



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 206 celebrada el día jueves 16 de enero de 2014

En Santiago de Chile, a 16 de enero de 2014, 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 de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asisten también:

Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
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 Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
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° 206, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de julio de 2014 se celebre el día martes 15 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, el Senado aprobó el acuerdo referente al presupuesto para los próximos dos años,



BANCO CENTRAL DE CHILE

que la Cámara de Representantes acordó aspectos específicos en el día de ayer y que el Senado deberá ratificarlos a más tardar el día viernes 17 de enero, aun cuando se otorgó una autorización especial para ampliar dicho plazo hasta tres días, de manera de evitar una nueva paralización del sector público de ese país, como las que se materializaron hace algún tiempo.

Asimismo, menciona que el Senado confirmó a la señora Janet Yellen en calidad de Presidenta de la Reserva Federal, en tanto que el señor Stanley Fisher fue nominado en carácter de Vicepresidente de ese Organismo.

Por último, deja constancia que se vislumbra una ardua discusión por el aumento del límite de endeudamiento en dicho país.

En lo concerniente a la Zona Euro, manifiesta que se ha avanzado hacia el establecimiento de una unión bancaria, y que en este sentido, han favorecido el logro de un acuerdo lo concerniente a las medidas referentes al mecanismo de reestructuración, liquidación de bancos y garantía de depósitos. Asimismo, destaca que Irlanda se convirtió en el primer país en prescindir oficialmente de su programa de rescate, y que Francia anunció medidas para fines de estimular su economía.

En cuanto a Japón, se aprobó el proyecto de presupuesto para el año fiscal que se inicia en el mes de abril, con un gasto récord cercano al equivalente a un trillón de dólares estadounidenses; y, que continúan las tensiones geopolíticas con China.

En lo atinente a las economías emergentes, resalta el aumento de la tensión política en Turquía por temas de corrupción, y que en Tailandia han continuado las protestas contra el gobierno, pese a que se convocó a elecciones anticipadas. En Argentina, en tanto, el gobierno lanzó un nuevo acuerdo para fijar precios con distribuidores, de manera de hacer frente a la inflación; y en Venezuela, el gobierno estableció un nuevo tipo de cambio que deprecia la moneda local para los turistas extranjeros.

A continuación, el señor Sergio Lehmann manifiesta que en China, las señales apuntan a una modernización gradual de sus mercados financieros y que en tal sentido, se han adoptado medidas para fortalecer la posición financiera de las empresas bancarias; los cuatro mayores bancos aumentaron sus provisiones frente a los créditos incobrables, mientras que los de tamaño medio se abrieron a la bolsa para fines de aumentar su capital. En materia de liquidez y deuda, los *money markets* se han estabilizado en lo más reciente, luego que el Banco Popular de China inyectó liquidez; sin embargo, se advierte preocupación por los altos niveles de deuda en la economía, dejando constancia que el endeudamiento de los gobiernos locales, cercano al 30% del PIB a fines de junio del año 2013, se habría incrementado en casi un 70% desde el año 2010.

En lo referente al *shadow banking*, señala que el Consejo de Estado emitió normas destinadas a fortalecer la regulación de los préstamos extrabancarios, manifestando que son una consecuencia beneficiosa e inevitable del desarrollo del mercado financiero. De hecho, consigna que en las economías desarrolladas, el *shadow banking* representa una porción relevante del sector financiero.

Por último, indica que en cuanto a la liberalización de los mercados, China permitirá el establecimiento de algunos bancos privados a modo de plan piloto para fines de abrir el sector al capital interno y externo; se relajaría el umbral para la entrada de capital extranjero a la banca; y, se reducirían los requisitos para efectuar operaciones en renminbis. Agrega que en ese país, tras observarse volatilidad en el mes, se han estabilizado las tasas de interés en los *money markets*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, expresa que la Reserva Federal dio inicio al denominado *tapering*, esto es, el programa de retiro de estímulo monetario, que contempla la reducción de compras de bonos del Tesoro y MBS por un monto aproximado de US\$ 10 billones mensuales en forma balanceada entre ambos títulos, esperándose que dicho proceso culmine en el mes de diciembre del año en curso. Hace presente que de acuerdo con lo consignado por ese Organismo en la minuta de la reunión correspondiente, se procederá a actuar con precaución, moderando en alguna medida las expectativas acerca de este proceso.

Además, informa que Irlanda realizó la primera emisión de bonos al plazo de 10 años tras el fin de su programa de rescate, y que la subasta mostró una fuerte demanda, favoreciendo al resto de las economías periféricas.

Asimismo, destaca que los mercados bursátiles de las economías desarrolladas han iniciado el año con fuertes alzas, mientras que los situados en países emergentes exhiben movimientos negativos. Agrega que el dólar estadounidense se ha fortalecido.

Por su parte, las primas por riesgo en economías desarrolladas han tendido a caer, lo mismo que la volatilidad en los mercados.

En materia de tasas de interés, manifiesta que las tasas de largo plazo se muestran estables en Estados Unidos de América y en la Zona Euro, aunque con ciertas variaciones durante el mes a propósito del inicio del *tapering*, y un grado de moderación luego del discurso que acompañó el comienzo de dicho proceso.

En lo referente a las tasas de política monetaria, resalta el predominio de las decisiones en orden a mantenerlas. Añade que el Banco Central Europeo, si bien anunció esa política, advirtió sobre la fragilidad de la actividad y su disposición a actuar en caso necesario; que el Banco de Japón continuará con la expansividad de su política hasta que la inflación alcance el 2% anual; y que el Banco Central de Brasil aumentó su tasa rectora en 50 puntos base, más allá de lo esperado por el mercado, destacando en un escueto comunicado que dicha alza representa la continuidad del proceso que se inició en el mes de abril de 2013.

Por último, consigna que Standard & Poor's redujo la calificación soberana de la Unión Europea desde "AAA" a "AA+"; ratificó a Alemania en "AAA"; elevó la de México desde "BBB" a "BBB+", con perspectiva estable; y redujo la clasificación de Venezuela, con perspectiva negativa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que entre las noticias relevantes del último mes figuran las emisiones de las economías periféricas a tasas de interés bajas. A título ejemplar, cita el caso de España, que emitió deuda a 10 años plazo a una tasa en torno a 3,7% anual, que si bien supera en alrededor de 200 puntos base la tasa del Bundesbank, resulta razonable atendida la crisis que afectó a ese país.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, haciendo referencia al comportamiento registrado por algunas variables financieras y los precios de *commodities* durante el año pasado.

En materia de *commodities*, destaca la notoria caída que registraron los precios de los metales preciosos, cercana al 30%, así como la anotada por los correspondientes a bienes agrícolas, de alrededor de 25%. Añade que el precio de los metales retrocedió algo más de 10%; que el de la energía se mantuvo sin mayor variación; y, que el correspondiente al agregado de *commodities* disminuyó en torno a 8%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente al rendimiento de los mercados bursátiles, resalta el significativo aumento de las bolsas de las economías desarrolladas, en particular, de las estadounidenses y de la Zona Euro, que exhibieron un crecimiento cercano a 30% y 20%, respectivamente, en circunstancias que las latinoamericanas registraron retrocesos importantes, que fueron aún mayor tratándose de la bolsa de valores chilena.

En lo relativo a los movimientos registrados durante el año 2013, indica que los mercados bursátiles exhibieron alzas al inicio al año, pero tendieron a revertirse posteriormente, en especial las bolsas de valores de las economías emergentes y en mayor grado en el caso chileno. Añade que las plazas bursátiles estadounidenses cerraron el año en el nivel máximo alcanzado en dicho ejercicio.

En materia de paridades, alude a la depreciación generalizada de las monedas de economías emergentes, con un movimiento algo más negativo en alguna época del año y una reversión en lo más reciente; y que la depreciación del peso chileno es comparable con la experimentada por las monedas de países exportadores de *commodities* y latinoamericanos. Además, destaca la apreciación del dólar estadounidense y del euro, en línea con una mayor confianza de los mercados acerca de Europa, así como también la registrada por el yuan.

Por último, señala que las tasas de interés de largo plazo de bonos de gobierno a 10 años de Alemania y Estados Unidos de América aumentaron alrededor de 50 y 120 puntos base, respectivamente, en tanto que la correspondiente a Chile a igual plazo disminuyó alrededor de 50 puntos base en el año 2013.

A continuación, y como es habitual, exhibe el *heat map* de condiciones financieras que se contiene en la lámina N° 8 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, alude nuevamente a la colocación de bonos de los países de la periferia europea. Sobre el particular, resalta las caídas significativas de los *spreads* soberanos frente al cierre del año 2012, particularmente en España, en que fue cercana a 200 puntos base a lo que se sumó un descenso adicional de aproximadamente 32 puntos base desde la última RPM.

En lo atinente a las bolsas de valores, destaca las alzas registradas en las economías desarrolladas frente a la última Reunión, que se han visto intensificadas en la última semana. En este aspecto, se refiere al aumento experimentado por las bolsas de valores de España e Italia, en torno a 13% desde la última RPM, acorde con la caída de las tasas de la deuda soberana de esos países. Agrega que la bolsa alemana exhibe un rendimiento cercano a 8% desde entonces y las plazas estadounidenses, rendimientos promedio en torno a 5%.

Por su parte, las bolsas de valores de economías emergentes exhiben caídas desde la Reunión pasada, aunque han tendido a moderarse en la última semana.

En todo caso, hace presente que la volatilidad ha disminuido.

Consigna que los CDS soberanos de las economías emergentes, específicamente de Asia, y América, han aumentado en la última semana, mientras que los CDS de Europa exhiben una caída frente a la Reunión anterior, en línea con el ambiente algo más positivo para esa región.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que desde inicios del año 2012 a la fecha, los CDS soberanos han disminuido, particularmente en el caso de las economías periféricas de Europa y con mayor intensidad en la última semana. En las economías emergentes, en tanto, muestran alzas desde la RPM anterior, especialmente en Brasil y Tailandia, mientras que en Australia y Nueva Zelanda exhiben algún grado de estabilidad.

En materia de tasas de interés de largo plazo, señala que el perfil de la curva de rendimiento para Estados Unidos de América y Alemania da cuenta de movimientos menores en relación a la última RPM, mientras que en las economías emergentes se han estabilizado en valores más elevados tras los aumentos experimentados desde el mes de mayo de 2013.

Además, exhibe la lámina N° 10 de la presentación, en que el panel del lado derecho, construido sobre la base de la respuesta mediana de las encuestas Bloomberg, muestra la evolución de las expectativas sobre el término del *tapering* en Estados Unidos de América. Hace notar que en el mes de enero de 2013, se esperaba que dicho proceso concluiría en el mes de marzo del año en curso, pero las expectativas han ido variando gradualmente acorde con los discursos y planteamientos de la Reserva Federal sobre la materia, proyectándose a esta fecha que concluirá en el mes de diciembre de este año.

En cuanto a China, manifiesta que las tasas interbancarias exhibieron bastante volatilidad en el último mes ante el temor de una eventual falta de liquidez, alcanzando niveles elevados a mediados del mes de diciembre, lo que llevó al banco central de ese país a inyectar cuantiosos recursos al mercado, con lo que tendieron a normalizarse, aunque en los últimos días se observa una ligera reversión. En efecto, la tasa repo interbancaria a 7 días ha tendido a estabilizarse en niveles algo por sobre el 4%, que es superior a lo observado a comienzos de año.

Sobre este aspecto, indica que las acciones adoptadas por el gobierno de China explican en parte el nivel de liquidez en esa economía, ya que habitualmente retira recursos de su banco central y los coloca en empresas estatales a través de la banca comercial. Este proceso no se materializó durante este año, con el propósito de restringir la liquidez en los mercados; no obstante, el Banco Popular de China se vio obligado a inyectarla, de manera de contener un aumento de la tasa interbancaria mayor que el previsto.

En relación con los flujos de capitales, señala que desde el mes de mayo de 2013 se observó un egreso de capitales desde las economías emergentes, los que se han invertido especialmente en renta variable de economías desarrolladas.

El señor Sergio Lehmann hace referencia a los vencimientos de deuda pública que enfrentarán las economías europeas en el curso del presente año. Destaca el caso de Italia y España, cuyos vencimientos suman alrededor de 400 y 200 billones de euros, respectivamente, aunque las nuevas colocaciones se efectuarían en condiciones financieras más favorables.

En lo referente a paridades, comenta que las monedas de las economías emergentes se depreciaron durante el año 2013, movimiento que se ha generalizado desde la RPM pasada. En la última semana, en tanto, se advierten apreciaciones, especialmente en las economías desarrolladas y algunos casos particulares entre las economías emergentes, tales como en Indonesia, Brasil y Chile.

Al proseguir con su presentación, alude a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, el PIB de Estados Unidos de América del tercer trimestre del año 2013 alcanzó a 4,1% trimestre a trimestre anualizado, superando el 3,6% consignado previamente; y que la segunda entrega de datos destaca las dinámicas que



BANCO CENTRAL DE CHILE

exhiben el consumo y la inversión. En materia de empleo, si bien se advierte una modesta creación de puestos de trabajo en el mes de diciembre, el desempleo cayó a 6,7% debido a una menor participación laboral, que se explicaría por razones de orden climático. Sin embargo, todos los indicadores dan cuenta de una recuperación del mercado laboral de ese país, como es el caso de las solicitudes de subsidio de desempleo, que en las dos últimas semanas han disminuido más allá de lo previsto.

A continuación, consigna que en la Zona Euro se advierten señales de mayor dinamismo y en cuanto a Japón, se observa una pérdida de impulso, aunque la encuesta Tankan sigue mostrando resultados positivos.

China, por su parte, habría crecido 7,6% en el año 2013 según lo informado por su gobierno, aunque se expresó cierto grado de preocupación por temas relacionados con costos laborales, medioambientales y deuda de gobiernos locales.

Añade que los PMI manufacturero en las economías avanzadas vuelven a expandirse al contrario de lo sucedido en las emergentes que disminuyen; mientras que los PMI de servicios, si bien se sitúan sobre el pivote 50, dan cuenta de una pérdida de dinamismo. Por último, alude a que la producción industrial brasileña no repunta.

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 que las cifras de actividad fueron superiores a lo anticipado y reitera que la creación de empleo total fue menor que lo esperado por razones de orden climático.

Hace presente que los indicadores de actividad también fueron positivos en la Zona Euro, mientras que Japón exhibe un panorama mixto.

Finalmente, menciona que en China, la producción industrial fue menor que lo anticipado; y que en Brasil, si bien resultó algo mayor que lo esperado, sigue dando cuenta de una caída en el margen.

En materia de confianza, señala que los PMI manufactureros dan cuenta de una mejora frente a los registros anteriores, mientras que los PMI de servicios resultaron ser menores que lo anticipado.

Por su parte, la confianza de los consumidores en Estados Unidos de América ha ganado dinamismo, no así en China, donde figura por debajo de lo esperado.

En términos agregados, manifiesta que en las economías desarrolladas se mantiene una visión más positiva desde el punto de vista manufacturero; y en las emergentes, es estable. Al considerar las perspectivas del sector servicios, la totalidad de las economías superan el pivote 50, pero las desarrolladas exhiben una caída en los últimos meses.

El señor Sergio Lehmann hace notar que el mercado laboral en Estados Unidos de América muestra cifras un tanto desconcertantes, al no ser coherentes con los cuadros de actividad y de solicitud de subsidio de desempleo, como tampoco, con los PMI que tienen un componente de empleo.

Destaca especialmente la caída de la participación laboral, que podría obedecer a factores climáticos, pero principalmente a un elemento de carácter estructural. Sobre este aspecto, alude a un análisis efectuado por la Gerencia de Análisis Internacional en que se plantea que conforme con un cambio estructural relacionado con la jubilación de los *baby boomers*, elementos asociados a un mayor número de años de estudios de las personas y otros vinculados con la población que tiene un grado de impedimento físico, la participación



BANCO CENTRAL DE CHILE

laboral debería tender a estabilizarse en torno a estos valores en los próximos años. En consecuencia, parte importante de ese elemento de orden estructural estaría recogido en las actuales tasas de participación.

En la Zona Euro, en tanto, el alto desempleo es el principal factor de preocupación, ya que atentaría contra una recuperación más dinámica y sostenida de esta región. Hace notar que la tasa de desempleo ha tendido a estabilizarse en 12%, y que España explica un tercio de esa cifra, seguida por Francia e Italia.

En cuanto a China, manifiesta que han tendido a caer las perspectivas industriales y confianza de consumidores.

Brasil, por su parte, mantendría un bajo dinamismo durante el presente año, en razón de que su crecimiento alcanzaría niveles similares a los registrados en el año 2013, esto es, relativamente bajos y menores que los de América Latina y del resto del mundo. Su inflación también seguiría exhibiendo registros elevados, superiores al promedio mundial, pero menores que en América Latina atendida la alta incidencia que representa la inflación venezolana. Agrega que la inversión bruta como porcentaje del PIB no experimentaría mayor variación y seguiría siendo menor que la de América Latina y el resto del mundo; y que en materia de balanza comercial se espera un mejor balance acorde con mayores exportaciones.

Hace notar que la inflación brasileña se ha estabilizado en niveles relativamente altos que se encuentran en la parte superior de su rango meta; que las tasas de colocación también se han mantenido elevadas; y que el tipo de cambio se ha depreciado.

Añade que la producción industrial de ese país aparece estancada, lo mismo que las ventas minoristas, que muestran tasas de crecimiento anual en torno a 4%.

En materia de inflación, expresa que en América Latina tiende a aumentar, mientras que en China ha disminuido acorde con la caída que exhiben los precios de los alimentos.

En lo atinente a política monetaria, resalta la rebaja acordada por los bancos centrales de Suecia y de Hungría, de 25 y 20 puntos base, respectivamente. En Brasil, en cambio, se acordó un aumento de 50 puntos base, que sorprendió al mercado, que esperaba un alza de solo 25 puntos base; y no se proyectan movimientos en los próximos dos meses en dicho país.

En cuanto a variaciones futuras de las tasas de política monetaria, menciona que en línea con los aumentos de la tasa rectora en Brasil, las perspectivas son algo más altas para América Latina, mientras que para el resto de las regiones no se esperan cambios significativos.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En este aspecto, indica que el precio del petróleo ha disminuido en medio de una corrección al alza de los crecimientos esperados de la producción de aquellos países no pertenecientes a la OPEP; que se han producido mayores exportaciones por parte de Arabia Saudita; y, perspectivas algo más favorables sobre un acuerdo entre Irán con el resto del mundo en materia de exportaciones petroleras, que a su vez contrarrestó el mayor riesgo geopolítico derivado de los conflictos en Libia, Irak y Sudán.

Asimismo, destaca el alza del precio del cobre, impulsado por favorables datos de actividad en las economías desarrolladas, así como también mayores importaciones efectuadas por China. Por último, manifiesta que los precios de los granos no exhiben mayor variación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo atinente al cobre, hace presente que el alza que registra su precio frente a lo observado en la Reunión pasada responde, en parte, al incremento de las posiciones especulativas o de agentes no comerciales, que han pasado a ser positivas después de un extenso periodo. Comenta que un componente asociado a ello se relaciona con algunas empresas chinas que están utilizando este metal a título de colateral para acceder a créditos externos, debido al alza de las tasas de interés en esa economía.

En cuanto a las principales variaciones de precios desde la última Reunión, precisa que el correspondiente a la gasolina y el cobre registraron alzas de 5,2% y 1,8%, respectivamente; y que entre las caídas destacaron las del precio del trigo y el de los petróleos WTI y Brent, de 7,5%; 5,5% y 2,5%, respectivamente.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que Goldman Sachs y otra entidad de esa naturaleza revisaron fuertemente a la baja sus perspectivas del precio del petróleo para el período 2014 y 2015, del orden de 10%, pero que esa corrección no sería generalizada entre los analistas de mercado.

El señor Sergio Lehmann indica que tales proyecciones se han corregido a la baja, pero en una magnitud menor e indican claramente a una caída del precio del petróleo en lo futuro. A título ejemplar, manifiesta que la producción de Arabia Saudita y de Estados Unidos de América compensan con creces las disrupciones de algunos de los países productores del Medio Oriente.

En materia de precios de alimentos, informa que las perspectivas actuales son algo menores que un mes atrás, porque las expectativas de alzas en el precio de la leche tenderían a revertirse.

Además, hace notar que el precio de la gasolina en Estados Unidos de América supera al previsto en la Reunión pasada, mientras que su trayectoria actual es levemente superior que la observada a comienzos del año 2013, debido fundamentalmente a una menor capacidad de refinamiento en el resto del mundo, especialmente en Europa. De hecho, esta región constituye uno de los grandes mercados a los cuales Estados Unidos de América exporta refinados de petróleo, lo cual ha presionado en algún grado los precios de la gasolina.

En relación con el petróleo Brent, señala que la tendencia no solo es a la baja, sino que mayor que lo observado un mes atrás, debido a un incremento de la producción esperada en el presente año.

Al concluir su exposición, el señor Sergio Lehmann exhibe la gráfica que se contiene en la lámina N° 34 de la presentación, que da cuenta de las disrupciones por problemas geopolíticos en Irak, Libia, Nigeria, Irán y otros productores no pertenecientes a la OPEP, desde enero del año 2011 a la fecha. Hace notar que tales disrupciones se han tornado relativamente importantes, cercanas a tres millones de barriles al día, no obstante, la producción de Arabia Saudita y de Estados Unidos de América ha aumentado en torno a tres o cuatro millones de barriles diarios respecto de esa misma fecha, modificando las perspectivas en materia de oferta de petróleo. Además, se espera que Estados Unidos de América continúe incrementando su nivel de producción de manera significativa en los próximos dos o tres años y que alcance niveles similares a los que exhibe actualmente Arabia Saudita.

Aclara que las cifras expuestas no incluyen los elementos asociados a la producción de petróleo brasileño, que de esta fecha al año 2020 o 2021 sería equivalente a la mitad de la producción actual de Arabia Saudita.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 Joaquín Vial señala que, en general, se advierte un panorama más bien positivo, sustentado fundamentalmente por las economías desarrolladas.

Resalta que el *tapering* ha ocurrido dentro de los rangos esperados y que las tasas de interés, luego de un leve aumento, se han revertido hasta alcanzar los niveles previos, lo cual constituye un motivo de tranquilidad, por lo que en definitiva estima que el escenario base es más positivo.

Agrega que los escenarios de riesgo le generan un grado de incertidumbre, en especial, los que se derivan de China, razón por la que plantea la conveniencia de efectuar un cuidadoso seguimiento a esa economía.

Por otra parte, plantea que ha aumentado el nivel de incertidumbre acerca de los precios de *commodities*. En efecto, tratándose del precio del petróleo, existen buenas razones que respaldan una baja significativa de precios en los próximos meses, pero sujeta a los riesgos geopolíticos que afligen a su principal zona productora. En cuanto al precio del cobre, en su opinión, resulta sorprendente que exhiba alzas, razón por la que no descarta que el escenario de riesgo de ese metal no esté considerando algún elemento que explique un precio mayor en los años 2014 y 2015 que lo proyectado previamente. Además, alude a noticias referentes a una acumulación de los denominados inventarios invisibles en China, cuya eventual liquidación podría afectar el mercado de ese metal.

De lo expresado en materia de precios de *commodities*, se infiere que en términos netos sería más positivo para Chile, aunque reconoce que el panorama se ha tornado complejo.

Por último, solicita que se precisen las razones que explicarían el alza de las tasas de interés en Brasil, atendido el bajo dinamismo que presenta su economía y la mayor estabilidad de la inflación, que es cercana a las metas contempladas por el Banco Central de ese país.

El Consejero señor Sebastián Claro hace referencia a una editorial del periódico Financial Times sobre China, que señala que el gobierno, al exigirse una meta de crecimiento en torno al 7,5% con rigidez, pierde a su vez grados de libertad para efectuar los ajustes que inevitablemente deberá realizar. En su opinión, lo expresado sugiere la necesidad de mantener la provisión de crédito por la vía bancaria tradicional o a través del *shadow banking*, ya que de lo contrario resultará difícil efectuar ajustes, destacando que lo expresado constituye un tema de riesgo relevante.

Asimismo, alude a la mayor tranquilidad que reina en Europa, así como a las tasas de interés de las recientes colocaciones de deuda de los países periféricos de esa región. Sobre este aspecto, señala que hasta dos o tres años atrás, solo eran accesibles las tasas de los bonos soberanos de un número reducido de economías, pero actualmente comienzan a sumarse títulos de otros países, entre ellos, aquellos de la periferia europea. A su juicio, la contrapartida de este fenómeno la constituye la salida de capitales de las economías emergentes.

Por último, solicita dejar expresa constancia en el Acta de la presente Reunión que le parecen errados los análisis que realiza la prensa extranjera sobre la vulnerabilidad de la economía chilena. En efecto, estima que la política que se aplica en Chile de tipo de cambio flexible, la experiencia pasada y el nivel de reservas internacionales del país, entre



BANCO CENTRAL DE CHILE

otros indicadores, permiten corregir esa evaluación, considerando que estos elementos no están presentes en otros países. En este sentido, consigna que, por ejemplo el comportamiento de los CDS *spreads* de Chile a 5 años da cuenta de lo expresado.

El Consejero señor Enrique Marshall comparte la visión de un panorama mundial más positivo e incluso mejor que el contemplado en el escenario base. En particular, destaca las alentadoras noticias provenientes de Europa, que se suman a la recuperación que exhibe Estados Unidos de América.

Las economías emergentes, en cambio, presentan bastante volatilidad, no solo por el alza de las tasas de interés y la caída de los precios de *commodities*, sino que también por problemas que no se abordaron durante el largo período en que las condiciones fueron ventajosas.

Manifiesta que para Chile resulta ser interesante y beneficiosa la combinación de un menor precio del petróleo y un mayor precio del cobre que el internalizado previamente.

En síntesis, expresa que el panorama general no es significativamente mejor, pero sí es más favorable que el contemplado en los análisis previos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca las mejores noticias provenientes de Estados Unidos de América, cuya economía no solo crece a una tendencia de 3,5%, aproximadamente, sino que además la Reserva Federal espera que se sitúe en torno a 3% el próximo año, lo que representa un mejoramiento significativo frente a lo proyectado previamente. De hecho, se advierte una mejora en el balance de las familias, en el sistema financiero y también en las corporaciones, a lo que se suma que la amenaza de una paralización del sector público dejaría de estar presente a partir de este año.

Asimismo, menciona que Europa exhibe una recuperación frágil y modesta, y que persisten las preocupaciones en torno a la inflación, por cuanto sigue anotando registros bajos.

Comenta que en la reciente reunión organizada por el Bank for International Settlements, en Basilea, el Presidente del Banco Central Europeo señor Mario Draghi planteó que había concluido la fragmentación que estuvo presente durante largo tiempo en la Zona Euro, aunque en su opinión personal estima difícil que ello acontezca dada la situación que aún afecta a Grecia, no así la de Italia y España, en que se están alcanzando niveles más razonables, entre otros motivos, porque las empresas de mayor tamaño están obteniendo adecuado financiamiento.

En lo concerniente a las economías emergentes, se advierte bastante volatilidad, ya que por una parte, mientras Sudáfrica y Turquía son objeto de preocupación, Brasil espera un crecimiento mayor para el próximo año.

En síntesis, se observa un panorama económico mundial más tranquilo y positivo, con alguna volatilidad en las economías emergentes, y en cuanto a China, considera que exhibiría altas tasas de crecimiento durante algún tiempo.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere a la situación de la economía de Brasil, con motivo de la inquietud planteada por el Consejero señor Joaquín Vial. Sobre el particular, precisa que la inflación se ha mantenido relativamente alta, a pesar de exhibir un crecimiento débil por un período prolongado. Agrega que la tasa de interés está muy cerca del límite superior, razón por la cual el Banco Central de Brasil ha realizado un esfuerzo importante para tratar de reducirla y en el Comunicado de su última Reunión dio a entender que se acerca el término del ciclo de alza de tasas de interés, aunque ello dependerá del comportamiento de la inflación en los próximos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

Hace presente que la actividad continúa exhibiendo signos de desaceleración, principalmente en los sectores Resto, y que la demanda interna no registra crecimiento, con incidencias negativas de la inversión.

Precisa que la contracción de la inversión ha sido más significativa en la parte maquinarias, que corresponde a su componente más volátil; y que se modera la inversión en construcción, pero el dinamismo de las ventas de viviendas podría imprimir mayor vigor a este sector.

Destaca que el consumo aún mantiene un notorio dinamismo; las expectativas de hogares siguen siendo optimistas; y la masa salarial continúa creciendo a tasas relativamente elevadas, aunque presenta una leve moderación en el margen.

Agrega que las condiciones de financiamiento son algo más contractivas, pero la demanda se percibe más dinámica en algunos segmentos.

Hace notar que las proyecciones internas para la actividad y la demanda se han corregido a la baja, de manera más relevante tratándose de los sectores Resto. En este sentido, destaca que los Imacec de los próximos dos meses se situarían en torno al 3%.

Los salarios nominales exhiben una gradual moderación en su ritmo de expansión anual; y el tipo de cambio, que mostró una fuerte depreciación hace algunos meses, se ha estabilizado y no presenta grandes cambios en relación a la última Reunión.

Por otra parte, consigna que la inflación del año 2013 cerró en 3% y con sorpresas al alza en ítems influidos por la depreciación del tipo de cambio, llevando, de hecho, a corregir levemente al alza la proyección de inflación por los efectos rezagados de dicho fenómeno. Añade que los cambios en la canasta y la nueva base del IPC que se observarán a partir del registro de inflación correspondiente al mes de enero, no tendrían mayor incidencia en las proyecciones mensuales de inflación, pero podría producir algún sesgo a la baja en su medición interanual.

Indica, además, que la curva *forward* se movió levemente a la baja desde la última RPM y se ha alineado con las distintas encuestas.

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

En materia de actividad, manifiesta que el Imacec del mes de noviembre pasado confirmó la tendencia a la desaceleración de la actividad; que la variación mes a mes fue positiva luego de registrar caídas importantes en los dos meses previos; y que para el cuarto trimestre del año 2013 se espera una contracción del PIB.

En términos sectoriales, la desaceleración se concentra en los sectores Resto y de manera generalizada entre sus componentes. A título ejemplar, señala que el último dato de servicios financieros da cuenta de una caída; el comercio, si bien se ubica en niveles altos, también exhibe una disminución; y la industria se desaceleró significativamente meses atrás, entre otras razones, porque algunas ramas debieron cerrar líneas de producción asociadas a pérdida de competitividad frente a China.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La demanda presenta un crecimiento interanual nulo debido a una significativa contracción de la inversión, explicada a su vez por las existencias y también por la inversión en capital fijo.

Sobre este aspecto, plantea que se ha acentuado la caída en los niveles de la inversión en maquinarias y equipos, en lo que ha incidido en parte las compras de aeronaves. En la actualidad, sus tasas de crecimiento son cercanas a -30%.

Hace notar que la inversión en construcción también ha moderado su crecimiento, en un contexto en que las expectativas del sector representadas por el IMCE, también se han contraído y se ubican en terreno pesimista. La encuesta de la Cámara Chilena de la Construcción, en cambio, refleja que las empresas del sector se mantienen optimistas, pero en menor grado que hace un año.

En materia de percepciones, indica que no solo han caído las referidas a la demanda actual, sino que también las expectativas futuras, en especial, aquellas que se vinculan con el empleo esperado.

El señor Claudio Soto señala que se identificaron algunas empresas ligadas mayormente a obras de ingeniería y otras enfocadas a la edificación de viviendas para efectos de establecer algún grado de diferenciación en materia de expectativas. Informa que Socovesa, empresa especializada en la construcción de viviendas, mantiene bastante optimismo, mientras que Besalco, asociada mayormente a obras de ingeniería, aparece más pesimista. En su opinión, ello podría indicar que el sector ligado a obras de ingeniería estaría contribuyendo al menor dinamismo del sector construcción, mientras que las orientadas a la construcción de viviendas seguirían imprimiendo algún grado de vigor a este sector.

Entre los indicadores utilizados para su seguimiento, plantea que el indicador sintético exhibe una caída en el margen, pero algunos de sus componentes todavía dan cuenta de un grado de dinamismo. A modo de ejemplo, menciona que el empleo y las ventas de proveedores presentan tasas de crecimiento significativas, mientras que los permisos de edificación y los datos de cemento han estado incidiendo negativamente en el indicador antedicho.

En lo concerniente a las ventas de viviendas, expresa que cifras provisionarias de la Cámara Chilena de la Construcción, correspondientes al cuarto trimestre del año 2013, muestran niveles de ventas bastante elevados y, de hecho, un rebote importante luego de exhibir tasas de crecimiento interanuales negativas por algunos efectos base.

Añade que el IPEC, que consulta por las condiciones actuales para comprar una vivienda, no ha registrado movimientos importantes a la baja. Por lo tanto, el mercado inmobiliario aún podría dar algún impulso al sector construcción.

Por su parte, las colocaciones para la vivienda exhiben una leve tendencia al alza, en un contexto en que las tasas de los créditos hipotecarios han caído respecto de lo observado a fines del año 2012.

Las condiciones de oferta de crédito para las empresas constructoras e inmobiliarias presentan un fuerte deterioro a partir del año 2012, particularmente a comienzos del año pasado. Por el contrario, los bancos perciben que la demanda de crédito de las empresas constructoras ha aumentado, mientras que la de las inmobiliarias retrocede de manera importante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo referente a la inversión pública, informa que el avance de la ejecución fiscal ha sido algo mayor que lo observado en el año 2012, pero se sitúa en el rango medio - bajo en términos históricos; que en los últimos meses se advierten tasas de crecimiento anuales negativas en el componente público de la inversión; y que la inversión en vivienda y en obras públicas presenta un notorio retroceso, que se relacionaría con el término de los programas de reconstrucción.

El señor Claudio Soto hace notar que en la industria también se advierte un retroceso en la percepción de las empresas, no así en el sector comercio, que se mantiene en terreno optimista, aunque en un nivel menor que a fines del año 2012.

Resalta que las expectativas de los consumidores también se han mantenido relativamente optimistas y en niveles elevados desde una perspectiva histórica.

La masa salarial, por su parte, si bien continúa creciendo a tasas relativamente elevadas, exhibe un grado de moderación en el margen, asociado fundamentalmente a la desaceleración de los salarios reales, explicada a su vez por una leve caída de los salarios nominales y el aumento de la inflación.

Consigna, además, que los indicadores de comercio sugieren que el consumo de bienes no durables se mantiene dinámico. El consumo de durables, en cambio, que había sorprendido al alza por algunos meses, exhibe cierta moderación en el margen.

En relación con la venta de automóviles, los datos de la Asociación Nacional Automotriz de Chile, ANAC, dan cuenta que la caída y posterior recuperación que exhibieron recientemente se asocia a la paralización del Servicio de Registro Civil e Identificación, que imposibilitó la inscripción de automóviles, lo que posteriormente se restableció.

En cuanto a las importaciones de automóviles, destaca su notoria caída en términos de unidades, no así en términos de valores nominales, por el ingreso de automóviles de mayor valor; y que las automotoras han disminuido sus *stocks*, previendo un posible retroceso de las ventas en adelante.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación señalando que las colocaciones de consumo han aumentado en el margen, a pesar de condiciones de otorgamiento de crédito algo más restrictivas para los hogares.

El Consejero señor Sebastián Claro hace referencia a la reciente presentación de las cuentas trimestrales por sector institucional del tercer trimestre de 2013, oportunidad en que se consignó que el consumo exhibe una desaceleración menor que la masa salarial, y que su contrapartida la constituye un mayor endeudamiento de los hogares en el margen. En consecuencia, consulta si de persistir la moderación de la masa salarial, estas condiciones de crédito más restrictivas darían espacio para que el consumo siga creciendo apoyado en endeudamiento.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que en la fase del ciclo actual, el aumento de la demanda por crédito conlleva más riesgos, porque surge como resultado de un descenso de las tasas de interés y el aumento de la inflación; por lo tanto, en el corto plazo, el ajuste se produce vía endeudamiento. En estas circunstancias, el incremento del crédito no obedecería a factores vinculados a un gran ímpetu en la economía, sino que más bien a su debilitamiento.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de contar con un análisis sobre la calidad predictiva que reviste el indicador de cambios de la Encuesta de Crédito Bancario.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan alude a un estudio realizado por los economistas señores Oda, García y Calani, en que se concluye que esta información es valiosa en carácter de predictor del consumo y de la inversión futura.

El señor Claudio Soto retoma su presentación y manifiesta que en lo atinente al comercio exterior, los datos correspondientes al mes de diciembre dan cuenta de una caída muy importante de las exportaciones y un rebote de las importaciones, lo que no solo se traducirá en una mayor acumulación de inventarios en dicho mes, sino que ha llevado a reevaluar la proyección para el cuarto trimestre del año 2013.

A continuación, hace referencia a los paros portuarios de las últimas semanas. Plantea que el 23 de diciembre último comenzó el primer paro, en el puerto de Angamos, y tres días después se sumó el puerto de Antofagasta; y que la mayor parte de ellos se han producido a contar del 3 de enero último.

Hace presente que los terminales que han estado paralizados abarcan más de la mitad de las exportaciones e importaciones. En efecto, tratándose de las exportaciones, alrededor del 60% de la carga se moviliza por su intermedio, porcentaje que alcanza al 55% en el caso de las importaciones. Agrega que los puertos que conforman la Unión Portuaria Biobío son muy relevantes para las exportaciones; San Antonio es importante para el sector frutícola y las importaciones de bienes de consumo; y otros tienen gran significado para productos específicos, como es el caso de Quintero en materia de combustibles y Mejillones en términos de su aporte en volumen y valor.

Asimismo, exhibe el gráfico que se contiene en la lámina N° 58 de la presentación, que muestra el impacto de las paralizaciones registradas desde el año 2011 a la fecha sobre las cifras de comercio exterior, precisando que ellas han sido de distintas intensidades, razón por la que no son necesariamente comparables. A título ejemplar, hace notar los efectos relevantes producidos a mediados del año 2012 y también en el mes de marzo de 2013, pero que se revirtieron posteriormente. Por otra parte, se debe tener presente el efecto sustitución de puertos, ya que parte de los envíos que debían exportarse por aquellos terminales paralizados, se derivan a otros que se encuentran operativos, o bien, se utiliza el transporte aéreo para dicho propósito.

Por último, indica que sobre la base de información correspondiente a la primera semana del presente año, se estima que las últimas paralizaciones tendrán una incidencia relevante en las cifras de comercio exterior del mes de enero, que se compensaría en lo futuro; y que no se producirá un aumento de inventarios, porque esta situación coincide con la disminución de las importaciones.

A continuación, el señor Claudio Soto exhibe las tablas que se contienen en las láminas números 59 y 60 de la presentación, que dan cuenta de la evolución reciente y las proyecciones del producto y de la demanda.

Sobre el particular, destaca que la proyección de la demanda final del cuarto trimestre se ha corregido fuertemente a la baja, desde el 2,5% consignado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM a un 0,6%, motivada por un mayor retroceso de la inversión en maquinarias y equipos desde -12,5% a -28,3%, explicado en parte por las compras de aeronaves y también por una revisión a la baja de la inversión en construcción. Ello se ha traducido en una significativa corrección a la baja de la inversión en capital fijo, desde el 3,8% contemplado en dicho Informe hasta un -11%.

Agrega que la contribución de los inventarios al PIB se ha revisado al alza, debido a la caída de las exportaciones y al aumento de las importaciones en el mes de diciembre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo atinente al primer trimestre del presente año, expresa que se espera una recuperación de la demanda final en términos interanuales, que crecería en torno a 3%. Hace el alcance que las cifras de comercio exterior consignadas en el cuadro que se contiene en la lámina N° 59 no incorporan los efectos posibles de los paros portuarios, ya que se supuso que concluirían en el curso de la presente semana, lo que no ha ocurrido.

Asimismo, y respondiendo una consulta formulada por el Presidente señor Rodrigo Vergara, informa que la balanza comercial cerraría el año 2013 con un superávit de US\$ 2.500 millones.

En lo concerniente a la actividad, manifiesta que el PIB del cuarto trimestre se ha corregido a la baja desde el 3,3% consignado en el IPoM a un 2,8%, por concepto de la revisión a la baja de los sectores Resto de 80 puntos base. Añade que el crecimiento de estos sectores seguiría moderándose en el curso en el primer trimestre del año 2014 y de hecho, se proyecta que el PIB Resto crecerá 3,0%, en lugar de 3,9%, lo que implica una corrección de casi un punto menos que lo contemplado en dicho Informe.

Con todo, plantea que la proyección supone una reaceleración de la demanda y de la actividad en los próximos meses, y que los Imacec implícitos en la proyección serían menores que 3% en los meses de diciembre de 2013 y enero de 2014 atendidas las bases de comparación, y cercanos al 4% a partir del próximo mes de febrero.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación mencionando que los salarios han retrocedido en términos de su variación interanual, aunque se advierte heterogeneidad entre sectores.

Por su parte, el tipo de cambio, que se depreció significativamente en los meses de octubre y noviembre últimos, exhibe bastante estabilidad desde la última Reunión. Acota que el tipo de cambio real se ubica en 93,3, por lo que se encuentra alineado con su promedio histórico.

Sobre este aspecto, destaca que un ejercicio estadístico realizado con un modelo econométrico muestra que el efecto de la depreciación en la inflación es casi instantáneo, porque opera principalmente a través de los combustibles, donde el denominado *pass through*, esto es, la transmisión de las variaciones del tipo de cambio a las importaciones y exportaciones, es casi inmediato. Agrega que dicho efecto se mantendrá en los meses subsiguientes y comenzaría a disiparse a contar del quinto mes, en la medida que no se registre una depreciación adicional de la moneda.

En lo concerniente a la inflación, expresa que el IPC experimentó una variación de 3,0% en el año 2013, con una alta incidencia de la inflación subyacente, que ha registrado variaciones positivas y mayores que lo observado históricamente.

Destaca que el registro del mes de diciembre constituyó una sorpresa al exhibir una variación de 0,6%, casi cuatro décimas superior a lo anticipado. Precisa que la sorpresa explicada por la parte subyacente alcanzó a 0,14 puntos porcentuales; la derivada de la parte de bienes fue de igual magnitud y se concentró en frutas y verduras y carnes; en tanto que la energía contribuyó con 8 puntos porcentuales, fundamentalmente por el alza anotada por el gas. Además, resalta el alza de los paquetes turísticos, que se explica principalmente por la depreciación del tipo de cambio y que alcanza a 7% en términos mensuales, superior al rango de variación exhibida en el período comprendido entre los años 2003 y 2012.

En cuanto a la proyección de inflación para los meses de enero y siguientes, presenta los datos esperados conforme a la canasta vigente hasta el mes de diciembre último, así como los proyectados de acuerdo con la nueva canasta que comenzó a regir este mes. Hace notar que según la canasta anterior, la inflación esperada para el mes de enero se



BANCO CENTRAL DE CHILE

corrige al alza por el aumento de los precios de los automóviles, que obedecería a efectos rezagados del tipo de cambio, mientras que para los meses siguientes no se observan mayores variaciones frente a lo contemplado en la Reunión anterior.

Conforme a la nueva canasta, que considera cambios en los ponderadores y en la base del IPC, se espera un registro de 0,3% para el mes de enero, menor que el 0,4% que resultaría con la canasta antigua; y para los meses de febrero y marzo, cifras algo mayores, porque la nueva canasta otorga una ponderación más alta a los servicios educacionales y, por lo tanto, las alzas estacionales por dicho concepto se verán reflejadas en el mes de marzo.

En lo relativo a la trayectoria del IPC en doce meses, señala que conforme a la antigua canasta, habría alcanzado a 3,1% hasta el mes de marzo próximo y registrado un impulso importante en los meses de abril y mayo, con cifras de 3,8% y 4,0%, respectivamente, por efectos base de las reliquidaciones de las tarifas eléctricas del año pasado.

Para efectos de proyectar la inflación de acuerdo con la nueva canasta, se efectuó la mejor estimación de lo que sería el índice de referencia que publicará el Instituto Nacional de Estadísticas, INE, dando como resultado que los registros en doce meses estarían en torno a 2,7% hasta el mes de marzo, y en los meses de abril y mayo alcanzarían a 3,2% y 3,3%, respectivamente.

El señor Claudio Soto informa que el INE publicará el nivel del índice del 2013, que es coherente con la nueva canasta; la nueva base y las respectivas metodologías; y la variación mensual de enero con la nueva canasta. Las variaciones en doce meses, en tanto, serán publicadas a partir del mes de enero del año 2015.

Acota que las expectativas de inflación se han movido al alza y se ubican en torno a la meta en el horizonte de política.

En cuanto a las expectativas de Tasa de Política Monetaria, TPM, comenta que la curva *forward* osciló marginalmente a la baja frente a lo observado en el último IPoM, alineándose con las encuestas en 4% anual.

Al concluir su presentación, manifiesta que las distintas encuestas reflejan que una fracción relevante de las personas consultadas estima que se mantendrá la tasa rectora en esta Reunión de Política Monetaria y que el Consejo acordará un nuevo recorte de tasa en la Reunión del mes de febrero 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 Sebastián Claro señala que sus inquietudes se relacionan con la demanda, la actividad y la inflación.

En lo atinente a la inversión, se ha planteado que la desaceleración de la inversión en maquinarias y equipos sería la contrapartida del fin de ciclo minero, y que las menores cifras que exhibe la inversión en construcción corresponderían al resultado del ciclo de inversiones. El Consejero señor Sebastián Claro solicita la opinión de la Gerencia de División Estudios sobre el particular y que asimismo se informe acerca de si dispone de otros antecedentes que den cuenta de un fenómeno más generalizado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de actividad, expresa que resulta evidente que los últimos dos Imacec han sorprendido a la baja, en particular, en lo referente al sector Resto. Al respecto, pregunta si estas cifras serían compatibles con el escenario del último IPoM o si hacen complejo sostener las proyecciones para el presente año que se consignan en dicho Informe.

Finalmente, plantea que las sorpresas inflacionarias de los últimos dos o tres meses, atribuibles principalmente al tema cambiario, constituye un incremento por una sola vez que se verá reflejado en los próximos dos o tres IPC, ya que no se espera una depreciación adicional del tipo de cambio. Agrega que no cuenta con otros elementos que le permitan formular un planteamiento en contrario, razón por la que solicita profundizar este tema.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que la actividad y el gasto exhiben un comportamiento acorde con lo anticipado; el consumo presenta algún rezago; y que la inflación ha ajustado los salarios reales a la baja. En general, estima que nos encontramos en el escenario base del IPoM, con algunos ajustes que pueden ser objeto de análisis.

En lo atinente a inflación, considera que el último registro no se ajusta a lo previsto y si bien su variación se explica claramente, surge un riesgo de carácter comunicacional, que amerita especial atención y cuidado con el propósito de no generar una sobre-reacción en el mercado y complicaciones en el manejo de la política monetaria.

El Consejero señor Joaquín Vial da inicio a su intervención manifestando su reconocimiento a los personeros de la Gerencia de División Estudios por la presentación del escenario interno, que califica de completa.

En materia de actividad, estima que los aspectos vinculados a hogares se presentan razonablemente bien, no así aquellos relacionados con las empresas, en particular, en cuanto a la inversión. Por esta razón, plantea la conveniencia de efectuar un análisis prospectivo a partir de los catastros de la Corporación de Bienes de Capital y del propio Informe de Percepciones de Negocios, separando la información conforme a estos dos tipos de empresas.

Asimismo, consulta por los aspectos que respaldarían la re-aceleración de la demanda y de la actividad en los próximos meses, que se consigna en la lámina N° 61 de la presentación.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón se refiere a la lámina N° 70, cuyo encabezado indica "Expectativas de inflación se han tendido a incrementar moderadamente y se ubican en torno a la meta en el horizonte de política." Sobre el particular, hace notar que luego de conocerse el último dato de inflación se ha advertido gran volatilidad y que los seguros de inflación a doce meses aumentaron a 3,8% o 3,9%, nivel más pesimista que las proyecciones internas, pero luego retornan a 2,59% en el mes de diciembre de 2014.

Agrega que la proyección de inflación a dos años, que llegó a 3% hace algunos días, ha caído 25 o 30 puntos base en la última semana, a lo que se suma que el mercado aprecia caídas importantes en la tasa *swap*. Por lo expuesto, los analistas, luego de internalizar los nuevos datos, anticipan un escenario más negativo, de mayor desaceleración y menor inflación, coherente con las proyecciones internas. En su opinión, es relevante el cambio de visión acerca del escenario futuro en ese periodo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan manifiesta que, en su opinión, las condiciones de actividad y de demanda externa que exhiben las economías desarrolladas serían más positivas de lo estimado, mientras que las principales economías emergentes muestran condiciones algo menos expansivas y riesgos que podrían afectar la demanda en los meses venideros. De acuerdo con esta visión y ponderando dichas condiciones de demanda por los socios comerciales a través del precio del cobre y los términos de intercambio, consulta acerca de si el empuje por el lado de la demanda de importaciones se incrementa o se desacelera.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que la desaceleración de la inversión ya no se circunscribe únicamente a un sector, sino que se trata de un fenómeno más generalizado.

En lo que concierne a la actividad, plantea que la desaceleración, largamente esperada, se materializó finalmente y que, de alguna manera, se anticipa un grado de aceleración. Sobre este aspecto, alude a la evolución de la actividad en Perú, que luego de registrar una desaceleración significativa, exhibe una reacceleración. De hecho, comenta que el Presidente del Banco Central de Reserva de ese país, señor Julio Velarde, manifestó que se proyecta en esa economía un crecimiento de 6% para el cuarto trimestre de 2013.

En materia comunicacional, concuerda con el planteamiento del Consejero señor Enrique Marshall, en cuanto a que ha surgido un riesgo que debe ser considerado con especial cuidado.

En su opinión, la evolución de la inflación no debiera ser motivo de preocupación, en particular, por los bajos registros de inflación externa y la caída esperada en el precio del petróleo.

Por último, concede la palabra al Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria señor Enrique Orellana para que informe acerca de los aspectos relevantes recogidos en su reciente visita al norte del país.

El señor Enrique Orellana señala que, en términos generales, se observa un panorama coincidente con el consignado precedentemente.

Hace presente que las empresas vinculadas al consumo manifiestan que la demanda sigue siendo muy importante, en especial, en el sector automotriz.

En cuanto a la caída de las importaciones de automóviles consignada en la presentación, manifiesta que se asocia esencialmente a un período de cambio de modelos, esperándose, de hecho, solo una mínima disminución de las ventas en comparación con el año 2013, desde 375 mil a 370 mil vehículos.

Las empresas ligadas al sector industrial y los proveedores de la minería, en cambio, advierten un panorama más complejo que no se vincula al fin del ciclo minero, sino que a un tema de costos, que se ha traducido en una caída en la inversión. A título ejemplar, comenta que los proyectos mineros siguen en carpeta, pero quienes renovaban sus camiones todos los años, han optado ahora por hacerlo cada tres años.

Agrega que los profesionales de esa Gerencia que han visitado otras regiones, son de opinión que se advierte efectivamente un ajuste generalizado de la inversión. En este sentido, los empresarios han presupuestado mantener o aumentar levemente sus niveles de inversión durante el presente año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En términos del desempeño de los negocios, plantea que alrededor de dos tercios de las personas consultadas declaran exhibir tasas de crecimiento inferiores al 50% de aquellas registradas en el año 2013, pero dentro de los rangos esperados, por lo que resulta llamativo que sus flujos exhiban altas tasas de crecimiento. Por lo tanto, su preocupación principal no radicaría en la desaceleración de su crecimiento, sino que en mantener sus flujos.

En lo relativo a las empresas bancarias, sus personeros han manifestado encontrarse activas en materia de otorgamiento de créditos de consumo y, en particular, en créditos hipotecarios. Tratándose de créditos a empresas, reconocen que las condiciones de este tipo de préstamos se han tornado más restrictivas.

Por último, informa que no se advierte preocupación por la inflación, incluso luego de conocido el sorpresivo registro del mes de diciembre. En cuanto a la depreciación del tipo de cambio, los consultados estiman que no generará mayores trastornos en términos de costos en la medida que no supere los \$550.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera se refiere al rango de amplitud de la desaceleración de la inversión. Sobre el particular, señala que en el corto plazo no se cuenta con los indicadores necesarios para pormenorizar el porcentaje que responde a inversión en minería frente a otros sectores; no obstante, igualmente se puede afirmar que hay aspectos asociados a otros sectores que también se desaceleran, como es el caso de los materiales de transporte, obras relacionadas con el sector de energía, y obras públicas en el segundo semestre del año 2013. Agrega que esta desaceleración se encuentra concentrada en el componente más volátil de la inversión.

Hace notar que esta mayor caída de la inversión tiene una serie de efectos sobre otros sectores de actividad, tales como el comercio, construcción, servicios de ingeniería e industria, razón por la que se han debido corregir a la baja las proyecciones de corto plazo, especialmente, de la parte Resto. Enfatiza que para el corto plazo se trata de un ajuste relevante del orden de seis décimas en el cuarto trimestre de 2013 y de ocho décimas en el trimestre en curso.

En lo atinente a la inflación, manifiesta que hasta esta fecha, no se advierte traspaso ni efectos del reciente *shock* de precios sobre otros indicadores, tales como los salarios nominales, expectativas o inflación de servicios.

En su opinión, el dinamismo del consumo se mantiene por razones de orden financiero, ya que los ajustes del consumo debieran ser graduales por dos razones fundamentales.

En primer término, expresa que en la medida en que continúe ratificándose el mayor pesimismo de las empresas y una menor inversión, su contraparte estará en sus decisiones de contratación de mano de obra, lo que también debiera reflejarse en un relajamiento de las condiciones del mercado laboral, tanto en términos de empleo como de salarios nominales. En segundo lugar, la normalización de la inflación y el menor aumento de los salarios reales e ingresos reales, también tiene una contrapartida sobre las decisiones de consumo.

En cuanto a los cambios en el escenario internacional, si bien en el margen existe una visión positiva acerca de ellos, no existen elementos que ameriten modificar sustantivamente el escenario consignado en el último IPoM. En su opinión, si bien se han despejado algunos de los riesgos que aparecían a esa fecha, tales como el riesgo fiscal en Estados Unidos de América y el riesgo del *tapering*, no se justifica un cambio significativo de dichas proyecciones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto alude al rebote de las proyecciones de crecimiento. Sobre el particular, expresa que si bien la reciente desaceleración obedece en parte a hechos puntuales y transitorios, como el cierre de plantas en algunos sectores, ella responde principalmente a una evaluación de los fundamentos del ciclo que se presenta con bastante incertidumbre y riesgos. Sin embargo, el dinamismo del consumo y la desacumulación de inventarios sugieren mayor actividad en los meses venideros, pero sujeta a riesgos de importancia.

Plantea que la depreciación del tipo de cambio real debería favorecer a algunos sectores y que la disminución registrada por la industria se debería revertir en aquellos sectores que están recuperando competitividad. En consecuencia, existen argumentos que sugieren un mayor dinamismo futuro, con ciertos riesgos.

Por último, señala que las expectativas de inflación no han variado mayormente desde la Reunión pasada, pero sí se advierte un grado de confusión en el mercado por el cambio de canasta del INE, que se espera sea transitorio, mientras se alcanza una cabal comprensión de sus modificaciones y funcionamiento. Deja constancia que los distintos análisis efectuados internamente sugieren que la nueva canasta implicará un sesgo al alza en algunos casos y en otros, a la baja.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:15 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° 206.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de julio de 2014 se efectuará el día martes 15 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 la Reserva Federal comenzó a reducir su programa de compra de activos y que esta decisión, anticipada desde hace tiempo, no produjo mayores consecuencias sobre los mercados financieros internacionales. Asimismo, menciona que los datos recientes confirman que continúa la recuperación de las economías avanzadas, mientras que las emergentes mantienen un crecimiento más moderado respecto de su tendencia histórica; que el dólar estadounidense se apreció levemente en los mercados internacionales; y que los índices de precios de materias primas presentaron disminuciones en la mayoría de sus componentes, siendo el del cobre una de las excepciones.

En lo atinente al plano local, expresa que los datos recientes de actividad y demanda señalan que ha continuado la desaceleración de la economía, destacando el deterioro adicional de los indicadores de la inversión y también su impacto sectorial.

En materia de inflación, indica que el IPC del mes de diciembre aumentó por sobre lo proyectado por el mercado y también de lo implícito en el último IPoM; y que si bien la inflación total y la subyacente se incrementaron a 3% y 2,1%, respectivamente, las expectativas en el horizonte relevante para la política monetaria siguen en torno a 3% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que el rango de crecimiento anual de las medidas de salarios nominales y reales se ajustó a la baja en el mes de noviembre pasado.

Consigna, además, que el peso chileno está prácticamente en el mismo nivel que hace un mes.

Por último, expresa que la mayoría de los analistas y operadores de mercado esperan dos recortes de la TPM durante la primera mitad del año, y que se mantendrá en esta oportunidad.

El señor Luis Óscar Herrera señala que los antecedentes antedichos llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta ocasión, 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.

En lo referente al contexto internacional, menciona que los indicadores recientes son coherentes en términos generales con el escenario base planteado en el último Informe de Política Monetaria. Agrega que el crecimiento de nuestros socios comerciales continúa siendo levemente inferior a su promedio histórico, pero que se anticipa su recuperación gradual en los trimestres venideros. El precio del cobre permanece en niveles históricamente altos, pero tal como ha sido destacado en reuniones anteriores, el ciclo global de inversiones en minería muestra un menor dinamismo.

Añade que la Reserva Federal comenzó a reducir sus compras de activos en circunstancias que en la mayoría de las economías avanzadas la inflación evoluciona por debajo de las respectivas metas, lo que anticiparía un retiro muy gradual de los estímulos monetarios de estas economías; y, las condiciones financieras para las economías emergentes permanecen en niveles más restrictivos de los observados desde mediados del año 2013.

En cuanto a las alternativas que se proponen para esta Reunión, reitera que la opción de reducir la TPM es acorde con lo planteado en el último IPoM, por cuanto, por varios trimestres la actividad económica y, en particular, la de los sectores distintos a recursos naturales, ha venido creciendo por debajo de su tendencia, lo que resta presión al uso de la capacidad instalada; y en algún plazo, también se estima que se reflejará en un relajamiento de las condiciones en el mercado laboral.

Además, los datos recientes muestran que en el margen la desaceleración de la economía chilena ha continuado profundizándose, y que algunos indicadores vinculados a la inversión se sitúan en un nivel inferior a lo esperado, lo que de mantenerse en el tiempo llevaría a corregir las proyecciones de actividad a la baja y con ello, las perspectivas de las presiones inflacionarias de mediano plazo, requiriéndose incluso un mayor impulso monetario del anticipado.

En lo relativo al comportamiento reciente de la inflación y sus implicancias para la política monetaria, expresa que más allá de algunos elementos puntuales vinculados con alimentos perecibles y energía, la evaluación refleja el efecto de la depreciación del peso sobre los precios de bienes importables.

El señor Luis Óscar Herrera alude a lo señalado en la Reunión anterior, en orden a que en una economía como la chilena, con un tipo de cambio flexible y una alta participación de bienes importados en su canasta de consumo, es normal que se observe un aumento transitorio de los registros de inflación de corto plazo ante un escenario en que la demanda interna se debilita, disminuyen las tasas de interés internas y se deprecia la moneda.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En todo caso, resalta la importancia de vigilar que los efectos de segunda vuelta de estos *shocks* sobre otros precios, salarios y expectativas se mantengan acotados. Señala que en la coyuntura actual no se han detectado efectos de importancia en las expectativas inflacionarias, salarios nominales o inflación de servicios; y que cabe esperar que estos efectos queden limitados en la medida que los agentes perciban que se está ampliando la situación de ventas, demanda y holguras en los mercados finales y de factores y, por ende, que ella no se restringe.

En cuanto a las consideraciones tácticas de esta alternativa, plantea que la opinión de la mayoría de los analistas y operadores esperan que se mantenga la TPM, por lo que un riesgo de adoptar esta opción radicaría en que una sorpresa en este sentido se interprete como una señal de mayor preocupación acerca de la velocidad de desaceleración de la economía y que ello provoque una baja adicional de la curva de tasas de interés, más allá de lo anticipado en el escenario base del último IPoM, que tal como se expresara continúa vigente.

En lo concerniente a la opción de mantener la TPM, señala que se puede justificar en que se ha observado una desaceleración paulatina de la economía chilena y que recientemente se han efectuado dos rebajas de la tasa rectora, que están operando y continuarán afectando gradualmente aquellos componentes de la demanda que son más sensibles al costo de financiamiento.

Asimismo, el crédito continúa fluyendo en forma normal hacia los hogares y empresas; a su vez, el peso chileno se ha depreciado en términos reales, situándose en torno a sus promedios históricos, lo que también ayudará a rebalancear las fuentes de crecimiento de la economía; y, que si bien es evidente que se ha reducido el impulso de la inversión, principalmente relacionada con minería, otros componentes de la demanda, tales como el consumo, pueden continuar sustentando su crecimiento. A lo expresado se suma que la situación financiera de los consumidores es sana; sus ingresos laborales han continuado creciendo en un rango similar, aunque algo inferior a trimestres previos; y la confianza promedio se mantiene en un nivel optimista. Por otra parte, la situación de capacidad de las empresas es estrecha y, en algunos sectores, se anticipa una recuperación de inventarios.

En todo caso, manifiesta que mantener la TPM en esta oportunidad es coherente con la posibilidad de agregar impulso monetario a la economía en un futuro cercano, incluso si ella evoluciona de acuerdo a lo contemplado en el IPoM. En este sentido, una pausa permitirá acumular mayores antecedentes sobre la tendencia de los datos de actividad e inflación, el impacto de los recortes que ya se han realizado y, de esta manera, poder graduar de mejor forma los ajustes futuros de la política monetaria.

En lo atinente a las consideraciones tácticas sobre esta opción, menciona que la mayoría de los analistas y operadores encuestados anticipan precisamente que se mantendrá la TPM, aunque esperan reducciones en los próximos meses, lo que es concordante con el escenario anticipado en el IPoM, de manera que para no generar confusión acerca de las implicancias de una segunda pausa para la orientación futura de la política monetaria, de adoptarse esta decisión, se sugiere agregar un sesgo explícito a la baja al Comunicado que se difundirá al término de esta Reunión.

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, e introducir un sesgo explícito a la baja en el párrafo final del Comunicado, considerando que los antecedentes disponibles y las proyecciones de corto plazo indican que es probable que en los próximos meses sea necesario realizar uno o más recortes adicionales de la TPM para asegurar que la inflación permanezca en torno a la meta en el horizonte de política.

MW



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 de acuerdo con los antecedentes proporcionados por la Gerencia de División Estudios y las proyecciones disponibles, estima que no se ha completado el ciclo de reducción de la tasa rectora, ya que este ciclo debiera contemplar un recorte de al menos 100 puntos base, por lo que aún restarían dos bajas adicionales de 25 puntos base cada una, que podrían materializarse en esta oportunidad o en las próximas Reuniones de Política Monetaria.

Hace presente que la información recopilada desde la última Reunión sugiere que el Consejo debiera reducir la TPM en esta ocasión. Sin embargo, estima que por razones tácticas asociadas a la ausencia de un sesgo en el último Comunicado hacen aconsejable postergar esta decisión para la próxima Reunión, de manera de reducir la TPM en el mes de febrero y, posiblemente, además en la Reunión del mes de marzo.

A juicio del señor Beltrán de Ramón, la introducción de un sesgo a la baja en esta oportunidad es más relevante que la propia disminución de la tasa rectora, porque ella en sí misma sin un sesgo frente a la opción de mantener dicha tasa con sesgo futuro se traduciría en una decisión incluso de mayor fuerza para fines de alinear las tasas de interés futuras, por cuanto influye en la trayectoria de las tasas de interés estimadas por el Banco y evita la volatilidad propia de su dependencia de algún dato coyuntural.

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. Asimismo, plantea la conveniencia de introducir un sesgo a la baja en el Comunicado, de manera de consignar que son altamente probables algunos ajustes de la TPM en el corto plazo o en el horizonte de política.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón.

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

“Desde la última reunión de política monetaria, hemos seguido observando una consolidación de un mejor desempeño de las economías desarrolladas, así como nueva información que ratifica la desaceleración de la economía chilena.

En el plano internacional, se corrigió nuevamente al alza el crecimiento del tercer trimestre de Estados Unidos de América, pasando desde el 3,6% preliminar a 4,1%. Tal como se había anunciado, comenzó el retiro del programa de compra de activos de largo plazo, cuya evolución dependerá de los resultados económicos que se vayan conociendo. Pero pese a las noticias auspiciosas, en general, el mercado laboral en diciembre mostró un pobre desempeño, con solo 74 mil puestos creados en dicho mes, bastante menor a los 241 mil del mes previo. La situación en ese país mantiene la atención por parte del mundo emergente debido al impacto que pueden causar las decisiones respecto a la estrategia de salida del relajamiento cuantitativo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Tanto la Zona Euro como diversos países de la región van confirmando el fin de la recesión, con al menos 2 trimestres consecutivos de crecimiento trimestral positivo.

En las economías emergentes continúa el proceso de desaceleración, sin grandes cambios.

En el plano local, las noticias recientes confirman con fuerza la desaceleración de la economía. El IMACEC de noviembre creció 2,8% anual, expansión idéntica a la de octubre. De acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile, se espera un crecimiento de 4% en el año 2014.

El consumo privado se mantiene creciendo a tasas robustas, sostenido por el aumento de la masa salarial real, aunque en noviembre esta variable se moderó en relación a los meses previos.

Sin embargo, por el lado de la inversión, la información al cuarto trimestre muestra importantes signos de contracción, explicada fundamentalmente por la fuerte caída del componente de maquinarias y equipos, como se puede deducir en base a la evolución de las importaciones de bienes de capital. En el cuarto trimestre, este tipo de importaciones se contrajo 32,1% anual, bastante mayor a la caída de 5% anual del tercer trimestre.

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. El valor de las exportaciones registró una reducción de 8,5% anual en el cuarto trimestre, tras un aumento de 7,6% el trimestre anterior.

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

La inflación en 12 meses se aceleró en diciembre, llegando al centro del rango de tolerancia del Banco Central de Chile. Con todo, la inflación subyacente se encuentra contenida y parte de este comportamiento se debe al aumento del tipo de cambio. De acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas, se espera que la inflación a diciembre de 2014 y a diciembre de 2015 se ubique en 3% anual, lo que refleja que las expectativas de inflación se mantienen ancladas.

Considerando los rezagos con que opera la política monetaria, se sugiere continuar con el ciclo de reducción de la tasa rectora. La inflación se encuentra contenida, y con este movimiento se contribuiría a contrarrestar la debilidad de la demanda interna y a mantener un tipo de cambio competitivo que permita que el componente externo constituya un aporte al crecimiento."

Concluida la lectura del planteamiento formulado por el señor Ministro de Hacienda y conforme al orden de esta Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso al proceso de votación de las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios y, en primer término, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el completo y fundamentado análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios, así como los conceptos vertidos en la Minuta de Opciones.

En el plano internacional, señala que los nuevos antecedentes muestran una mejora de las perspectivas para las economías desarrolladas, especialmente en los Estados Unidos de América, lo que tiende a consolidar un escenario de crecimiento, aunque a un ritmo que todavía está por debajo de su tendencia histórica. Agrega que también se confirma un escenario de menor dinamismo para las economías emergentes; y que en cuanto a China,



BANCO CENTRAL DE CHILE

persisten los riesgos para esa economía aun cuando son difíciles de evaluar tanto respecto de su real magnitud como de la oportunidad en que se pueden materializar. Con todo, expresa que el escenario global es similar o algo más benigno que el observado con ocasión del último IPoM.

En lo referente al plano local, se aprecia una desaceleración de la inversión algo mayor que lo anticipado, lo que no es tan sorprendente dado lo volátil de esta variable, en particular en lo relativo a los inventarios. Sin embargo, el gasto de los consumidores sigue creciendo a tasas consistentes con una tendencia sostenible a mediano plazo, respaldado en la favorable evolución del empleo y los salarios.

En materia de inflación, señala que si bien ha sido algo mayor que lo proyectado en los últimos meses, su comportamiento parece consistente con el ajuste de precios derivado de la depreciación del peso chileno y que este aumento no se ha reflejado en desviaciones de la inflación esperada respecto de la meta en el horizonte de proyección relevante para nuestras decisiones.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Joaquín Vial concuerda con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en orden a que las opciones son mantener o bajar la tasa de interés. En su opinión, los últimos datos sugieren una intensidad de la desaceleración mayor que la anticipada, por lo que resulta razonable prever que el próximo movimiento de la Tasa de Política Monetaria sería a la baja. Sin embargo, parece prudente esperar un tiempo más antes de moverse en esa dirección, ya que ello permitirá confirmar estas tendencias y, especialmente, evitará sorprender al mercado, que si bien anticipa estas bajas, no las espera para esta Reunión.

A su juicio, bajar la tasa rectora en esta ocasión podría ser interpretado como una señal de mayor pesimismo acerca de la evolución futura de la economía de la que realmente tiene el Consejo, razón por la cual en esta oportunidad su decisión es la de mantener la TPM en 4,5% anual, pero incorporando un mensaje de sesgo a la baja en el Comunicado.

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 manifestando que la información acumulada en los últimos meses permite destacar los siguientes patrones. En primer término, que la economía norteamericana ha mostrado un creciente dinamismo, lo que ha llevado a sus autoridades a iniciar el retiro del estímulo monetario de manera muy gradual; y que las cifras positivas que se esperan debieran favorecer la continuación de este proceso, aun cuando la Reserva Federal ha sido explícita en señalar que la tasa de fondos federales se mantendrá virtualmente en 0% por varios trimestres, e inclusive en años. Con todo, resalta que Estados Unidos de América comienza a dar señales sólidas de salir de la crisis, tal como lo demuestran los precios de los activos y las tasas largas.

Por otra parte, Europa ha dado muestras de estabilización y aun cuando son positivas algunas señales en los mercados financieros y en la actividad, esta recuperación todavía es frágil y se encuentra sujeta a diversos riesgos.

Asimismo, se refiere a que la actividad en China se ha consolidado en torno a 7,5%, lo que ha dado sustento al precio de los *commodities*, en particular, al del cobre. No obstante, permanecen vigentes los riesgos financieros a los cuales se ha aludido en diferentes ocasiones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Expresa que en términos generales, los patrones antedichos son coherentes con los considerados en los últimos Informes de Política Monetaria, en particular, en el escenario base del IPoM del mes de diciembre pasado.

En lo atinente al ámbito interno, señala que se han venido consolidando varias tendencias, entre las cuales destaca que el consumo ha mostrado una senda de gradual desaceleración, con diferencias relevantes entre sus componentes durables, no durables y servicios; la masa salarial continúa creciendo en términos significativos, pero a un ritmo inferior, lo que anticipa un menor espacio para un incremento importante del consumo; y, el crédito de consumo si bien exhibe algún repunte, las condiciones para su otorgamiento no se han flexibilizado.

Por otra parte, la inversión muestra mayores ajustes al exhibir una corrección importante, especialmente en su componente de maquinarias y equipos, por lo que estima que este comportamiento débil de la inversión pareciera exceder a lo que podría asociarse exclusivamente a un debilitamiento del ciclo de inversión minera y sus actividades vinculadas. Con todo, consigna que la actividad en los últimos dos meses ha mostrado un menor dinamismo que el anticipado, particularmente en el componente menos ligado a recursos naturales, por lo que a esta fecha existe sustento para considerar que la actividad debiera mantenerse relativamente dinámica en los próximos trimestres, pero en un escenario con menores tasas de crecimiento.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la inflación ha sorprendido al alza en los últimos meses, tanto por mayores registros en sus componentes más volátiles como en su componente subyacente. Hace presente que la trayectoria de la actividad, de la demanda y de los salarios, entre otras variables, no sugiere un repunte significativo y permanente de las presiones inflacionarias, sino que más bien dan cuenta de los efectos que los ajustes cambiarios han tenido sobre ciertos precios específicos, lo que se vincula con la depreciación que se ha observado en los últimos meses. Añade que las expectativas de inflación se han mantenido dentro del rango, acorde con el debilitamiento esperado de la actividad y con las perspectivas de cierta estabilidad cambiaria en los meses venideros.

Expresa que los antecedentes previos, especialmente los recogidos desde la última RPM, son mixtos en cuanto reflejan algún menor dinamismo de la actividad y mayores registros de inflación. Sin embargo, al apreciarlos, las perspectivas indican que la inflación debiera mantenerse bien comportada en el contexto de una actividad con un dinamismo acotado y con reducidas presiones de inflación externa, aun cuando en los próximos meses los registros anuales podrían ser cercanos al 4%.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que los antecedentes antedichos y una evaluación de los riesgos de mediano plazo para la inflación, confirman la conveniencia de efectuar algunos ajustes adicionales y acotados en la política monetaria.

En ese contexto, plantea que la decisión que se adopte en esta oportunidad se relaciona mayormente con la ocasión adecuada para realizar este ajuste, el que en todo caso califica de necesario; los riesgos involucrados; y, la mejor estrategia de comunicación que se pueda entregar al mercado. Estima que si bien son válidas ambas alternativas planteadas para esta Reunión, su preferencia en esta oportunidad es por mantener la TPM y señalar en el Comunicado que un ajuste futuro de la tasa rectora descansa más bien en aspectos tácticos y comunicacionales que en una evaluación acerca de la necesidad de efectuarlo. En ese contexto, manifiesta su disponibilidad en modificar su voto en el evento que la mayoría del Consejo tuviera una opinión distinta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Entre los aspectos de orden táctico y comunicacional, alude a que el mercado no espera un ajuste de la TPM en esta Reunión y que si bien el hecho de sorprenderlo es perfectamente legítimo, en esta oportunidad podría dar la impresión de encontrarnos frente a un deterioro mayor de la actividad y de la demanda, que no se justifica conforme a los antecedentes disponibles. En todo caso, destaca que un sesgo explícito en el Comunicado constituye en sí una decisión relevante en esta ocasión.

Asimismo, considerando las decisiones adoptadas en los últimos meses y el mensaje global contenido en el último IPoM, la opción de mantener la TPM y anticipar un ajuste acotado presenta una mayor consistencia comunicacional frente a los desafíos que podría enfrentar la política monetaria en los próximos meses.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la tasa rectora en 4,5% anual y por introducir un párrafo en el Comunicado que indique que en el escenario más probable, podrían requerirse algunos ajustes acotados de la TPM.

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.

Expresa que las noticias del último mes son, en general, coherentes con el escenario base, sin perjuicio de reconocer ciertos desarrollos que requerirán un seguimiento para evaluar todas sus implicancias.

En lo referente al ámbito externo, menciona que las economías desarrolladas siguen observando una gradual recuperación, lo que ha reforzado sentimientos positivos en los mercados financieros, en tanto, las economías emergentes presentan señales mixtas en materia de crecimiento y riesgos que los mercados se han encargado de reconocer.

Indica que las buenas cifras de los Estados Unidos de América han abierto paso al inicio del retiro de los estímulos monetarios y que los efectos que ha tenido esta decisión han sido muy acotados, en buena medida porque ya estaban internalizados; y, que se ha advertido, además, un sello de prudencia en este primer movimiento, lo que ha generado tranquilidad.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que, si bien, no se han producido cambios fundamentales frente a lo reportado anteriormente, prevalece la percepción de movimientos en dirección positiva. En este sentido, en el caso de Chile ello se ve confirmado por la evolución reciente de los precios del petróleo y del cobre.

En lo concerniente al frente interno, manifiesta que el último IMACEC volvió a sorprender a la baja y reafirmó el moderado crecimiento de la actividad y, particularmente, la de los sectores distintos a recursos naturales.

En esa misma línea, menciona que las últimas cifras han tendido a confirmar la desaceleración del gasto y, particularmente, de su componente inversión. Agrega que el consumo mantiene cierto dinamismo, apoyado por la evolución de sus determinantes; sin embargo, la tendencia más general que afecta a la economía debe conducir en lo futuro a tasas de crecimiento del consumo menores a las que se han estado observando.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de inflación, señala que el registro mensual volvió a sorprender al alza en diciembre pasado, con lo cual el porcentaje anual se ubicó en 3%. A su juicio, esta evolución responde en lo fundamental a una normalización anticipada de la inflación, como resultado de factores puntuales, incluida la depreciación del peso chileno, y que por ello las perspectivas inflacionarias de mediano plazo no han cambiado sustancialmente. En todo caso, destaca que lo que se ha disipado completamente es la preocupación por una inflación excesivamente baja que existió en el pasado.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta 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.

Plantea que la opción de recortar la TPM se sustenta fundamentalmente en la trayectoria de la actividad y el gasto, como asimismo, en la conveniencia de actuar con sentido anticipatorio, teniendo presente el riesgo de que la desaceleración se profundice más allá de lo contemplado previamente.

Además, manifiesta compartir la visión de que el proceso de ajuste no ha concluido y que debe proseguir, sin perjuicio de lo cual considera que existen elementos que deben ser ponderados con atención al momento de adoptar una decisión.

En estas circunstancias resulta conveniente introducir un sesgo a la orientación de la política, lo que entregaría al mercado señales más precisas sobre las próximas decisiones que adoptará el Consejo y, además, permitiría un cierre ordenado de este ciclo de ajuste.

No obstante, estima que recortar la tasa rectora e introducir un sesgo podría ser una combinación no fácil de absorber para el mercado, sobre todo cuando espera mayoritariamente que se mantenga la Tasa en esta Reunión. En este aspecto, recuerda que el mercado ha sido sorprendido en el curso de este proceso de ajuste en dos oportunidades y, además, que la comunicación sobre la orientación general de la política monetaria ha permanecido muy abierta durante todo este tiempo.

Si bien reconoce que ambas opciones presentan méritos similares, a la hora del balance manifiesta su inclinación por mantener la TPM e introducir un sesgo bajista en el Comunicado, ya que esta combinación minimiza riesgos y facilita la conducción de la política monetaria.

En las circunstancias antedichas, el Consejero señor Enrique Marshall expresa que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 4,5% anual y por modificar el Comunicado en los términos señalados.

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

En lo concerniente al escenario externo, manifiesta que las noticias son positivas. En efecto, Estados Unidos de América consolida un crecimiento más elevado y una tasa de desempleo más baja; y si bien su mercado laboral ha mostrado señales de corto plazo mixtas, pareciera robustecerse en tendencia. Europa registra aún una recuperación frágil, pero mejora en el tiempo, y las condiciones financieras de los periféricos se tienden a normalizar. La situación en Japón es algo mejor que la observada hace un tiempo. A la vez, la inflación en esos países se mantiene por debajo de su meta y no se vislumbran mayores novedades en este frente en el corto plazo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por su parte, menciona que en las economías emergentes siguen produciéndose noticias dispares y preocupación por las vulnerabilidades que presentarían algunas de ellas, pero, con todo, la situación es más calma que hace unos meses. En China, en tanto, no se han producido grandes cambios.

Agrega que el precio del cobre sube y el del petróleo retrocede. A su juicio, ello, más el mayor dinamismo del mundo desarrollado, constituyen un impulso a la economía chilena que debe contrastarse con el alza que se espera de las tasas de interés internacionales y los menores flujos de capital. Con todo, considera que a mediano plazo parece ser una situación en el neto positiva.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace presente 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, porque ello va algo más lejos que lo que anticipaba el IPoM, pero sin llegar a constituir por el momento una situación preocupante. Añade que el término del proceso de desacumulación de inventarios, la mayor demanda externa, y la solidez del mercado laboral y del consumo, debieran permitir crecimientos moderados en adelante, más allá de las volatilidades propias que se registran mes a mes.

Consigna que la inflación ha sido afectada en lo más reciente por la depreciación del peso chileno. Plantea que a pesar que la inflación es el objetivo básico del Banco Central de Chile y, por lo tanto, deben permanentemente monitorearse sus tendencias, no parece haber mayores riesgos a mediano plazo en esta materia. 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, por lo que a diferencia de otras ocasiones, estima que no hay alguna que se imponga claramente sobre la otra, lo que hace más compleja la decisión en esta oportunidad.

En opinión del Presidente señor Rodrigo Vergara, la opción de bajar la TPM es coherente con una desaceleración más rápida que la estimada y con proyecciones internas más bajas para la primera parte de este año, y es consistente también con que en el IPoM se contiene una señal en el supuesto de trabajo acerca de una disminución adicional de dicha tasa, aunque no se es explícito en cuanto a su oportunidad. De hecho, el mercado no la espera en esta Reunión.

A su juicio, la opción de mantener la tasa rectora es compatible con la no existencia de cambios mayores en las proyecciones del IPoM; que la inflación ha sido algo más elevada, lo que introduce una nueva incertidumbre; que el mercado laboral sigue sólido; que el consumo, aunque se desacelera, mantiene fuerza; y, también con que el crédito sigue creciendo a tasas importantes.

Deja constancia que en esta ocasión, su opción es por mantener la TPM e introducir un claro sesgo a la baja. Consigna que la actividad está mostrando cifras más bajas que las esperadas, pero la existencia de elementos mencionados previamente deberían poner un freno a esa desaceleración. Además, un mes adicional otorga un plazo para una mejor evaluación de los recientes datos de inflación, que aunque tiende a pensar que se trata de algo puntual, no se puede dar por garantizado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Desde un punto de vista táctico, considera que también esta es una mejor opción, ya que a su juicio, el dar un sesgo negativo y, si se producen las condiciones esperadas, bajar la tasa rectora en la próxima Reunión daría espacio al Consejo para ser entonces más agresivo e incluso sugerir nuevas tasas. Ello otorgaría mayor consistencia al mensaje y, por lo tanto, más fuerza, en circunstancias que a esta fecha no están dadas las condiciones para hacer ambas cosas simultáneamente.

Por los motivos antedichos, expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,5% anual, e incluir un sesgo hacia una política monetaria más expansiva.

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° 206-01-140116 - 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. Se proyecta una recuperación del crecimiento de nuestros socios comerciales en los trimestres venideros, sustentada por el repunte de las economías desarrolladas, especialmente Estados Unidos, y la estabilización del crecimiento en las emergentes. La Reserva Federal redujo el monto de sus compras mensuales de activos, lo que no tuvo mayores consecuencias en las tasas internacionales de largo plazo. La inflación de las economías avanzadas sigue baja, por lo que se anticipa una lenta normalización de la política monetaria en estas economías. Las condiciones financieras para las economías emergentes más vulnerables se mantienen restrictivas, mientras que han mejorado para las economías en la periferia de la Eurozona. Durante el último mes, el precio del cobre aumentó, en contraste con disminuciones en los del petróleo y de los alimentos. El dólar se apreció en los mercados internacionales.

La economía chilena ha continuado moderando su dinamismo. La actividad y la demanda interna han crecido algo por debajo de lo anticipado en el IPoM, particularmente en aquellos sectores relacionados con la inversión. Los registros de IPC observados en los últimos dos meses han llevado la inflación total hasta 3% anual y reflejan el impacto de algunos factores relacionados con sus componentes más volátiles —alimentos y energía—, así como la incidencia de corto plazo de la depreciación del peso. Por su parte, las expectativas de inflación se mantienen en torno a la meta en el horizonte de proyección, y el ritmo de aumento de los salarios nominales muestra una moderación en meses recientes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo estima que en los próximos meses podría ser necesario agregar un mayor estímulo monetario para asegurar que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Con todo, cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:35 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe