar con ese ciclo, si así fuera necesario, lo que además es coherente con nuestro mensaje. Además, atendido que no hay cambios relevantes en las variables que llevaron al Consejo a difundir dicho mensaje, no percibe la necesidad de cambiar, en esta oportunidad, la Tasa de Política Monetaria.



En las circunstancias antedichas, expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,5% anual, ratificando el escenario del IPoM. Deja constancia que ello no implica necesariamente introducir un sesgo explícito y que de hecho, la circunstancia de que en la Minuta de la presente Reunión se consignará la opción de bajar la tasa de interés de política monetaria junto con mantenerla, constituye un indicativo importante de lo que el Consejo estima que puede ser la alternativa más probable hacia adelante. En su opinión, puede ser suficiente un Comunicado en que se haga mayor énfasis en lo referente a la desaceleración.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias, su decisión es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,5% anual.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,5% anual.

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

N° 205-01-131212 - 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 4,5% 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 4,5% anual.

En el ámbito externo, las cifras recientes son coherentes con el escenario descrito en el IPoM. Nuestros socios comerciales crecen algo por debajo de su promedio histórico, pero se proyecta una recuperación en los trimestres venideros, sustentada por el repunte de las economías desarrolladas, especialmente Estados Unidos, y la estabilización de las emergentes. Durante el último mes, los índices de precios de materias primas presentaron aumentos en la mayoría de sus componentes, incluyendo el cobre. La inflación a nivel global sigue baja.

Las expectativas de mercado contemplan que en los próximos meses se inicie la moderación del programa de compra de activos de la Reserva Federal, ante lo cual las tasas de largo plazo en la economía estadounidense han aumentado y el dólar se ha apreciado en los mercados internacionales. Las condiciones financieras internacionales se mantienen más restrictivas que en la primera parte del año o en años previos, lo que ha afectado en mayor medida a economías emergentes más vulnerables.

La economía chilena ha ido moderando su dinamismo. La actividad crece algo por debajo de su tendencia y se observa una desaceleración del gasto interno, según lo descrito en el IPoM. El peso se ha depreciado. Los datos recientes de inflación, así como las expectativas privadas, son coherentes con su convergencia hacia la meta dentro del horizonte de la política monetaria.

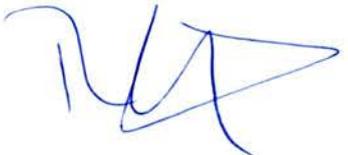


El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas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

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



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



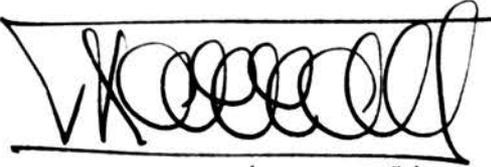
RODRIGO VERGARA MONTES  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN  
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

