



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 207 celebrada el día martes 18 de febrero de 2014

En Santiago de Chile, a 18 de febrero 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 del Vicepresidente señor Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards, don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

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

Asisten también:

Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas Subrogante,
don Francisco Ruiz Aburto ;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional Subrogante,
don Miguel Ricaurte Bermúdez;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
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;
Asesora de la Presidencia,
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 207, dando la bienvenida a estas Sesiones al nuevo Consejero de la Institución señor Pablo García Silva y le desea el mayor éxito en el ejercicio de sus funciones.

Asimismo, felicita al señor Enrique Marshall Rivera por su reciente designación en el cargo de Vicepresidente del Banco.

También hace propicia la ocasión para destacar que es la última Reunión de Política Monetaria a la que asiste el señor Claudio Soto Gamboa en calidad de Gerente de Análisis Macroeconómico de la Institución, atendida su designación para ejercer sus funciones en el Ministerio de Hacienda a contar del día de 11 de marzo próximo. Por esta razón, expresa, en nombre propio y en representación del Consejo, su reconocimiento y agradecimiento por su destacada trayectoria en el Banco, así como por su colaboración, apoyo, dedicación y trabajo, que es valorado por el Consejo, y junto con ello, le desea el mayor éxito en el cumplimiento de sus nuevas labores.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara comunica que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2014 se celebre el día jueves 14 de ese mes.

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

El señor Miguel Ricaurte 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 el Presidente de los Estados Unidos de América señor Barack Obama promulgó el presupuesto del año 2014 tras su aprobación por ambas cámaras legislativas, el que completa el acuerdo bipartidista del mes de diciembre último y en virtud del cual se entregarían fondos a las agencias federales hasta el mes de septiembre próximo. Añade que ambas Cámaras acordaron suspender el techo de deuda hasta el mes de marzo del año 2015.

En lo concerniente a la Zona Euro, comenta que el Tribunal Constitucional alemán cuestionó el programa de compra de activos denominado *Outright Monetary Transactions*, OMT, del Banco Central Europeo, porque excedería su mandato en política monetaria y violaría la prohibición de financiamiento monetaria de los presupuestos fiscales. Informa que el caso deberá ser evaluado ahora por el Tribunal Superior de Justicia de la Unión Europea, precisando que el Tribunal Constitucional alemán elevó dicha causa a la referida instancia por considerar que se trata de una materia cuya resolución es de su competencia, en orden a establecer si el referido programa de compra de activos transgrede o no la normas comunitarias que rigen al Banco Central Europeo.

Agrega que la señora Daniele Nouy, futura responsable del Mecanismo de Supervisión Único, ha señalado que aquellos bancos de la Zona Euro que no superen exitosamente las pruebas de solvencia deberían dejar de operar ordenadamente.

Además, hace referencia al cambio de gobierno en Italia, en que dimitió el Primer Ministro señor Enrico Letta y el señor Matteo Renzi asumió el reto de formar un nuevo gobierno, sin convocarse a nuevas elecciones.

A título de último hecho relevante en la Zona Euro, alude al reordenamiento del gabinete en Dinamarca, tras la renuncia de unos de los partidos que formaba la coalición de gobierno.

En cuanto a economías emergentes, consigna que continúan las tensiones políticas en Ucrania, Venezuela y Tailandia.

En Argentina, se aplicaron medidas para contener el drenaje de reservas y la fuerte depreciación de su moneda; debutó su nuevo IPC; y se está negociando con el Club de París la resolución de su deuda pendiente.

Por último, manifiesta que el Fondo Monetario Internacional instó a América Latina a emplear amortiguadores fiscales y tipos de cambio flexibles para lidiar contra las turbulencias financieras que se observaron desde comienzos de año.

El señor Miguel Ricaurte prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, resalta el marcado aumento de las turbulencias financieras, que se moderaron en las últimas semanas. Sobre el particular, comenta que los inversionistas estarían preocupados por la desaceleración de China y el efecto del programa de compra de bonos por parte de la Reserva Federal, y que las economías emergentes han mostrado especial vulnerabilidad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Además, hace presente que varios bancos centrales intervinieron sus respectivos mercados cambiarios para frenar la devaluación de sus monedas. Especial mención hace del peso argentino, que registró su mayor caída frente al dólar en doce años, ante la flexibilización por la pérdida acelerada de reservas.

En materia de tasas de interés, manifiesta que las de largo plazo disminuyeron en Estados Unidos de América y en la Zona Euro, reflejando el fenómeno *flight to quality* desde las economías emergentes a las desarrolladas.

En lo referente a las tasas de política monetaria, destaca el predominio de las mantenciones en el mundo, aunque resalta los aumentos acordados en India y, en particular, en Turquía.

Informa, además, que China inyectó 255 billones de renminbis a su sistema financiero para hacer frente a las altas necesidades de liquidez del Año Nuevo chino; y que en el curso de la presente jornada hizo un retiro sorpresivo de 48 billones de renminbis mediante la utilización de repos, lo que ha sido leído como una preocupación de las autoridades por el crecimiento del crédito en esa economía.

Por otra parte, señala que la Reserva Federal redujo nuevamente su programa de compras en US\$10 billones en forma balanceada entre bonos del Tesoro y MBS, quedando saldos de US\$35 y US\$30 billones, respectivamente. Además, la Presidenta de dicho Organismo, señora Janet Yellen, en sus declaraciones frente a la Comisión de Servicios Financieros del Congreso, produjo calma a los mercados al destacar que si bien el mercado laboral está en proceso de recuperación pese a la tasa de desempleo, se continuará aplicando paulatinamente la política monetaria implementada en la administración de su antecesor, señor Ben Bernanke.

Agrega que el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas de instancia y los programas de estímulo; y este último manifestó explícitamente que no atará las futuras decisiones a un indicador económico particular, como lo venía haciendo para fines de alcanzar una tasa de desempleo de un 7%. Además, esta última Institución señaló que dicha tasa de instancia podría mantenerse en niveles bajos durante un tiempo prolongado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que este antecedente resulta de interés considerando que el Banco de Inglaterra no ha contado con mayor apoyo, salvo el de un artículo publicado en *The Economist*, lo cual coincide con la lectura de los analistas referente a las declaraciones de la Presidenta de la Reserva Federal señora Janet Yellen, en cuanto a que se estaría distanciando del peso que se asignará al mercado laboral en carácter de indicador en relación con la política monetaria. Agrega que el Gobernador del Banco de Inglaterra señor Mark Carney ha planteado que la existencia de un *output gap* en la economía no hace aconsejable aumentar en lo inmediato la tasa de instancia, en tanto la Presidenta de la Reserva Federal señora Janet Yellen ha sido más ambigua en este sentido, haciendo referencia a la existencia de una serie de indicadores cuantitativos y cualitativos a considerar.

A continuación el señor Miguel Ricaurte señala que las encuestas de condiciones crediticias de la Reserva Federal, correspondientes al cuarto trimestre de 2013, mostraron una relajación de los estándares para la oferta de crédito, mientras que la del Banco Central Europeo dio cuenta de una estabilización de ellos.

Asimismo, resalta que Italia y España emitieron títulos de deuda, logrando alta demanda y bajas tasas de colocación.

Por último, consigna que en el mes la calificación de riesgo de varias economías fue revisada al alza, en particular la de los países de la periferia de la Zona Euro, dando cuenta de alguna mejora del sentimiento de mercado respecto de estas economías. De hecho, plantea que a pesar de las turbulencias observadas en el mes, es la única región donde los premios soberanos registraron un retroceso.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Ricaurte prosigue con su presentación haciendo referencia al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior. Hace notar que las bolsas de valores, en particular, de economías emergentes, experimentaron un significativo deterioro, pero finalizaron el período con una caída algo menor que el máximo alcanzado en el peor momento del mes. Agrega que las monedas, en especial las de economías emergentes, se depreciaron en dicho período.

En materia de tasas de interés, indica que en Alemania y Estados Unidos de América muestran disminuciones, y correcciones desde el peor momento del mes.

Finalmente, destaca que los indicadores de *commodities*, excepto el de metales industriales, exhibieron rendimientos positivos desde la última Reunión.

A continuación, y como es habitual, el señor Miguel Ricaurte exhibe el *heat map* de condiciones financieras que se contiene en la lámina N° 7 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, señala que el deterioro de las condiciones financieras se moderó en el margen. En efecto, hace notar las caídas registradas por las bolsas de valores desde la RPM de enero y su reversión en la última semana, un grado menor de volatilidad y una mejora de los premios corporativos. Asimismo, destaca que los *spreads* soberanos de Italia, España y Portugal muestran disminuciones en el mes, no así los de Europa emergente y América Latina, que solo se corrigieron positivamente en la última semana.

Por último, indica que en materia de CDS *spreads*, los de Europa exhiben algún grado de aumento desde la Reunión previa, con algunas moderaciones en Italia y Alemania en la última semana.

El señor Miguel Ricaurte plantea que las turbulencias del último mes han incidido de manera diferenciada en las distintas economías. En cuanto al tipo de cambio nominal multilateral, señala que las mayores depreciaciones se han registrado en los países que tienen mayor déficit de cuenta corriente, en aquellos cuyas perspectivas de crecimiento han sufrido un mayor deterioro, donde la inflación ha sido mayor, y en aquellos países cuya participación de *commodities* en las exportaciones totales es mayor. Hace notar que Chile, salvo en materia de exportaciones de *commodities*, muestra una depreciación mayor que el promedio de países con inflaciones parecidas a las nuestras, mientras que su déficit de cuenta corriente y los ajustes de crecimiento difieren de los de aquellos.

Agrega que un comportamiento similar presentan los CDS *spreads*. En efecto, aquellos países que muestran una peor situación en términos de cuenta corriente y ajuste de proyecciones, han visto un aumento de sus CDS *spreads*. Además, aquellos países que tienen un índice de fragilidad estatal o política más alto, también exhiben mayores alzas en sus CDS *spreads*, lo mismo que los que cuentan con una menor calificación de riesgo. En este caso, Chile figura en una ubicación promedio, en particular desde el punto de vista de su índice de fragilidad estatal y de calificación de riesgo, ya que sus CDS han subido menos que los de sus pares comparables cuyas proyecciones de crecimiento para el año 2014 fueron ajustadas y aquellos que exhiben déficits de cuenta corriente similares.

Por último, señala que en relación con las tasas de los bonos de 10 años, Chile destaca en el periodo mayo 2013 – febrero 2014, porque a diferencia de las alzas observadas en la mayoría de las economías analizadas, las tasas chilenas bajaron. Añade que las tasas largas de aquellas economías que presentan necesidades de financiamiento de corto plazo y mayor déficit de cuenta corriente sobre reservas, han registrado alzas mayores.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro plantea, a modo de síntesis, que controlando por el cambio en la prima por riesgo, el ajuste en Chile se ha producido mayormente en el tipo de cambio y en menor grado en la tasa de interés, mientras que otros países también han registrado depreciación y un ajuste mayor en sus tasas de interés.

El señor Miguel Ricaurte concuerda con el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro y reitera que aquellos países con tipo de cambio flexible han exhibido depreciaciones mayores y menores efectos en otras variables financieras.

El Consejero señor Pablo García señala que sobre la base de los gráficos que se contienen en las láminas N°s. 8 y 9 de la presentación se puede concluir que Chile se encuentra dentro del promedio de los países analizados en materia de evolución de tipo de cambio y CDS, dado el déficit de cuenta corriente, las proyecciones de crecimiento, la fragilidad estatal y la calificación de riesgo. La depreciación de su tipo de cambio, en tanto, ha sido algo mayor que en los restantes países.

En su opinión, la información que se extrae de los gráficos de la lámina N° 10 es muy importante, porque dan cuenta de que todos los países han registrado aumentos de tasas de interés, excepto Chile. Incluso más, plantea que la razón por la que Chile exhibe algo más de depreciación es porque las tasas largas han caído, que es precisamente el mecanismo de ajuste de depreciación cambiaria que se debiese esperar. Enfatiza que este es el argumento que nos diferencia de las demás economías emergentes.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de no dar excesiva importancia a los gráficos que se contienen en las láminas N°s. 8, 9 y 10 por no ser más que correlaciones simples en circunstancias que las relaciones verdaderas son multivariadas. Agrega que sí queda claro que Chile tiene una excepcionalidad en materia de su mercado de deuda pública.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall considera que estos gráficos deben ser leídos con cautela. Lo expresado, atendido que se desconoce el impacto que tiene el hecho que los extranjeros no participen en el mercado de deuda chilena y porque tampoco se debe olvidar que la tasa chilena ha disminuido porque partió de un nivel muy elevado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concuerda con la conveniencia de no sobre enfatizar esta información y ponderar su análisis, agregando que Chile no es inmune a las variables antedichas, razón por la que es necesario estar preparados para enfrentar eventuales situaciones adversas.

El señor Miguel Ricaurte prosigue con su presentación haciendo referencia a los resultados de las encuestas de condiciones bancarias para Estados Unidos de América, Zona Euro, Reino Unido y Japón. En cuanto a la Zona Euro, informa que las condiciones bancarias se han mantenido en torno al pivote de expansión y no han mostrado mayor deterioro en el último trimestre, mientras que en el resto de economías citadas han continuado relajándose, en particular las condiciones de crédito para empresas en Estados Unidos de América, reflejando el desempeño razonablemente positivo de esa economía.

En materia de tasas de interés, señala que las tasas largas en las economías desarrolladas, en particular en Estados Unidos de América y Alemania, han exhibido un leve retroceso desde la RPM anterior, en parte empujado por el dato del mercado laboral en Estados Unidos de América y la entrada de flujos de capitales a renta fija en dichas economías.

Asimismo destaca que las probabilidades implícitas en los futuros de tasa de interés al mes de enero de 2015 dan cuenta que desde septiembre último ha aumentado la probabilidad de que la tasa de instancia no suba en dicho mes. En efecto, antes del inicio del *tapering*, la probabilidad de que se materializaran alzas de 25 y 50 puntos base eran de 35% y 37%, respectivamente, pero se han ido moderando, y hoy, más del 50% de los agentes apuesta a que recién subirá en algún momento del primer trimestre del próximo año. Agrega que la proyección de



BANCO CENTRAL DE CHILE

los gobernadores la sitúa en 0,75% al término del año 2015, pero no especifican el momento del año en que se materializará la primera alza; y algunos futuros también anticipan que se ubicará en 0,75% en el mes de diciembre de 2015, probablemente siguiendo el *forward guidance*.

En lo referente a mercados financieros y tasas de interés, menciona que en China, la tasa interbancaria se estabilizó después de haber exhibido alta volatilidad al término del año pasado, gracias a una importante inyección de liquidez por parte del fisco en el mes de diciembre último y por el Banco Popular de China en el mes de enero para hacer frente a las necesidades de liquidez del Año Nuevo en ese país. De esta forma, la tasa retrocedió casi 200 puntos base en las últimas dos semanas, pero aun así se encuentra en niveles muy superiores a los promedios observados hasta mediados del año 2013, cuando esta se elevó debido a problemas de liquidez y temas de carácter regulatorio.

Por otra parte, manifiesta que los CDS soberanos mostraron aumentos generalizados, en particular los de las economías emergentes; y si bien se han revertido en las últimas semanas, en varios de ellos superan el nivel observado en la RPM anterior.

En relación con las tasas de interés de las economías emergentes, indica que las tasas largas se han mantenido altas desde el mes de mayo último cuando comenzó la discusión acerca de la fecha de inicio del *tapering*. Las tasas de política monetaria, TPM, en cambio, han bajado conforme las economías han mostrado señales de debilidad, no así en aquellos países con alta inflación.

En lo concerniente a los flujos de capitales, manifiesta que ha continuado el egreso de capitales desde las economías emergentes, en particular, desde el mercado accionario a instrumentos de deuda soberana de economías desarrolladas, explicando de paso la caída de las tasas de los bonos de Estados Unidos de América y Alemania. En las economías desarrolladas, en tanto, siguen las entradas netas de flujos, pero se han registrado algunos traspasos de no residentes desde acciones a bonos.

Sin perjuicio de lo expresado, hace notar que pese a las importantes salidas de capitales que se han materializado desde mediados del año 2013 a la fecha desde las economías emergentes, aún no se revierten completamente los ingresos registrados en el año 2012. Acota que desde la última Reunión se han observado apreciaciones de las monedas, salvo en América Latina, Europa emergente y China.

En lo referente a paridades, comenta que las marcadas depreciaciones que se vieron a fines del año 2013 se fueron moderando en el último mes y obedecieron, en parte, a las intervenciones efectuadas por varias autoridades monetarias, con el consiguiente impacto en sus reservas. A título ejemplar, cita el caso de Turquía, que tuvo un movimiento importante de reservas para frenar la depreciación de su moneda y aumentó su tasa rectora; y el de Perú, que luego de tener una alta acumulación de reservas en el primer trimestre del año pasado, ha estado interviniendo activamente el mercado para frenar la depreciación del sol. Agrega que el caso de Brasil las reservas han disminuido y que el Banco Central de ese país ha actuado para fines de frenar en parte la depreciación de su moneda.

El Consejero señor Pablo García observa que la moderación de las depreciaciones cambiarias en Latinoamérica en las últimas semanas no sería atribuible a las intervenciones cambiarias de sus respectivos bancos centrales. A modo de ejemplo, comenta que el Banco Central de Chile no ha intervenido y el peso igualmente se ha depreciado, y que Indonesia ha seguido comprando divisas y su tipo de cambio se apreció.

El señor Miguel Ricaurte aclara que las depreciaciones han llevado a los bancos centrales a intervenir activamente, con el fin de frenar la pérdida de valor de sus monedas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca que la venta de reservas ha sido bastante moderada en Perú y Brasil. Ello es confirmado por el señor Miguel Ricaurte, quien hace notar que tratándose de Argentina, las reservas han disminuido a prácticamente la mitad en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

último año, sin un impacto claro sobre su tipo de cambio, llevando de hecho a sus autoridades a adoptar una serie de medidas, básicamente distintos grados de control de capitales, para frenar la depreciación de su tipo de cambio oficial como la registrada por el dólar *blue*. Acota que estas medidas frenaron la devaluación del tipo de cambio en el mercado *spot*, no así las expectativas de devaluación a doce meses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que no solo el peso argentino se ha depreciado de manera significativa, sino que la inflación en ese país también es muy alta. El señor Miguel Ricaurte indica que al anualizar el IPC del mes de enero último, la inflación superaría el 50% en términos anualizados.

Al proseguir con su presentación, alude a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, indica que la reciente actualización del *World Economic Outlook* contempla un alza en la proyección de crecimiento mundial para el presente año 2014 a 3,7% y una leve corrección a la baja para el año 2015, hasta 3,9%. En materia de riesgos, destaca las fugas de capitales desde las economías emergentes y la deflación en la Zona Euro y Estados Unidos de América.

En segundo lugar, consigna que el PIB de Estados Unidos de América del cuarto trimestre del año 2013 creció 3,2% trimestre/trimestre anualizado, en línea con lo esperado, y resalta el aumento del consumo y de las exportaciones, así como la caída del gasto público. Añade que en el mes de enero se observó una modesta creación de empleo en ese país, probablemente afectado por temas climáticos más que por una desaceleración en el mercado; y que el mercado inmobiliario perdió algo de impulso.

En lo atinente a la Zona Euro, precisa que el PIB del cuarto trimestre creció 1,1% trimestre/trimestre anualizado, pese al menor dinamismo puntual registrado en el mes de diciembre. Además, hubo mejoras en las perspectivas de los consumidores y de las industrias.

Hace notar que en Japón, la actividad aparece más débil. En efecto, el PIB del cuarto trimestre de 2013 anotó un crecimiento menor que el esperado, cerrando el año con un crecimiento de 1,6% versus el 1,8% contemplado tanto en el Informe de Política Monetaria, IPoM, como por el mercado. Añade que la noticia más importante fue la revisión histórica que se hizo para el 2012, corrigiéndose a la baja el crecimiento de ese año desde 1,9% a 1,4%, lo que incidirá en nuestras proyecciones y las del mercado para la actividad mundial.

En cuanto a China, indica que el PIB del cuarto trimestre creció 7,7%, levemente sobre lo que esperado por el mercado, y que el año cerró con un crecimiento de la misma magnitud. Las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa, pero en el mes de enero se registró un repunte importante del comercio en general, sorprendiendo al alza.

Por otra parte, señala que los PMI manufactureros en economías avanzadas y emergentes mostraron algún deterioro por Estados Unidos de América y China, lo mismo que los PMI servicios en las economías emergentes.

Asimismo, informa que la inflación exhibió movimientos mixtos en el mes, pero que las proyecciones para el año no presentan mayores cambios.

A continuación, el señor Miguel Ricaurte 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. Hace notar algún grado de deterioro en los registros, en particular en Estados Unidos de América, que tuvo un comienzo de año bastante lento en términos de desempeño del mercado laboral y de ventas minoristas. Agrega que el mercado inmobiliario podría estar afectado por temas climáticos.

Hace presente que en la Zona Euro, el PIB y el mercado laboral exhibieron registros algo mejores que lo esperado, no así los indicadores de ventas minoristas y producción industrial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que Japón mostró una actividad bastante más débil que lo anticipado por el mercado. En efecto, el PIS solo creció 1% en el cuarto trimestre, versus el 2,8% que se había proyectado.

Menciona que el PIS de China fue levemente superior a lo anticipado, pero dio cuenta de una desaceleración frente al trimestre anterior. El comercio exterior, en cambio, impulsó las buenas noticias, ya que tanto las importaciones como las exportaciones experimentaron alzas muy superiores a lo estimado.

En materia de perspectivas, se esperan algunas mejoras en Europa; Japón y China se debilitan; y en Estados Unidos de América, si bien las expectativas manufactureras podrían verse afectadas por el clima, los ISM se mantienen sobre el pivote de expansión y lo esperado por el mercado.

Asimismo, hace notar que las proyecciones del WEO muestran correcciones al alza para el crecimiento mundial en el año 2014, en línea con lo contemplado en el IPoM y lo que Consensus Forecasts ha considerado para el mes de enero del presente año; revisiones al alza para Estados Unidos de América y también para China y Japón. Para el año 2015, en cambio, anticipa una moderación del crecimiento, debido principalmente a una revisión a la baja del crecimiento de Estados Unidos de América.

Por último, comenta que de acuerdo con los indicadores de corto plazo, las perspectivas manufactureras de las economías avanzadas muestran retrocesos, explicadas principalmente por Estados Unidos de América; similar situación se observa en las economías emergentes, en este caso de la mano de China; y que al excluir a esta economía, las perspectivas manufactureras figuran sin mayor variación.

En cambio, los PMI de servicios muestran mejoras en los países desarrollados y deterioros en los emergentes, donde nuevamente China juega un rol importante.

Finalmente, la confianza de los consumidores aparece sin grandes variaciones excepto algún grado de deterioro en los emergentes sin China.

El señor Miguel Ricaurte se refiere a continuación al mercado laboral en Estados Unidos de América. A este respecto, destaca que la tasa de desempleo se encuentra muy cerca del promedio observado antes de la crisis, que la participación laboral ha permanecido sin mayor variación y no continuó deteriorándose por motivos climáticos, y que las perspectivas de empleo siguen siendo positivas.

Por su parte, el mercado laboral europeo mostró alguna mejora en el margen, con tasas de desempleo que caen en España; continúan aumentando en Italia y Francia; y registran los menores niveles en Alemania y Reino Unido. En todo caso, hace notar que pese a que las economías se han ido recuperando paulatinamente en los últimos trimestres, el desempeño de los mercados laborales europeos aún dista mucho de los niveles registrados antes de la crisis.

En lo concerniente a China, reitera que las perspectivas industriales caen, medidas por los PMI de servicios y manufacturero; la confianza del consumidor está estable; y destaca las cifras de comercio exterior, ya que las exportaciones y las importaciones crecieron fuertemente en el último mes, más allá de lo esperado. Agrega que las exportaciones a economías avanzadas continuaron creciendo fuertemente, liderando el crecimiento de los envíos chinos.

En América Latina, la producción industrial disminuyó, en tanto que la confianza del consumidor se ha estancado, aunque muestra un leve repunte en México, luego de un exhibir un retroceso significativo. Añade que la balanza comercial se ha deteriorado y que la de Perú y México sería negativa en los próximos dos años.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de inflación, expresa que se han registrado movimientos algo dispares, ya que en Chile y Brasil se observó cierta moderación; en Perú y Colombia se ha acelerado en el margen; y en la Zona Euro se sitúa claramente bajo la meta. Agrega que los movimientos mixtos han estado afectados en parte por los precios de la energía y de los alimentos, pero también ha habido cambios importantes en la inflación subyacente, en particular en Chile.

Con ello, indica que las proyecciones de inflación para el año 2014 han seguido mostrando alguna moderación en las economías desarrolladas y en Europa emergente, de la mano con lo que acontece que la Zona Euro, mientras que en América Latina y Asia se mantienen sin mayor variación. Añade que para el año 2015 no se anticipan grandes cambios, aunque advierte que ello ha ocurrido a la luz de una depreciación muy importante, que podría llevar a revisiones de la inflación al alza, en especial para América Latina.

A continuación, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 31 de la presentación, para fines de indicar la manera en que han cambiado las proyecciones de inflación de Consensus Forecasts a la luz de la depreciación acumulada desde los meses de mayo a diciembre de 2013, y desde entonces a la fecha. Sobre el particular, hace notar que la mayoría de los ajustes de inflación que podrían imputarse a depreciación ya se materializaron en la segunda mitad del año pasado, en tanto que los ajustes desde el mes de diciembre a la fecha han sido más bien acotados. Hace el alcance que Argentina se sale del eje y, a modo de referencia, informa que se proyecta que la inflación en dicho país alcanzaría a 14% este año, aunque debiera agregarse un impulso adicional con el nuevo IPC y una vez que se dé a conocer el informe de Consensus para América Latina.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca el caso de Australia, en que las expectativas de inflación han aumentado en el margen. Si bien desconoce la medida en que ello sería atribuible a la depreciación cambiaria, manifiesta que el Banco Central de Reserva de ese país, que está con un sesgo estable, comienza a discutir una posible anticipación del aumento de tasas. En su opinión, es un caso interesante de seguir, en el contexto de la discusión del traspaso de estas depreciaciones a las tasas de inflación de los distintos países.

En lo atinente a política monetaria, el señor Miguel Ricaurte informa que han primado las mantenciones y destaca la continuación del *tapering* en Estados Unidos de América, así como las alzas de 25 puntos base acodadas en India y de 425 puntos base en Turquía. Hace presente que este significativo aumento acercó la tasa oficial turca a aquella prevaleciente en el mercado *overnight* a una semana.

En cuanto a variaciones futuras de las tasas rectoras, menciona que las expectativas medidas tanto por encuestas de analistas como por contratos futuros no muestran grandes cambios, salvo para Europa emergente, que está reflejando el alza acordada por Turquía. Con respecto a las tasas en Estados Unidos de América, se espera un alza recién a principios del segundo trimestre del año 2015.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea la conveniencia de efectuar un seguimiento a la evolución de las tasas rectoras en los países emergentes que se encuentran en un proceso de desaceleración, cuyas tasas rectoras se ubican en niveles muy bajos y donde las expectativas de inflación han comenzado a elevarse probablemente por la depreciación cambiaria que enfrentan. A título ejemplar, señala que es el caso de Colombia, Brasil, Nueva Zelanda y Australia.

El señor Miguel Ricaurte indica que no solo se hará un seguimiento a las economías mencionadas, sino que también a otras en que han cambiado las perspectivas de alzas de tasas en un plazo superior a cuatro meses. En todo caso, hace notar que de acuerdo con las encuestas a analistas, para América Latina se advierte una leve alza de las tasas, respondiendo probablemente a una mayor tasa esperada para Colombia o Brasil, mientras que en Asia y en Oceanía aún no se advierten grandes correcciones al alza.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Pablo García hace referencia a la cifra de crecimiento reciente de la Zona Euro, que ha sido muy destacada por el mercado. En su opinión, las buenas perspectivas son débiles, con escenarios de crecimiento futuro en torno a 1% y una inflación que no supera la mitad de la meta del Banco Central Europeo.

Expresa que este escenario de tasas planas e inflación cada vez menor no es sostenible en el tiempo, sobre todo porque el fortalecimiento del euro en términos relativos está limitando las condiciones para fomentar un mayor crecimiento en Europa. En razón de lo expresado, indica que no sería de extrañar que frente a alguna sorpresa adicional de inflación a la baja o alguna sorpresa negativa en materia de crecimiento, el Banco Central Europeo decida adoptar medidas adicionales de estímulo monetario.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan comenta que en la Eurozona se ha considerado la posibilidad de aplicar una política más agresiva, tipo QE. No obstante, ello podría dificultarse debido a que el Tribunal Constitucional alemán cuestionó el programa de compra de activos OMT del Banco Central Europeo ante el Tribunal Superior de Justicia de la Unión Europea. En esas circunstancias, el panorama se torna más complejo para el Banco Central Europeo, no solamente en cuanto a qué medidas adoptar, sino que a los instrumentos que eventualmente podría utilizar para implementarlas.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que el Bundesbank ha formulado una seria advertencia sobre los precios que están alcanzando las viviendas en Alemania, que se encontrarían sobrevalorados en 25% en las zonas urbanas.

Agrega que más allá de lo explícito que ha sido el Bundesbank en este tema, correspondería estar atentos a lo que el Banco Central Europeo pueda resolver en materia de política monetaria o a otras alternativas que se encuentre analizando.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón estima que en la actualidad el Banco Central Europeo no tendría otras medidas que adoptar y que sus comentarios acerca de esta materia se vincularían con la estabilidad de su moneda. En todo caso, alude a la relevancia que ello reviste para Chile, desde el momento que se mantienen inversiones en euros.

El señor Miguel Ricaurte prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En este aspecto, indica que en el último mes, el precio de los combustibles aumentó; el precio de la gasolina subió ante una caída de inventarios mayor que lo esperado por los efectos climáticos en Estados Unidos de América; el precio del petróleo se incrementó tras las revisiones al alza del crecimiento de los países desarrollados y datos de comercio de China; y que el *spread* entre los petróleos Brent y WTI disminuyó a US\$9 el barril.

Informa que el precio del cobre disminuyó, afectado por desfavorables datos de actividad en China y moderación en perspectivas industriales en economías desarrolladas, y pese a los positivos datos de importaciones desde China. Agrega que los inventarios en bolsa retrocedieron en el mes.

Asimismo, comenta que los precios de *commodities* agrícolas registraron movimientos mixtos. En efecto, por una parte, informes climáticos adversos en Estados Unidos de América y Brasil afectaron negativamente el precio del maíz, y el del café y azúcar, respectivamente. Añade que el precio de la soya se mantiene sin mayor variación por una menor demanda esperada de China y clima favorable en Argentina; y que el índice FAO del mes de enero disminuyó arrastrado por todos sus componentes, salvo los lácteos.

En lo concerniente al precio de los combustibles, resalta el alza experimentada desde la última Reunión, en especial, del gas licuado en Estados Unidos de América, en respuesta a los efectos climáticos adversos en dicho país. Añade que el precio de la gasolina aumentó por revisiones en las perspectivas, en tanto que los precios agrícolas muestran movimientos mixtos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Precisa que el precio del cobre finalizó el mes con un retroceso de 2,3%, pero moderó su caída luego de conocerse los datos de importaciones desde China.

Por su parte, el índice agregado GSCI *commodities* exhibió aumentos, que obedecen básicamente al alza de los combustibles; el índice agregado GSCI de granos y cereales también se elevó por el aumento del precio del maíz y el trigo; el índice agregado GSCI metales registró una caída, explicada en parte importante por el retroceso del precio del cobre; y el índice FAO cereales disminuyó principalmente por lo acontecido con el maíz, trigo y arroz.

En lo atinente al precio del cobre, hace presente que su caída en el mes se ha plasmado en perspectivas de precios menores que los contemplados en la RPM anterior; lo anterior, a pesar de que las importaciones desde China anotaron un significativo aumento de 22% mes a mes, situándolas, de hecho, en los niveles observados a comienzos del año 2012, fecha a partir de la cual comenzaron a registrar un paulatino descenso. No obstante ello, resalta que las posiciones especulativas volvieron a territorio pesimista o bajista, lo que debiera reflejarse en una moderación del precio del cobre.

En cuanto a las perspectivas de precios de alimentos, se ajustaron a la baja por la caída en todos sus componentes, salvo los lácteos, que es el único que exhibe alzas. Hace presente que temas climáticos hacen prever una menor oferta de estos productos, que se extendería únicamente este año, razón por la que solo se han corregido las perspectivas de corto plazo sobre sus precios, no así las de largo plazo.

Al concluir su exposición, el señor Miguel Ricaurte indica que el alza del precio de la gasolina ha llevado a corregir al alza la trayectoria de precios frente a lo contemplado en la Reunión anterior. En cuanto al aumento del precio del petróleo, hace notar que el del petróleo WTI fue mayor que el del petróleo Brent, no solo por los mejores datos que exhibe Estados Unidos de América, sino también por la posibilidad de que este país comience a exportar petróleo a Europa. Sobre este aspecto, precisa que con la autorización especial del Departamento de Comercio de ese país, la mayor parte de las exportaciones se efectúan a Canadá, pero hace un par de semanas se anunciaron algunos pequeños envíos a Italia y Gran Bretaña, constituyendo la primera vez desde el año 2000 que Estados Unidos de América reexporta petróleo importado desde Europa. Acota que ello generó bastante volatilidad, ante el temor de que Estados Unidos de América levante esa restricción tan estricta en materia de venta de petróleo a otros países.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón comienza su intervención respondiendo la consulta formulada por el Consejero señor Sebastián Claro sobre Australia. Sobre el particular, indica que el aumento de la inflación en esa economía se explica básicamente por la significativa depreciación de su moneda; por el aumento del precio de las viviendas y de los productos afines a ese sector y por el comercio con China, que también ha tenido un impacto moderado, pero creciente hacia el alza. Añade que el Banco de la Reserva de Australia incrementó la perspectiva de inflación y también la del PIB y, por lo tanto, el mercado pasó de esperar una mantención o una baja de la tasa rectora, a una mantención o un alza de la misma.

En lo atinente a la caída de la inflación en Estados Unidos de América, señala que el consenso de mercado apunta a dos razones de carácter transitorio. Por una parte, la apreciación del dólar; y, por otro lado, el *shut down* que incidió en los precios de los gastos médicos de manera notoria y, por ende, en el IPC de esa economía.

Por último, plantea la conveniencia de referirse a la situación de Venezuela, la que incluso es más dramática en términos económicos y de crisis de balanza de pagos que la de Argentina.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que las perspectivas analizadas en el último IPoM se mantienen plenamente vigentes y agrega que la gran volatilidad observada en los mercados ha tendido a ceder levemente.

Por otra parte, considera necesario profundizar en materia del *pass through* que está teniendo la depreciación, y la forma en que la inflación que afecta a diversos países podría modificar el análisis en términos de expectativas de inflación y de perspectivas de política monetaria.

El Consejero señor Joaquín Vial se suma a lo plantado por el Consejero señor Sebastián Claro, en el sentido que el escenario global es similar a lo anticipado, excepto por las turbulencias que se han observado en países emergentes, por cuanto si bien todavía no lo calificaría como un escenario de riesgo, es preciso prestar atención a ellas, en especial, a los efectos que han tenido en algunos países emergentes y latinoamericanos, que de alguna manera están enfrentando algunas limitaciones en su política monetaria.

Llama la atención sobre desarrollos adversos para la política monetaria en varios países de la región. En Brasil se advierte una continua depreciación de la moneda que coincide con las alzas de la tasa de política monetaria, mientras que en Perú, destaca el significativo aumento de sus tasas de interés de largo plazo, en circunstancias que disminuyó su tasa rectora desde 4,25% a 4% anual y que las perspectivas dan cuenta de un posible deterioro de su balanza comercial. Llama también la atención sobre México, donde la inflación ha registrado un rápido aumento a pesar del pobre crecimiento en el año 2013. En su opinión, sería recomendable efectuar un análisis más detallado para ver si hay lecciones relevantes para Chile de su experiencia.

En segundo término, se refiere a China. Sobre el particular, menciona que en el día de hoy se informó de un segundo rescate a los fondos de inversión intermediados por el *shadow banking*, por un monto muy importante y de magnitud similar al primero.

Por otro lado, advierte sobre la preocupante disociación que se observa entre las importaciones de materias primas y los indicadores de actividad en esa economía, que podría obedecer, como hace uno o dos años, al uso masivo de inventarios a título de garantías de crédito por parte de empresas con problemas de financiamiento. En especial, plantea la conveniencia de efectuar un cuidadoso análisis en materia de *commodities* y particularmente al mercado del cobre y el impacto de las políticas financieras de China sobre ese mercado.

El Consejero señor Sebastián Claro consigna que hace algunos meses, las autoridades chinas fueron explícitas en tratar de suprimir la posibilidad de emplear metales como garantía, por las preocupaciones manifestadas en torno a ese tema. En este caso, podría darse la situación que estas cauciones se estén otorgando de otra manera, pero por al menos cabe considerar que esas autoridades reconocieron un riesgo en esta materia y manifestaron su intención de restringir dicha clase de operaciones.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta su concordancia con lo expresado por los Consejeros señores Sebastián Claro y Joaquín Vial, en cuanto a que se ha confirmado el escenario delineado internamente. Sin embargo, en materia de riesgos, plantea la conveniencia de entrar a reevaluar la importancia de cada uno de ellos, en especial, la debilidad que están exhibiendo algunas economías emergentes y dos países latinoamericanos en particular, que escapa al proceso de normalización monetaria en Estados Unidos de América. Agrega que el panorama económico de China también es fuente de preocupación.

En las circunstancias antedichas, estima que ha disminuido el riesgo vinculado con el proceso de normalización en Estados Unidos de América, como lo refleja la mayor tranquilidad de los mercados y las señales de moderación entregadas por la nueva Presidente de la Reserva Federal señora Janet Yellen, pero por otra parte, han adquirido mayor fuerza los problemas de las economías emergentes, en particular, América Latina, China y, con ello, Asia en general.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Pablo García expresa su concordancia con la idea de utilizar como escenario base uno similar al contemplado en el último IPoM, atendido lo informado por el reciente WEO y Consensus Forecast en materia de proyecciones y riesgos.

En su opinión, le merece dudas el panorama de recuperación en las distintas regiones y de rebalanceo suave en China, previsto para el presente y el próximo año, atendidas las dificultades que está enfrentando el mundo emergente.

Agrega que el único avance lo constituye el crecimiento de Estados Unidos de América, que ha sido algo más rápido que lo previsto, si bien es preciso tener presente que ello se traducirá en tasas de interés más altas y un mayor movimiento financiero.

Por otra parte, advierte que en el evento que esa economía crezca más lentamente, es difícil pensar en una disociación y retorno de capitales. En su opinión, los mercados advierten que las economías emergentes son más débiles, razón por la que han dejado de tener una visión tan optimista en lo futuro.

Enfatiza que un escenario más débil en Estados Unidos de América puede generar mayor aversión al riesgo y por lo tanto, es muy complejo anticipar un posible escenario de crecimiento en las economías emergentes superior al contemplado como escenario base, incluso sin considerar lo que pueda acontecer en China.

En consecuencia, expresa que, a su juicio, los riesgos están claramente sesgados a la baja y destaca su importancia en la oportunidad de construir las proyecciones y evaluar el balance de riesgos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se suma a los planteamientos formulados por los señores Consejeros, en cuanto a que el panorama actual es similar al contemplado en el IPoM y respecto de las dudas que surgen acerca de China. Asimismo, concuerda con que los problemas que afectan a las economías emergentes son motivo de especial atención. En este sentido, plantea que la situación de los cinco países más frágiles, deberá ser debidamente abordada en el próximo IPoM, así como sus efectos sobre el resto de los países emergentes, al igual que la de Argentina aun cuando no tenga mayor incidencia en la evolución de nuestra economía, así como también los sucesos que ocurren en Venezuela.

El Gerente de Análisis Internacional Subrogante señor Miguel Ricaurte señala que en el curso de la próxima semana se distribuirá un análisis detallado de las economías latinoamericanas, que en esta oportunidad incluirá a Venezuela; y que posteriormente, se emitirá un informe sobre el precio del cobre, en el cual se pondrá especial énfasis en el tema referente a China y a los inventarios en las bolsas de valores.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan acota que lo tratado en cuanto a la depreciación relativa de Chile en relación a otras economías y las tasas largas, podría obedecer a la situación de nuestro país en cuanto registra una baja participación de inversionistas no residentes en sus mercados de deuda a largo plazo, a diferencia de sus mercados de deuda a corto plazo, en que su intervención indirecta vía derivados es elevada, lo cual se reflejaría en el análisis efectuado.

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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que los datos recientes de actividad siguen mostrando un bajo dinamismo, debido fundamentalmente a la desaceleración de la inversión, y respecto del último IPoM, la proyección de crecimiento de los sectores resto para la primera parte del año se ha corregido en más de un punto a la baja.

En segundo término, indica que a pesar de la contracción de la formación bruta en capital fijo, los datos recientes dan cuenta de un aumento en el crecimiento de la demanda interna por concepto de una acumulación de inventarios. Con todo, su proyección se ha corregido a la baja frente a lo contemplado en la última Reunión.

Agrega que el consumo privado se ha moderado levemente, pero mantiene tasas de crecimiento relativamente altas; y que el crecimiento del gasto público se corrigió fuertemente a la baja hacia fines del año pasado, lo que habría incidido en la cifra de inversión de ese período.

Destaca además, la significativa depreciación del tipo de cambio, y que los salarios reales mantienen una trayectoria descendente en su ritmo de expansión, en un contexto donde algunos indicadores laborales sugieren que se podrían generar holguras en dicho mercado.

En materia de inflación, señala que el registro del mes de enero sorprendió levemente a la baja, en particular por los precios de bienes, lo cual sugiere que en dicho mes los efectos de la depreciación cambiaria fueron algo menores que lo anticipado. Añade que las proyecciones han sido revisadas marginalmente al alza por el aumento del precio de los combustibles.

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

En materia de actividad, manifiesta que los últimos datos de IMACEC dan cuenta de un repunte de la variación mes a mes, pero en términos de la variación interanual han mantenido una trayectoria decreciente. Añade que, a diferencia de meses anteriores, en enero pasado, los sectores de recursos naturales no contribuyeron mayormente al crecimiento, debido a efectos base de importancia derivados del alto crecimiento de la minería hacia fines del año 2012.

En lo concerniente a los sectores resto, hace notar un grado de estabilización, luego de exhibir caídas bastante generalizadas en los niveles. En este sentido, precisa que los sectores de servicios financieros y servicios empresariales muestran algún repunte; mientras el comercio, que había liderado el crecimiento durante varios trimestres, muestra una trayectoria más bien decreciente en términos de niveles en los últimos meses.

En relación con la demanda, señala que la demanda final se ha desacelerado, mientras que la demanda interna presenta tasas de crecimiento algo más elevadas que en los meses previos, debido a un grado de recuperación de los inventarios.

Sin embargo, hace notar que la inversión en capital fijo ha caído con fuerza, lo que explica que la demanda final registre actualmente un crecimiento menor que la actividad, algo que no ocurría desde el año 2009, aproximadamente.

Además, menciona que los datos en el margen muestran un grado de estabilización de la inversión en maquinaria y equipos, y que su desaceleración estaría perdiendo fuerza.

En lo relativo a la inversión en construcción, consigna que los datos del Catastro de Bienes de Capital del mes de diciembre se corrigieron a la baja para el cuarto trimestre de 2013 y también para el primer trimestre de 2014, lo que incidirá en la medición que efectúa Cuentas Nacionales de dicho sector. Hacia mediados del presente año, en cambio, se observaría un cierto rebote, dado que los proyectos han tendido a postergarse en el tiempo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estadísticas Subrogante señor Francisco Ruiz precisa que el Catastro antedicho también contiene información de proyectos inmobiliarios sobre US\$5 millones de dólares, la que, sin embargo, no se utiliza para la elaboración de las cuentas nacionales referidas a la parte de edificación, sino que se consideran los indicadores de empleo, ventas de cemento y despacho de materiales de construcción.

En lo atinente a las viviendas, el señor Claudio Soto plantea que los indicadores del mercado inmobiliario dan cuenta de un grado de estrechez. De hecho, comenta que los meses para agotar *stock* se encuentran en niveles bastante bajos en una perspectiva histórica, y que se sigue observando que gran parte de las ventas se efectúan cuando los proyectos están en proceso de construcción e incluso cuando aún no se han iniciado, por lo que se registraría un impulso adicional en el sector en los meses venideros.

Por otra parte, señala que las colocaciones para la vivienda han tenido cierto repunte en el margen, en un contexto en que las tasas de créditos hipotecarios han disminuido.

En materia de percepciones de las empresas, no se advierten grandes cambios desde la última Reunión, manteniéndose en terreno neutral. Resalta el grado de disparidad entre sectores, por cuanto el sector construcción aparece más pesimista en los últimos meses y el comercio se mantiene en niveles optimistas, aunque más bajos que a mediados del año pasado.

Agrega que las colocaciones comerciales no muestran grandes cambios, en un contexto donde el costo de dichos créditos ha retrocedido desde tasas superiores a 9,5% a otras que superan levemente el 8%.

Por su parte, las tasas de interés de los créditos de comercio exterior han aumentado, incididas por lo que acontece en los mercados internacionales.

En lo atinente a las condiciones de acceso a financiamiento, expresa que las empresas han continuado emitiendo bonos en el extranjero, destacando las emisiones efectuadas por parte de Metro, VTR y ENAP en los últimos meses.

El señor Claudio Soto comenta que las expectativas de los consumidores se mantienen en terreno optimista, pero exhiben un retroceso significativo en términos desestacionalizados. Añade que la masa salarial también ha disminuido, principalmente por la desaceleración que han registrado los salarios reales.

Hace presente que el consumo de bienes no durables tuvo una pequeña corrección a la baja, pero mantiene un crecimiento relativamente dinámico; y que el consumo de durables también continúa con bastante fuerza. Sobre este aspecto, destaca la notoria caída de las importaciones de automóviles y la consiguiente desacumulación de inventarios, y que los volúmenes de importación de vehículos son similares a los observados tres años atrás.

El señor Claudio Soto se refiere a continuación a los efectos del reciente paro portuario y en este ámbito indica que tuvo una incidencia mayor en las exportaciones, en particular, en las exportaciones mineras y de productos industriales, generando de paso una reacumulación de inventarios, que sería de carácter transitorio. Informa que con ocasión de otros paros, las exportaciones cayeron significativamente, pero luego se observaron recuperaciones relevantes. Agrega que la caída de las importaciones fue menor, atendido que ingresaron en su mayor parte por el puerto de Valparaíso, que no dejó de operar.

Consigna que el gasto público registró una tasa de crecimiento de 4%, con una contribución negativa de los ítems extrapresupuestarios y de inversión.

En materia de actividad, señala que las expectativas de crecimiento para el presente año se han seguido corrigiendo a la baja; de hecho, para este año, el mercado espera un crecimiento de 3,8%. Para el primer trimestre del presente ejercicio, en tanto, la Encuesta de Expectativas Económicas y los bancos de inversión han revisado el crecimiento a la baja, desde 3,5% y 3,8%, aproximadamente, a una cifra en torno a 3,2%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente a la proyección interna, plantea que el crecimiento se ha corregido para la primera parte del año desde 3,5% a 3,0%, en particular, por algunas faenas mineras que han postergado su entrada en operación, problemas con algunas plantas de celulosa y con la producción de tabaco, que van a incidir de manera más significativa en este primer trimestre del año.

Hace notar que la corrección de los sectores resto es algo menor, atendido que la revisión más importante se realizó con ocasión de la Reunión del mes anterior. Agrega que la revisión relevante afecta a la minería, la que es cercana a un punto para el primer trimestre del año en curso, como también al sector construcción. De esta forma, precisa que para este trimestre se espera un crecimiento en torno a 3%, y de 3,3% para el segundo trimestre.

El Consejero señor Pablo García observa que la corrección del PIB resto es cercana a un punto frente a lo contemplado en el último IPoM y al respecto consulta acerca de qué tan frecuente son las correcciones de esta magnitud a dos meses de ese Informe.

El señor Claudio Soto responde que ello no es frecuente y agrega que el año pasado hubo una corrección importante cuando se conoció el IMACEC del mes de enero, que fue sorpresivo, y previamente, durante la última crisis financiera, se concretó otra revisión. Agrega que también se efectuaron revisiones al alza en materia de demanda, no tanto en términos de actividad.

Hace presente que la corrección del crecimiento a la baja también se explica por otros factores. Indica que los resultados del Catastro antedicho incidirán en las obras de ingeniería. En cuanto al sector comercio, plantea que los datos en el margen del mes de diciembre son algo más débiles que los observados previamente y afectarán las cifras del primer trimestre del año en curso, particularmente el comercio mayorista, que está vinculada a la inversión; y, a la caída de la inversión en maquinaria y equipos.

Manifiesta que para los próximos meses se espera una desaceleración en el consumo, particularmente el de bienes durables. De hecho, ya se advierte una caída de inventarios, atendido que las empresas vislumbran una moderación del consumo en los meses venideros. Además, en la medida que la depreciación del tipo de cambio se traspase a los precios, también incidirá en el consumo de durables. A ello se debe sumar que las perspectivas para el mercado laboral también dan cuenta de una moderación de la creación de empleo, lo que debiera repercutir en la evolución de dicha variable y también del comercio.

En síntesis, plantea que la corrección a la baja de la actividad se explicaría por la desaceleración de la inversión y por menores perspectivas para el consumo privado, afectadas por la evolución esperada del mercado laboral.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación señalando que la demanda final se corrige a la baja para el primer y segundo trimestre. Destaca que esta revisión responde a la inversión en maquinaria y equipos, como también a la parte de construcción y obras, que está muy asociada al Catastro mencionado.

Deja constancia que la tasa de crecimiento de la demanda interna es algo mayor que la observada hace algunos meses por la acumulación de inventarios, lo que se verá reflejado en parte en la cifras del segundo trimestre, ya que se observarán bases de comparación muy exigentes para las exportaciones.

El señor Claudio Soto señala que en los próximos meses se registrarán IMACEC relativamente débiles, en particular, el del mes de enero, que podría ser inferior a 2,5%, pero que posteriormente serían más cercanos o superiores a 3%.

El señor Claudio Soto hace referencia a algunos temas concernientes a los mercados financieros. Sobre el particular, señala que las turbulencias recientes han tenido alguna incidencia en algunos indicadores locales. A título ejemplar, comenta que el EMBI no registró mayor variación, pero los *spreads* bancarios y el costo de financiamiento externo de los bancos llevaron a un incremento del indicador de riesgo local.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por su parte, la bolsa de valores nacional ha continuado experimentando un bajo desempeño, similar al registrado por las plazas bursátiles de otras economías latinoamericanas. De hecho, la razón entre la bolsa local medida en dólares estadounidenses y las bolsas latinoamericanas aparece bastante estable en los últimos años.

Junto con ello, el peso chileno se ha depreciado de manera significativa desde la Reunión anterior, llevando al tipo de cambio real a 93,3, esto es, por sobre sus promedios históricos y en la parte alta del rango de valores coherentes con los fundamentales de largo plazo.

En lo concerniente a las perspectivas para el mercado laboral, indica que la evolución de las vacantes de trabajo tiene una correlación con la creación del empleo, lo que sugiere una posible desaceleración de la creación de empleo asalariado en los meses venideros. En consecuencia, si bien la tasa de desempleo se ha mantenido en niveles históricamente bajos, podríamos observar un dinamismo menor en la creación de empleo en adelante.

Hace notar que junto con ello, se ha seguido observando una tendencia a la baja en las tasas de crecimiento de los salarios nominales. Ello, más las alzas de la inflación en los últimos meses, han llevado a una corrección importante de los salarios reales, que en el margen se están acercando a niveles promedio históricos en términos de su crecimiento.

En lo atinente a la inflación, expresa que el IPC experimentó una variación acotada de 0,2% en el mes de enero, con una incidencia algo más importante del componente subyacente, que sigue evolucionando al alza en términos de su crecimiento interanual.

Por su parte, el registro de inflación anual se mantiene en 3%, si se considera el empalme de las variaciones mensuales. El mercado, en tanto, contempla una inflación anual de 2,8%, que resulta de calcular la variación sobre la base de referencia. Acota que el Instituto Nacional de Estadísticas, INE, contrariamente a lo que había anticipado, ha publicado ambas cifras y no solamente la que resulta de la nueva canasta.

En cuanto a la inflación proyectada y efectiva, señala que el IPC del mes de enero sorprendió a la baja. Precisa que la sorpresa mayor provino de la parte de bienes, porque internamente se supuso que la depreciación de tipo de cambio tendría una significativa incidencia en los precios de automóviles, los que si bien experimentaron una leve alza en la primera parte del mes, finalmente se revirtió debido a que las concesionarias de automóviles bajaron los precios con motivo de la caída en las ventas.

Hace presente que en el curso de la próxima semana se presentará al Consejo un trabajo acerca del *pass through*, esto es, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a la inflación, que depende del efecto del ciclo, de las expectativas y de otra serie de factores; por lo que una posible mayor debilidad del consumo de durables en el margen estaría determinando que el *pass through* sea más acotado.

Manifiesta que de acuerdo con estudios realizados internamente, el *pass through* ha caído en el tiempo y actualmente es levemente inferior a lo observado hace cinco o diez años. En efecto, en el corto plazo, se sitúa en alrededor de 5% por un efecto directo en las gasolinas; en un horizonte de dos o tres meses, sería de entre 5% y 10%, debido a una incidencia importante de los automóviles; y en un horizonte de doce o dieciocho meses, se espera que se ubique en torno a 30%.

En materia de combustibles, señala que se proyectan importantes alzas en las gasolinas, tanto por efecto cambiario como por concepto de precios internacionales, lo que generará mayores presiones inflacionarias. Precisa que en el mes de febrero se apreciará el efecto del tipo de cambio principalmente, y hacia adelante, los impactos de los precios internacionales de combustibles, que se han revisado al alza frente a lo contemplado en la Reunión previa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

De acuerdo con lo expresado, enfatiza que la proyección de inflación se ha corregido al alza. En efecto, para el mes de febrero se espera un 0,2% en vez 0,1% y para el mes marzo se anticipa un 0,5% en vez 0,4%. Lo anterior, con un IPCSAE que no varía mayormente en la proyección.

A continuación, exhibe la tabla que se contiene en la lámina N° 70 de la presentación, donde se observa la comparación del IPC calculado con bases distintas. Indica que al empalmar mes a mes, el IPC en doce meses fue de 3% en el mes de enero y alcanzaría a 4,1% en mayo próximo. Por su parte, al efectuar la comparación con la base de referencia, el IPC se situaría en torno a 3,3% y 3,4% en el mes de mayo, oportunidad en que se advertirá el alza mayor por efectos base, y a partir de entonces, comenzaría a declinar. De hecho, comenta que las expectativas han estado bastante ancladas en torno a 3% anual o bajo 3%.

Hace presente que las proyecciones de TPM se han corregido a la baja frente a la Reunión previa y que, en general, las encuestas reflejan que la tasa rectora podría llegar a 4% en el mes de mayo, y comenzaría a subir hacia el año 2015.

Al concluir su presentación, manifiesta que para esta Reunión, el mercado se inclina mayoritariamente por una mantención de la TPM; y para el mes de marzo, una fracción también importante de los encuestados estima que el Consejo podría acordar una baja adicional de la tasa rectora.

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 Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que de acuerdo con la información disponible, el mercado espera recortes de la TPM en los meses de febrero, mayo y octubre del presente año.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a la desaceleración del PIB resto y sus componentes, así como a la revisión de su proyección a la baja, y consulta por los elementos que explicarían dicha corrección. Asimismo, solicita que se precise si la revisión a la baja de la inversión obedece a una menor inversión en obras y no a una caída de la inversión en maquinaria y equipos.

En lo atinente a la inflación, señala que la proyección de corto plazo supone que la depreciación del tipo de cambio solo se está traspasando directamente a gasolina, no así a otros bienes importables. En su opinión, ese supuesto podría estar subestimando la inflación futura, que podría ser algo mayor en el margen. En razón de lo expresado, solicita un análisis más profundo sobre esta materia.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que, en términos generales, se han cumplido las proyecciones en materia de actividad, excepto en lo referente a la caída de la inversión, que ha sido algo mayor que lo esperado y que se asocia principalmente a un retroceso de la inversión en minería y en construcción y obras.

En su opinión, en materia de construcción de viviendas, se advierte una alta demanda, que no solo se refleja en las ventas de viviendas en proceso de construcción, sino que también comienza a advertirse en las colocaciones hipotecarias y además, los precios de los inmuebles no han cedido. Por otro parte, plantea que las alzas de costos y escasez de mano de obra han llevado a una reducción importante de los márgenes de las empresas constructoras, presentándose algunos problemas financieros. A su juicio, este sector amerita un análisis más detallado.

En materia de inversión pública, llama la atención sobre la caída de la inversión del gobierno en la última parte de 2013, y comenta que si bien en el primer trimestre podría observarse una ejecución más lenta del presupuesto por el cambio de gobierno, el impulso negativo no se mantendrá durante el resto del año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto al aumento de la inversión que contempla el Catastro de Bienes de Capital, estima que se fundamenta en alguna recuperación de la inversión en energía y minería. A su juicio, la materialización de proyectos que se han postergado definirá el curso de la inversión en los próximos meses y durante el presente año.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que el análisis presentado no incluye un seguimiento de la balanza comercial y de la cuenta corriente, como tampoco de la evolución de sus proyecciones, recalcando la conveniencia de contar con dicho análisis en lo futuro, en un contexto en que los mercados internacionales están interpretando la evolución de estas variables como señales de fortaleza o fragilidad.

Por último, enfatiza en la conveniencia de efectuar un seguimiento al traspaso de la depreciación del tipo de cambio a precios, sin perjuicio de que en su opinión, no debiera tener mayor incidencia en ellos, dado que las expectativas inflacionarias se encuentran ancladas en 3% anual y debido a la desaceleración que exhibe la economía interna.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que en esta coyuntura, es clave efectuar un seguimiento al sector construcción, ya que puede marcar diferencia relevantes en términos de actividad y, en especial, de empleo.

Asimismo, hace notar la debilidad que exhibe el sector industria. A su juicio, la evolución de este sector tendrá una incidencia significativa en las tasas de crecimiento de la economía.

En lo concerniente a la inflación, indica que el panorama general es benigno y que si bien las expectativas se encuentran ancladas en 3% anual, han surgido algunos riesgos derivados de la depreciación del tipo de cambio. Por esa razón, plantea la conveniencia de efectuar un seguimiento al grado de su traspaso a precios, así como su evolución. A su juicio, si se materializa un deterioro adicional en las economías emergentes, podría registrarse una devaluación de ese carácter, lo cual tiene implicancias para la política monetaria.

Por último, destaca el buen funcionamiento del sistema financiero, la inexistencia de tensiones de liquidez, y el hecho que las tasas hipotecarias se sitúen en los niveles más bajos del último tiempo. En su opinión, la fortaleza del sistema financiero local puede ser de gran ayuda en esta coyuntura.

El Consejero señor Pablo García señala que en lo referente al ciclo real, hay aspectos que deben ser considerados, tales como, las fuertes caídas en el nivel de las importaciones de capital, de vehículos y de algunos bienes durables, que comenzó a observarse a mediados del año, con anterioridad a la depreciación del tipo de cambio más reciente. En su opinión, ello podría responder a un ajuste de *stock*, que se acumuló producto de condiciones financieras más favorables que prevalecieron después de la crisis, un entorno más positivo y un mercado laboral que continuaba mejorando.

El Consejero señor Pablo García consulta por los fundamentos que sustentan la proyección de crecimiento del PIB en torno al 3% o 4% anualizado para los dos primeros trimestres del año, esto es, si se considera una reaceleración de la actividad y luego de una suerte de frenazo en el cuarto trimestre del año 2013 y asimismo, solicita que se precise si se contempla una recuperación de la demanda, de las exportaciones de bienes de capital o de las inversiones en maquinaria y equipos. Además, consulta por la calidad que reviste la bolsa de valores nacional en cuanto a indicador líder de perspectivas de inversión.

En materia de construcción, manifiesta que se podría estar frente a un escenario de maduración del ciclo, que tiende a tener un grado de rezago con motivo de la terminación de obras que se encontraban en proceso de construcción.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que para el sector industria se prevén caídas en doce meses en el primer semestre de este año y si estas se explican por lo que acontece en el sector minería, a su juicio, podría tratarse de un fenómeno persistente.

En síntesis, estima que falta un grado de argumentación mayor detrás de la posible aceleración de la actividad en los dos primeros trimestres del presente año y la proyección de tasas de crecimiento del orden del 3%.

En lo relativo al *pass through*, manifiesta no recordar que hubiese sido del orden de 30% en algún momento y que por el contrario, se determinó que se situaba en torno a 20% en lugar de 45%, como se estimaba en los años noventa.

Destaca la medida de expectativas de inflación que muestra que la inflación esperada estuvo en 3% o en una cifra inferior durante el año pasado. En su opinión, una hipótesis posible es que ello puede corresponder a un efecto rezagado de la apreciación cambiaria, esto es, del tipo de cambio real más apreciado que se observó en el año 2012.

Expresa su interés en conocer la forma en que la Gerencia de División Estudios presentará el análisis del *pass through*. A su juicio, la mecánica de ese ejercicio es un tema y otro distinto es el análisis de la totalidad de los condicionantes que determinan finalmente el efecto de la depreciación cambiaria sobre la inflación. Plantea que en los últimos quince años se han observado movimientos cambiarios en múltiples direcciones, y que su impresión es que solamente en una ocasión, a mediados del año 2008, se produjeron efectos inflacionarios relevantes de segunda vuelta producto de la depreciación cambiaria.

El Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz hace referencia al nivel de inventarios de las empresas. Sobre el particular, señala que meses atrás se planteaba que las firmas tenían niveles que se consideraban muy altos; recientemente, en cambio, se menciona que la desacumulación de inventarios observada en la segunda mitad de 2013 fue mayor que lo deseado, que los actuales niveles son muy bajos y que las empresas los van a recomponer.

En razón de lo expresado, consulta acerca de los elementos que han llevado a las empresas a considerar que sus niveles de inventarios serían bajos, así como por los fundamentos de su proyección.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que el panorama se presenta matizado, ya que se observa una desaceleración significativa de la actividad, pero también se advierten algunas señales que dan cuenta de la fortaleza de nuestra economía.

En lo concerniente al sector construcción, destaca la alta demanda por viviendas y cifras positivas en general. Agrega que las colocaciones hipotecarias han experimentado una leve alza y que el consumo sigue mostrando cifras de crecimiento en torno al 5% y 4,5%. Otras cifras, en cambio, dan cuenta de desaceleraciones o de un escenario más negativo.

En materia de inflación, coincide con lo planteado precedentemente en cuanto a la conveniencia de realizar un análisis más profundo. En este sentido, si bien reconoce que las expectativas están ancladas, en periodos de depreciación cambiaria podrían dispersarse repentinamente. Además, destaca que en este aspecto la discusión mundial se centra en las razones detrás de la baja inflación internacional, especialmente, en Europa y en Estados Unidos de América.

Por último, hace referencia a la solidez del sistema financiero planteada por el Vicepresidente señor Enrique Marshall. Sobre este aspecto, consulta al Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan acerca de la posibilidad de que la caída de la bolsa de valores chilena tenga algún efecto sobre la estabilidad financiera, producto del otorgamiento de garantías en acciones que se estarían desvalorizando.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto procede a responder las consultas y comentarios formulados por los señores Consejeros.

En lo atinente al sector construcción, señala que el Catastro de Bienes de Capital y otro conjunto de indicadores, dan cuenta de una desaceleración importante y que las expectativas del sector, que cayeron fuertemente a mediados de año, se han mantenido en terreno pesimista. Agrega que otros indicadores, tales como las ventas de cemento y despacho de materiales, también exhiben caídas, tanto en niveles como en tasas de crecimiento. Acota que el Catastro antedicho aporta información en el margen para corregir la proyección y que la visión de desaceleración se encuentra sustentada por varios indicadores del sector.

Hace presente que las cifras de edificación llevan a estar algo menos pesimistas sobre la evolución del sector, ya que algunos indicadores de ventas dan cuenta de que el mercado no presenta holguras aún y los indicadores de meses para agotar *stock* y ventas en proceso de construcción podrían sugerir algo mayor actividad futura.

En lo atinente a inversión en maquinaria y equipos, manifiesta que se advierte una caída muy significativa en los niveles que trasciende al tema relacionado con la compra de aeronaves.

Hace presente que la desaceleración de la inversión tiene repercusiones en distintos sectores, entre ellos, algunas ramas de la producción industrial, ventas mayoristas y algunos sectores de servicios asociados a la inversión. Indica que en la proyección está implícito un grado de rebote, en parte asociado a una cierta recuperación de inventarios que podría darle mayor dinamismo a la actividad.

Menciona que algunos temas específicos relacionados con el sector industria podrían resolverse en los meses venideros, lo cual también sustenta la proyección antedicha.

En relación con el tema del *pass through*, indica que sería del orden entre 20% y 30% y será tratado en profundidad en una próxima Sesión de Pre Consejo.

En lo referente a la inflación, alude al denominado *global inflation*, que es una medida de componentes principales de inflación global. Sobre el particular, indica que ella explica gran parte de la evolución de la inflación en Chile en los últimos quince o veinte años y permitiría anticipar que permanecerá baja en nuestro país, independientemente de los movimientos cambiarios, por cuanto seguirá más estrechamente la evolución de la inflación mundial.

En cuanto al comportamiento de la bolsa de valores en carácter de indicador líder, señala que entrega información en materia de proyecciones de corto plazo. Destaca que a diferencia de otros países, Chile cuenta con el IMACEC; otros países, en cambio, en ausencia de este indicador, utilizan la bolsa de valores como indicador líder en la medición contemporánea de la actividad.

Por último, en respuesta a la observación formulada por el Consejero señor Joaquín Vial sobre la balanza comercial, menciona que la Gerencia de División Estudios cuenta con datos de carácter más definitivo cada tres meses y que corresponden a los publicados por Cuentas Nacionales. Entre trimestres, los datos de balanza comercial representan un porcentaje bajo de la cuenta corriente, a lo que se suma que los referidos a los dos últimos meses se han visto distorsionados por efectos del reciente paro portuario. En cuanto a la proyección, comenta que atendida la desaceleración de la inversión, las importaciones son menores y, por lo tanto, el déficit también lo es. Agrega que las rentas serían menores, por lo que el déficit de la cuenta corriente podría ser inferior.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan procede a responder la consulta formulada por el Vicepresidente señor Enrique Marshall acerca de la posibilidad de que la caída de la bolsa de valores chilena tenga algún efecto sobre la estabilidad financiera producto de garantías en acciones que se estarían desvalorizando.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sobre el particular, informa que en las corredoras de bolsa, la exposición es más bien acotada, por lo que en la medida que una garantía no se encuentre mal constituida, no debería producirse un impacto material de la caída de la bolsa en esas entidades.

Hace notar que en todo caso podrían observarse problemas en el mecanismo referido a las garantías con acciones, pero desconoce aún su importancia, por tratarse de un análisis en curso y que la Gerencia de División Política Financiera presentará próximamente en una Sesión de Pre Consejo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara, antes de concluir esta primera parte de la Reunión de Política Monetaria, señala que es la última oportunidad en que el señor Rodrigo Cerda asiste a estas Sesiones en calidad de Asesor del Ministro de Hacienda, razón por la que le agradece, en nombre suyo y del Consejo, su apoyo, análisis y disposición a colaborar con esta Institución. Asimismo, hace propicia esta oportunidad para desearle el mayor éxito en sus nuevas funciones.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:30 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° 207, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que la de hoy es la última Reunión de Política Monetaria a la que asiste el señor Felipe Larraín en carácter de Ministro de Hacienda, motivo por el cual, en nombre propio y del Consejo, le agradece su presencia en las sesiones de Política Monetaria, sus análisis y opiniones, que en algunas oportunidades presentaron diferencias que son normales en el ejercicio de estas funciones, así como su valioso aporte.

El Ministro señor Felipe Larraín agradece las palabras del señor Presidente y la cooperación prestada por todas las personas que asisten a estas sesiones y destaca la relevancia de contar con un Banco Central autónomo en cuyo contexto el Ministerio de Hacienda y esta Institución pueden discrepar ocasionalmente, pero siempre buscando el mejor interés del país y la combinación de políticas macroeconómicas que es reconocida en el mundo.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de agosto de 2014 se efectuará el día jueves 14 de ese mes y concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Claudio Soto inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

En lo concerniente al escenario externo, menciona que la volatilidad de los mercados financieros aumentó en forma generalizada y que las condiciones de financiamiento externo se hicieron algo más restrictivas, en particular, para las economías emergentes.

Agrega que la Reserva Federal continuó disminuyendo su programa de compras de activos, pero reafirmó su proyección en orden a mantener las tasas de interés en su nivel actual por un tiempo prolongado.

En materia de actividad, indica que las cifras recientes en Estados Unidos de América y China han estado levemente bajo lo esperado, aunque en el caso del primer país probablemente se encuentren distorsionadas por factores climáticos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, comenta que el dólar estadounidense se apreció respecto de las monedas de economías emergentes, pero se depreció levemente en relación a otras monedas de países industrializados.

Plantea también que presentaron aumentos los índices de precios de alimentos y energía, mientras que el de los metales, incluyendo el del cobre, mostraron disminuciones netas en el periodo.

En lo atinente al plano local, expresa que los datos recientes de actividad y demanda confirmaron que su desaceleración en el cuarto trimestre del año 2013 fue algo mayor que lo esperado en el último IPoM.

En materia de inflación, señala que el IPC del mes de enero pasado aumentó en línea con lo proyectado por el mercado y levemente por debajo de lo anticipado en la última RPM; que las expectativas en el horizonte relevante de política siguen en tomo a 3% anual; y, que las medidas de salarios nominales mantuvieron un comportamiento similar al observado en el mes de diciembre último, con una trayectoria descendente.

Consigna, además, que el peso chileno se depreció 4,5%, aproximadamente, desde la última Reunión, aunque con volatilidad dentro del mes.

Finalmente, expresa que la mayoría de los analistas y operadores de mercado esperan dos recortes para la TPM durante la primera mitad del presente año, uno de los cuales se materializaría en esta Reunión.

El señor Claudio Soto 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 primer término, indica que la información internacional conocida desde la última Reunión es coherente con el escenario base señalado en el último IPoM, por cuanto se advierte una recuperación gradual del crecimiento de nuestros socios comerciales, un retiro lento del estímulo monetario en las economías avanzadas, y condiciones financieras más restrictivas para las economías emergentes.

Sin embargo, algunos de los riesgos identificados en dicho Informe parecen haberse agudizado, como ocurre con la posibilidad de un freno más intenso en el crecimiento de la economía en China, mientras que otros parecen haberse moderado, como es el caso de aquellos que se relacionan con la evolución del crecimiento de la Zona Euro. Manifiesta que otro riesgo relevante se refiere al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América y sus consecuencias sobre los mercados financieros internacionales. En todo caso, si bien por el momento no se observan cambios en la trayectoria esperada de la tasa rectora de la Reserva Federal, constituye un punto a observar la reciente caída en el desempleo y sus implicancias sobre las holguras existentes en la economía norteamericana.

Por el lado de la economía chilena, los datos muestran que se ha materializado un proceso de desaceleración de la actividad y de la demanda algo más intenso que lo estimado en el último IPoM. Hace presente que esta desaceleración se encuentra liderada por la inversión, en tanto que el consumo privado se ha mostrado resiliente en un contexto donde el mercado laboral permanece estrecho. La inflación, por su parte, muestra registros acotados a pesar de la importante depreciación del peso, y las expectativas de inflación se mantienen en torno a la meta.

En lo referente a la opción de mantener la TPM, señala que esta alternativa se podría justificar en que ya se han materializado recortes de la tasa de interés; el crédito doméstico continúa fluyendo en forma normal hacia los hogares y las empresas; el peso se ha depreciado en términos reales, ubicándose algo por encima de sus promedios históricos; y la inflación ya se encuentra en torno a niveles del 3% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En opinión de la Gerencia de División Estudios, una pausa permitiría acumular más antecedentes sobre la trayectoria de la actividad y la demanda en el primer cuarto del año y dilucidar si la desaceleración del cuarto trimestre estuvo influida por algunos elementos puntuales o si refleja una trayectoria de crecimiento más lenta que lo anticipado. Acota que esta decisión podría constituir una sorpresa para el mercado, ya que para esta Reunión se espera mayoritariamente una rebaja de la TPM. Por esta misma razón, de optarse por dejar la tasa en su nivel actual, sería recomendable mantener el sesgo a la baja de la política monetaria, para evitar que la sorpresa modifique la curva de tasas de interés vigente en el mercado, que es acorde con la contemplada en el IPoM.

Por su parte, manifiesta que la alternativa de recortar la TPM es coherente con lo planteado en el último Informe de Política Monetaria. En efecto, por varios trimestres, la actividad económica y, en particular, la de los sectores distintos de 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 reflejará en un relajamiento de las condiciones en el mercado laboral. Además, los datos recientes muestran que la desaceleración de la economía chilena ha continuado profundizándose y que algunos indicadores vinculados a la inversión han estado incluso por debajo de lo esperado, lo que ha llevado a corregir la proyección de corto plazo para la actividad y la demanda.

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 precios de combustibles, el aumento observado recientemente refleja el impacto de la depreciación del peso sobre los precios de bienes importados, lo que es parte del proceso de ajuste de la economía. Destaca la importancia de vigilar que los efectos de segunda vuelta de estos shocks sobre otros precios, salarios y expectativas se mantengan acotados y sobre el particular, indica que en la coyuntura actual no se detectan efectos secundarios relevantes, por lo que cabe esperar que no se produzcan cambios en la medida que continúen las holguras en los mercados finales y de factores.

En cuanto a las consideraciones tácticas, plantea que la mayoría de los analistas y operadores espera una reducción de la TPM en esta oportunidad, por lo que no debiera generarse un impacto mayor en los precios financieros. Asimismo, si bien las proyecciones de mediano plazo para evaluar la trayectoria de la tasa de política se efectuarán con ocasión del IPoM de marzo, las proyecciones de corto plazo indican que en los próximos meses muy probablemente será necesario realizar recortes adicionales de la TPM para asegurar que la inflación permanezca en torno a la meta en el horizonte de política. Por esta razón, se estima conveniente mantener un sesgo explícito a la baja en el párrafo final del Comunicado.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón deja constancia que en la Reunión anterior planteó que en su opinión era más relevante establecer una pauta de bajas de la TPM que reducir la tasa rectora en 25 puntos base en esa ocasión y conjuntamente no establecer un sesgo. En esa oportunidad, el Consejo mantuvo la Tasa en 4,50% anual y reintrodujo el sesgo a la baja.

Estima que en esta oportunidad, cuando el camino se encuentra delineado y el mercado espera casi unánimemente una disminución de 25 puntos base en esta Reunión, en su opinión, las únicas opciones válidas son bajar la TPM en 25 puntos base o, en su defecto, reducirla en 50 puntos base.

A juicio del señor Beltrán de Ramón, los antecedentes de actividad y de demanda disponibles permiten concluir que la economía se ha desacelerado más rápido que lo esperado en el último IPoM y en la Reunión pasada. En efecto, de acuerdo con lo proyectado, solo en el primer trimestre del presente año, el PIB y la demanda crecerán 0,5% y 0,4% menos, respectivamente, que lo contemplado en la Reunión del mes de enero. En cuanto al segundo trimestre del presente año, la Gerencia de División Estudios proyecta que el crecimiento de la demanda alcanzará a 2,6%, completando así un semestre con registros bajo 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por lo tanto, manifiesta que si hace treinta días era aconsejable delinear un camino para disminuir la TPM en al menos 50 puntos base en dos Reuniones, esto es, 25 puntos base en el mes de febrero y 25 puntos base tal vez en el mes de marzo o abril, con los nuevos antecedentes resulta indudable que la TPM debería llegar a 3,75% anual o tal vez a 3,50% anual. En consecuencia, a su juicio, la pregunta que surge entonces se refiere a la magnitud que debieran tener estas rebajas para alcanzar ese nivel, esto es, si acaso tres o cuatro recortes de 25 puntos base cada uno, permitan concluir este ciclo no antes del mes de mayo próximo, o efectuar disminuciones más categóricas de 50 puntos base, que lo anticipen al mes de marzo.

Si bien razones estratégicas le permiten estimar que sería mejor completar rápidamente la tarea antedicha, proponiendo en esta ocasión bajar la TPM en 50 puntos base, considera mejor seguir estableciendo una senda de bajas sucesivas de 25 puntos base. Agrega que por razones tácticas, que son de orden comunicacional y que fueron motivo de crítica en el pasado reciente, considera más prudente recomendar al Consejo bajar la TPM en 25 puntos base en esta oportunidad y reforzar el mensaje del Comunicado señalando que "algunas bajas adicionales en el futuro cercano no se pueden descartar", de manera que se informe al mercado que además de este recorte, vendrán al menos otros dos adicionales.

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

El señor Claudio Raddatz señala que la Minuta de Opciones plantea claramente las dos alternativas posibles en esta coyuntura, acompañadas de sus antecedentes; y que si bien en esta ocasión, a diferencia de las anteriores, en dicho documento no se efectúa una recomendación específica, en su opinión, los antecedentes presentados en ella favorecen claramente la opción de bajar la tasa en 25 puntos base.

En efecto, atendidas especialmente la desaceleración de la inversión y de la actividad resto, la evolución acotada de la inflación, y la estimación presentada en la misma Minuta de un nivel de pass through acotado del tipo de cambio sin inflación, sugieren actuar preventivamente con un impulso monetario adicional, tal como además se sugirió en la Reunión de Política Monetaria anterior. Agrega que en esta ocasión, ello es consistente además con las expectativas del mercado, razón por la que esta alternativa le parece claramente preferible a la de mantener la tasa rectora.

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

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín inicia su exposición expresando que desde la última Reunión de Política Monetaria, se ha seguido observando la consolidación de un mejor desempeño de las economías desarrolladas, así como nueva información que confirma una desaceleración más pronunciada de la economía chilena en el cuarto trimestre, fundamentalmente vía inversión privada y exportaciones.

En lo atinente al plano internacional, precisa que el crecimiento del cuarto trimestre de Estados Unidos de América fue de 3,2% trimestral anualizado y desestacionalizado, pero el mercado laboral en el mes de enero mostró un pobre desempeño por segundo mes consecutivo, con solo 113 mil puestos creados en ese periodo, bastante menor a los 185 mil esperados por el mercado. Indica que ello pone una cuota de incertidumbre sobre la velocidad de retiro del programa de compra de activos de largo plazo, cuyo ritmo de expansión a partir del mes de febrero fue reducido en otros 10 mil millones de dólares, y cuya evolución dependerá de los resultados económicos que se vayan conociendo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace notar que estas decisiones son de gran importancia para el mundo emergente, que ha comenzado a sentir los efectos de estas políticas a través de cambios en variables económicas claves, tales como el tipo de cambio.

Resalta que la Zona Euro registró un crecimiento trimestral desestacionalizado de 0,3% en el cuarto trimestre de 2013, lo que implica el tercer trimestre consecutivo de cifras positivas en esta medición; y que en términos interanuales, el incremento fue de 0,5%, tras una caída de -0,3% en el tercer trimestre del año pasado.

Además, menciona que en las economías emergentes continúa el proceso de desaceleración sin grandes cambios, donde China ha estabilizado su tasa de crecimiento en torno al 7,5%, con un aumento en el año 2013 de 7,7%.

En lo referente al plano local, plantea que las noticias recientes confirman con fuerza la desaceleración de la economía. En efecto, el consumo privado se mantiene creciendo a tasas robustas sostenido por el aumento de la masa salarial real, que en el cuarto trimestre registró un crecimiento levemente superior al del tercero. Sin embargo, por el lado de la inversión, la información parcial al cuarto trimestre muestra signos de contracción explicada fundamentalmente por la fuerte caída del componente de maquinarias y equipos, como se puede deducir de la evolución de las importaciones de bienes de capital, ya que en ese periodo se contrajeron un 32,1% anual, tras un descenso del 5% el trimestre previo. Adicionalmente, el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital mostró una nueva disminución de la inversión a materializar en el año 2013, que es 22% menor que lo pronosticado a fines del año 2012.

Plantea que otro síntoma de desaceleración en el cuarto trimestre lo constituye la contracción de las exportaciones, toda vez que este componente sostuvo el crecimiento durante el tercer cuarto del año. Precisa que su valor al cuarto trimestre decreció 8,5% interanual, tras un incremento de 7,6% el trimestre previo; y si bien en dicho periodo su caída fue bastante generalizada, los envíos al mundo desarrollado lideraron ese retroceso. Acota que los envíos a Estados Unidos de América decrecieron 27,8% anual y 15,6% anual a la Unión Europea.

Con todo, señala que este efecto debiese ser puntual, atendiendo a que las economías desarrolladas se encuentran en recuperación y que las perspectivas apuntan a una mejora del mundo en el año 2014, liderada por los países desarrollados, lo que debiera aumentar la cifra de crecimiento de exportaciones en los próximos meses, con la salvedad del mes de enero último, que se verá fuertemente afectado por el paro portuario. A ello se debe sumar la depreciación del tipo de cambio, que al cierre del mes de septiembre de 2013 se ubicaba en \$502,97 y que actualmente se encuentra alrededor de \$548, es decir, registra un aumento en torno al 9% en este período.

Asimismo, menciona que en el mes de enero, la inflación aumentó 0,2% mensual, ubicándose en 2,8% en doce meses; que la inflación subyacente se encuentra bastante contenida; y que de acuerdo con la última Encuesta de Expectativas Económicas, se espera que al mes de diciembre de 2014 se ubique en 3%, al igual que en el año 2015, lo que refleja que las expectativas de inflación se mantienen ancladas.

Considerando los rezagos con que opera la política monetaria, expresa que es razonable continuar con el ciclo de reducción de la tasa rectora, validando las expectativas de mercado. Además, dado el escenario de desaceleración, le parece conveniente mantener las señales de sesgo a la baja en la Tasa de Política Monetaria. En tal sentido, la inflación se encuentra contenida y este movimiento se condice con los síntomas de debilidad de la inversión que se han observado y que la autoridad económica ha manifestado a la opinión pública al menos desde el mes de julio pasado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y conforme al orden de esta Sesión, da paso al proceso de votación de las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo, en primer término, la palabra al Consejero señor Pablo García.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo el análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios y del staff de la Institución por los antecedentes entregados y opiniones proporcionadas en esta Reunión, lo que hace extensivo a la información específica entregada por dicha Gerencia de División con motivo de la pregunta que formuló en la parte inicial de esta Sesión sobre lo inusual que resulta la revisión de las proyecciones desde el último IPoM. Sobre el particular, expresa que desde el año 2010, y con la sola excepción del período correspondiente al terremoto que ocurrió ese año, solo en una ocasión, esto es, a fines del año 2012, se ha efectuado una revisión de esta magnitud, que fue al alza, por cuanto en el resto del período, generalmente las revisiones han sido en torno a 3 o 4 décimas. A su juicio, este aspecto debe contemplarse para fines de la decisión que se adopte.

En opinión del Consejero señor Pablo García, son tres los elementos a considerar en el día de hoy en el momento de decidir sobre el curso de la TPM. En primer término, el escenario base del IPoM del mes diciembre último; luego, el contexto macro, tanto externo como doméstico; y, por último, la decisión de la Reunión pasada y la evolución de las expectativas.

En primer término, deja constancia que el escenario del IPoM del mes de diciembre tenía implícito un relajamiento monetario a partir del reconocimiento que el ciclo económico en Chile estaba experimentando un suavizamiento natural y una normalización.

En segundo término, que el contexto macro está determinado desde esa fecha por un escenario más complejo para economías emergentes en su conjunto y por mayores antecedentes sobre la magnitud de la maduración del importante ciclo de inversión que se produjo en Chile. A su juicio, la conjunción de estos dos aspectos se ha profundizado en lo más reciente y, en particular, con una revisión a la baja en alrededor de un punto porcentual para el PIB resto para el primer y segundo trimestre de este año, una magnitud que, reitera, es claramente inusual para revisiones de proyecciones de corto plazo. Hace notar que estos cambios en el entorno macro, en un esquema de metas de inflación, debiesen tener asociadas una depreciación real del peso, así como tasas de interés más bajas, que es precisamente lo que ha estado ocurriendo.

En tercer lugar, señala que la decisión de la Reunión pasada incluyó un sesgo explícito, lo que fue también refrendado por las autoridades del Banco. Plantea que a pesar de los vaivenes cambiarios, el mercado monetario ha tomado nota de esta comunicación, indicando con bastante claridad una senda de dos o tres reducciones de la TPM en los próximos trimestres. Además, las expectativas de inflación se han mantenido en o por debajo de la meta de 3% anual.

El Consejero señor Pablo García expresa que estos tres elementos lo hacen disentir de lo planteado por la Gerencia de División Estudios en términos de considerar como una opción válida la de mantener la TPM en esta Reunión, incluso con un sesgo.

En efecto, estima que mantener dicha Tasa sería interpretada como una preocupación especial por un movimiento cambiario desde \$530 a \$550, o como una incomodidad del Consejo por las expectativas de relajamiento monetario en los próximos meses, ya que ambas señales sugerirían que el Consejo le quiere dar un sesgo menos expansivo a la política monetaria, lo que, en su opinión, es contradictorio con la evolución macroeconómica y no es posible de compensar con un sesgo aún más explícito que el del mes pasado.

Añade que si se debiesen considerar alternativas a la baja a la de 25 puntos base, que es ampliamente esperada, podría ser una disminución mayor de la tasa rectora junto con remover el sesgo. No obstante, atendido que esta última decisión no es esperada, manifiesta que su voto, en esta oportunidad, es por una reducción de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base, y mantener el sesgo del Comunicado anterior.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Consejero señor Pablo García y, a continuación, concede la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios, y señala que si bien concuerda con su orientación general, estima conveniente hacer algunas precisiones y comentarios.

En el plano internacional, indica que lo más destacable es que el escenario de actividad va más o menos en línea con el panorama delineado en el último IPoM. Sin embargo, hace notar tres elementos que se comienzan a perfilar con más fuerza. En primer término, los riesgos sobre la economía china vinculados con su sistema financiero parecen ir en aumento. En efecto, en un plazo de pocas semanas se han observado ya dos rescates de empresas emisoras de deuda intermediadas fuera de los balances bancarios, siendo el mayor riesgo que esto derive en un freno brusco del crédito y, con ello, del crecimiento de la economía china.

En segundo lugar, señala que en el último tiempo se ha visto que países como Brasil han intervenido en el mercado cambiario y subido las tasas de interés, sin embargo sus monedas se han apreciado; o como en el caso de Perú, cuya tasa de interés de largo plazo sigue subiendo, a pesar de bajas en su TPM. A su juicio, todo ello sugiere que el entorno externo está poniendo nuevos límites a la política monetaria y que su situación debe ser monitoreada con cuidado para sacar lecciones apropiadas para nuestro caso.

Por último, expresa que si bien el precio del cobre ha fluctuado en una banda acotada en los últimos meses, ha habido sorpresas importantes que resultan difíciles de interpretar. En este sentido, si bien los inventarios caen en la Bolsa de Londres, ellos han aumentado fuertemente en Shanghai, lo cual coincide a su vez con aumentos de las importaciones de cobre de China, que no parecen consistentes con los datos de actividad de ese país.

En resumen, manifiesta que la tendencia general se mantiene, pero hay suficientes razones como para pensar que los riesgos no han desaparecido, ni mucho menos. A todo lo anterior se agrega un panorama de tensiones políticas desbordadas en Ucrania y Venezuela, que se suman a los puntos de tensión y conflicto ya existentes.

En lo referente al plano local, consigna que la desaceleración ha sido algo mayor que lo previsto y la sorpresa parece concentrarse en la inversión, en particular, en el componente de Obras de Infraestructura, que incluye tanto construcciones como importaciones de maquinarias y equipos. En su opinión, ello parece tener su origen en la terminación de algunos grandes proyectos mineros y energéticos, que coincide con postergaciones de otros, así como con una caída muy significativa de la Inversión Pública en la última parte del año pasado. Sin embargo, informa que las proyecciones de la Corporación de Bienes de Capital sugieren que este componente debería experimentar una recuperación en el curso del año. Por otra parte, el empleo, el consumo, y más recientemente, las colocaciones bancarias, muestran bastante fortaleza. A nivel de sectores, llama la atención sobre la recuperación que se observa en el margen en actividades como servicios empresariales y la propia industria manufacturera, que en el año 2013 tuvieron un desempeño muy pobre.

En este cuadro, estima que las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son las correctas, y que si bien varios de los antecedentes mencionados anteriormente podrían sugerir la conveniencia de esperar algo más para reducir la TPM, su voto en esta ocasión es por bajarla a 4,25% en respuesta a la rebaja en las proyecciones de actividad, para ser consistentes con el sesgo del último Comunicado, y para evitar una sorpresa difícil de interpretar por el mercado.

A título de reflexión final, el Consejero señor Joaquín Vial plantea que si bien lo más probable es que el próximo movimiento de la tasa sea a la baja, no le parece que ello deba ocurrir de inmediato. En este sentido, su impresión es que ya se ha entrado en un territorio en que la política monetaria tiene un claro sesgo expansivo, lo que se refleja en las tasas de interés de largo plazo. Además, los diferenciales de tasas respecto de otros países relevantes se han reducido significativamente. Por otra parte, si bien el déficit en cuenta corriente ha disminuido, sigue siendo elevado dada la menor tolerancia que muestran los mercados financieros internacionales con las economías



BANCO CENTRAL DE CHILE

emergentes. Todo lo anterior apunta a que después de bajar la TPM en esta Reunión, se deba esperar por nuevos antecedentes que permitan evaluar mejor la necesidad de un estímulo monetario adicional.

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 los antecedentes acumulados en el último mes están, en lo grueso, en línea con lo delineado en el último IPoM y justifican bajar la TPM en esta oportunidad.

En lo concerniente al ámbito externo, destaca uno de los varios elementos que se mencionan en la Minuta de Opciones, a saber, la volatilidad mostrada por los mercados financieros y la valorización de las monedas. En su opinión, ello parece responder a fluctuaciones en el apetito por riesgo de diferentes tipos de activos, lo que estaría relacionado con la vulnerabilidad que muestran distintas economías y con su capacidad para realizar ajustes cambiarios como elemento estabilizador. Hace notar que en muchos países emergentes, la fuerte volatilidad cambiaria se observa junto con alzas en tasas a distintos plazos, y que en Chile, la desvalorización del peso ha estado acompañada de estabilidad y caída, en algunos casos, tanto de tasas largas como de tasas en los mercados monetarios a distintos plazos.

Con todo, persiste la idea de una sostenida, aunque lenta, recuperación en Estados Unidos de América; un leve crecimiento en Europa, que en su opinión se mantiene sujeto a importantes riesgos; y, la heterogeneidad en la situación de varios países en desarrollo. Pero, a su juicio, lo fundamental es que el escenario externo para Chile no es distinto del que se ha delineado en el IPoM.

En cuanto al ámbito interno, señala que se ha consolidado un proceso de desaceleración en la actividad, que las cifras del cuarto trimestre dan cuenta de un ajuste algo mayor a lo anticipado, y que similar evidencia se observa en la demanda, especialmente en el componente de inversión. El consumo, en tanto, mantiene una trayectoria de dinamismo que se soporta en una masa salarial que continúa creciendo de manera relevante por sobre 5%. Por su parte, el ajuste de la inversión ha sido mayor que el anticipado, y existen diferencias en las perspectivas del sector construcción entre un aparente menor dinamismo en la inversión en obras y una situación algo más dinámica y con más momentum en el sector de edificación.

Sumando y restando, consigna que las cifras y las proyecciones de actividad y demanda muestran que las perspectivas para el año 2014 son algo menores que las anticipadas algunos meses atrás, aunque todavía, en su opinión, no hay elementos que den cuenta de una desviación significativa. En tal sentido, considera que este constituye el elemento central a seguir monitoreando y que probablemente justificaría en el futuro cambios relevantes respecto de lo que se ha venido comunicando al mercado.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que el registro de inflación en el último mes estuvo en línea con lo anticipado y que se sigue esperando un aumento de la inflación en los próximos meses a niveles en torno a 3,5%, pero de manera transitoria. Expresa que los efectos de la depreciación del tipo de cambio hasta ahora parecen ser acotados y muy directos, y en la medida que la economía continúe a un ritmo relativamente lento y las expectativas de inflación se mantengan bien comportadas, no debería haber mayor sorpresa en este aspecto. Asimismo, considera también que los riesgos de una inflación muy baja de manera persistente, que se mencionaron por varios meses, parecen haber desaparecido.

Finalmente, señala que el mercado financiero se mantiene bien comportado y que los agregados de crédito muestran una evolución similar a la registrada en los últimos trimestres, lo que sigue dando soporte a la idea de una desaceleración gradual de la economía. Con todo, plantea que hay algunos precios financieros, tales como la bolsa y las tasas largas, que podrían estar anticipando una desaceleración algo mayor



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, los antecedentes antedichos confirman o reafirman lo discutido en las últimas Reuniones acerca de la necesidad de efectuar algún ajuste adicional en la política monetaria. Estima que la economía admite actualmente una política monetaria algo más expansiva, especialmente cuando se toman en cuenta no solo los antecedentes mencionados anteriormente, sino que la fortaleza que muestran las expectativas de inflación en un contexto de fuerte ajuste cambiario.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que lo planteado precedentemente justifica una rebaja de la TPM en 25 puntos base y agrega que con la información disponible hasta esta fecha, algún ajuste adicional podría requerirse, lo que justifica mantener el sesgo explícito de la política monetaria.

En síntesis, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria a 4,25% y por mantener el sesgo del Comunicado de la Reunión anterior.

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

El Vicepresidente 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 están marcadas por una mayor preocupación por las economías emergentes y por una confirmación de las tendencias que se venían observando en el frente interno.

En lo referente al ámbito externo, menciona que la percepción de riesgos más altos en las economías emergentes, y particularmente en aquellas que presentan mayores grados de vulnerabilidad, ha sido recogida por los mercados financieros. Indica que ello se da en un contexto en el cual las condiciones monetarias en Estados Unidos de América comienzan a normalizarse, aunque la causa principal de la reacción de los mercados está más bien en debilidades que han comenzado a manifestarse en dichas economías.

Agrega que la depreciación de las monedas y el retroceso de los mercados bursátiles han sido bastante generalizados, aunque se advierten diferencias significativas entre países al considerar otros indicadores. En su opinión, se trata de un punto relevante al momento de evaluar la posición de la economía nacional.

Hace notar que en la última semana, los movimientos comentados se han revertido parcialmente. Sin embargo, el riesgo que presentan las economías emergentes, incluida China, ha aumentado respecto de lo visualizado con anterioridad, poniendo de relieve que cierta volatilidad nos puede acompañar en lo futuro.

En todo caso, resalta que en materia de actividad no se han observado cambios relevantes en el transcurso del último mes, y que las proyecciones de crecimiento global se han ajustado en forma más bien marginal.

En lo atinente al frente interno, manifiesta que las cifras confirman un bajo crecimiento de la actividad, en particular, en los sectores distintos a recursos naturales, y que concordante con ello, las proyecciones de crecimiento de mercado se han ajustado a la baja.

Indica que la desaceleración del gasto y, especialmente, de su componente inversión también se ve corroborada por las últimas cifras. Añade que el consumo modera su ritmo de expansión con gradualidad, lo que es coherente con la evolución de sus determinantes, pero todo lleva a pensar que debería continuar en esa tendencia como resultado de la trayectoria general de la economía.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de inflación, señala que el panorama se aprecia como bastante normal, y que las expectativas de mercado a uno o dos años apuntan a la meta. Por otro lado, destaca que los efectos de la depreciación del peso sobre el IPC han resultado acotados, aunque se debe mantener atención sobre posibles efectos adicionales.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que en este contexto, la opción que surge con bastante claridad es la de bajar la TPM en 25 puntos base.

En su opinión, el proceso de ajuste no ha concluido y, por tanto, existe espacio para volver a recortar la tasa rectora. Ello es coherente con la apreciación de que la TPM se encontraba en un nivel relativamente alto al momento de iniciar este proceso de ajuste y con la trayectoria que desde entonces ha seguido la actividad. En este cuadro, no advierte razones poderosas para no proceder con un recorte en esta Reunión.

Por otro lado, considerando las señales que el Consejo ha entregado y la lectura que de ellas ha hecho el mercado, estima que una postergación sería bastante sorpresiva y difícil de absorber. Asimismo, podría generar alguna confusión, en circunstancias que la comunicación con el mercado ha ganado fluidez y no parece bueno comprometer ese logro en estas circunstancias.

En razón de lo expresado precedentemente, señala que, a diferencia de lo contemplado en la Reunión anterior, el balance aparece esta vez claramente inclinado a favor de la opción de bajar la TPM.

Respecto del Comunicado, estima que no se debería introducir modificaciones sustantivas en cuanto a la orientación de la política hacia adelante. En este sentido, indica que el actual sesgo fue incorporado en la Reunión pasada y es de tono moderado, de manera que lo más recomendable es mantenerlo en esta Reunión. Por lo demás, la preparación del próximo IPoM brindará una buena oportunidad para analizar este punto con mayor profundidad.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que su voto es por bajar la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 4,25% anual, y por mantener el tenor del Comunicado anterior.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el planteamiento expuesto por el Vicepresidente 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 en términos generales se puede afirmar que se mantienen las tendencias enunciadas en el IPoM y en Reuniones previas. En particular, se sigue observando una recuperación de las economías desarrolladas y un peor desempeño en las emergentes. Agrega que en estas últimas se advierte mayor volatilidad y que continúa la inquietud por aquellas percibidas como más frágiles. Además, hace referencia a las preocupaciones por la estabilidad del sistema financiero chino.

Expresa que en Estados Unidos de América, más allá de las cifras en el margen que pueden estar influidas por elementos puntuales, se sigue percibiendo una recuperación y un crecimiento más elevado y sostenido; el tapering sigue su curso y las tasas largas bajan. En Europa, aunque las cifras no son tan auspiciosas, se mantiene un crecimiento positivo y con mejores condiciones financieras en la periferia; y continúa sorprendiendo la baja inflación en estas economías. Japón, por su parte, exhibió una desaceleración mayor que la esperada en el cuarto trimestre del año 2013.

Por último, menciona que el precio del petróleo sube, mientras que el del cobre baja y el de los alimentos presenta tendencias mixtas.

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. En este sentido, indica que se reducen las perspectivas de crecimiento, en particular lideradas por una menor



BANCO CENTRAL DE CHILE

inversión, donde las sorpresas han sido negativas; y en el sector construcción, la desaceleración es liderada por el componente obras de ingeniería, mientras que la parte vivienda se mantiene en niveles elevados, aunque con bajas tasas de crecimiento a partir de esos niveles.

Manifiesta que la inflación del mes de enero fue inferior a la prevista y que si bien se espera algo más de traspaso producto de la depreciación del peso en los meses venideros, no debiera producir presiones exageradas, ya que de hecho, las expectativas de inflación se mantienen ancladas. Ello, junto a una inflación internacional particularmente baja, a una mayor brecha —esto es, más negativa— y a salarios creciendo en forma moderada, debiera mantener la inflación bajo control. En todo caso, plantea que el tema de los efectos en segunda vuelta de la depreciación debe monitorearse en forma permanente para evitar sorpresas negativas.

En razón de lo expuesto, concluye que en este escenario las opciones que presenta la Gerencia de División de Estudios son las más razonables y que, en su opinión, la opción de bajar la TPM se impone claramente sobre la de mantenerla.

A juicio del Presidente señor Rodrigo Vergara, la opción de mantener la TPM es más coherente con un mercado laboral que sigue dinámico, con un crédito que crece vigorosamente y con los potenciales efectos de segunda vuelta de la depreciación cambiaria sobre la inflación. Por las razones antedichas, en especial, por una economía que crece menos que su potencial, estima poco probable que estos efectos sean significativos, aunque siempre se debe estar atento a la nueva información que se vaya teniendo en esta materia.

Manifiesta que la opción de bajar la tasa rectora se impone y es coherente con una desaceleración más rápida que la estimada, con proyecciones internas más bajas para la primera parte de este año y con una inflación controlada. Además, es consistente también con nuestra comunicación; y, de hecho, el mercado así lo espera, basado en las señales que ha proporcionado el propio Banco Central de Chile.

Deja constancia que estas mismas razones lo hacen pensar que es importante mantener el sesgo de la Reunión anterior en cuanto se ve probable que haya un relajamiento monetario adicional al de esta ocasión. Añade que la magnitud y el momento de ese nuevo movimiento, dependerá de la información que se vaya recibiendo.

Por los motivos antedichos, expresa que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria a 4,25% anual y por mantener el sesgo de la Reunión anterior.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a 4,25% anual.

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

N° 207-01-140218 - Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 4,25% 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 reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 4,25% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el ámbito externo, se sigue esperando una recuperación del crecimiento de nuestros socios comerciales en los trimestres venideros, sustentada por el repunte de las economías desarrolladas, especialmente Estados Unidos. La inflación en dichas economías sigue baja, por lo que se anticipa una lenta normalización de su política monetaria. Por otra parte, en los mercados emergentes ha aumentado la volatilidad, lo que se ha reflejado en movimientos de sus bolsas, primas por riesgo y en la depreciación de sus monedas. Durante el último mes aumentó el precio del petróleo, mientras que el del cobre se redujo levemente.

La economía chilena ha continuado moderando su dinamismo. La actividad y la demanda interna han crecido por debajo de lo anticipado en el IPoM, particularmente en aquellos sectores relacionados con la inversión. La inflación se ubica en niveles en torno a la meta, lo mismo que las expectativas en el horizonte de proyección. El peso se ha depreciado, mientras que el ritmo de aumento de los salarios nominales muestra una moderación en meses recientes.

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 16:55 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



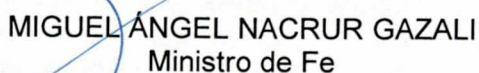
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUNÁN
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe