



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 211 celebrada el día jueves 12 de junio de 2014

En Santiago de Chile, a 12 de junio de 2014, siendo las 11:30 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 Alberto Arenas de Mesa.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete ;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
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° 211, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2014 se celebre el día jueves 11 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de índole político que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, consigna que en China, la Agencia de Planificación ha señalado que buscará acelerar el ritmo de las reformas con el propósito de imprimir un mayor impulso a la economía, lo que incluye facilitar la aprobación de las inversiones y activar las medidas relacionadas con las áreas de urbanización, la liberalización de las tasas de interés y el tipo de cambio, e impuestos a la propiedad y el consumo. Además, el gobierno de ese país intensificará el control sobre préstamos interbancarios, de forma de acotar eventuales riesgos de la banca informal y dar apoyo a la economía real.

También alude a la celebración de elecciones en distintos países. En particular, menciona las elecciones parlamentarias en Europa, donde los principales partidos mantuvieron el liderazgo en el Parlamento Europeo y los grupos euroescépticos, nacionalistas y antisistema lograron 143 de los 751 escaños. Agrega que en Ucrania también hubo elecciones presidenciales, donde el señor Petro Poroshenko fue electo nuevo presidente de esa república; en India, asumió el nuevo presidente Narendra Modi; en Colombia, habrá segunda vuelta el domingo 15 del mes en curso; y en Egipto, se celebraron elecciones que permitirían acotar los riesgos geopolíticos. Además, hace especial mención a las elecciones realizadas en Siria, porque inciden en los riesgos geopolíticos asociados a Medio Oriente.

A título de últimos hechos destacados del mes en esta materia, señala que en Tailandia, el ejército asumió el control del gobierno; en Irak, ha aumentado la tensión política, lo que se ha reflejado en los precios de los combustibles; y en Argentina, un acuerdo con el Club de París permitirá el pago de US\$ 9,7 billones de deuda morosa en cinco años, y sus autoridades reiteraron que no atenderán reclamos de los denominados "fondos buitres".

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta respecto del caso que se conoce ante la Corte Suprema de Estados Unidos de América, en lo tocante a determinar el alcance de la aplicación de las cláusulas contenidas en las emisiones de bonos soberanos Argentinos en posesión de los citados fondos de inversión, los cuales no concurrieron al canje de dichos títulos de deuda luego del default de ese país. Al respecto el señor Lehmann aclara que el gobierno argentino solicitó a la Corte Suprema conocer del caso, el cual ya fue resuelto por la Corte de Apelaciones, por lo que la máxima instancia deberá pronunciarse.

El Consejero señor Pablo García acota que entiende que la controversia judicial gira en torno a fondos tenedores de dichos bonos soberanos, en función del derecho que sostienen les asiste bajo las cláusulas aplicables a la emisión de estos últimos —cláusula de "pari passu"—, para ser pagados en igualdad de condiciones respecto de otros tenedores de bonos o acreedores cuyos créditos tengan la misma categoría, incluyendo los bonos provenientes del canje de deuda, pero en el caso de los primeros considerando que ellos mantienen sus acreencias por el total adeudado. El señor García hace presente que al recurso planteado por el gobierno argentino se sumó el Fondo Monetario Internacional, Francia y eventualmente México, en carácter de *amicus curiae*, atendido que por la interpretación jurídica que se impone hasta la fecha, el Estado de Nueva York perdería atractivo como plaza internacional de colocación de bonos soberanos, cuyos términos y condiciones financieras puedan ser objeto de renegociación o canje posterior.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial expresa que uno de los aspectos a considerar en esta discusión judicial respecto de los bonos emitidos por Argentina con anterioridad al default, consiste en establecer si ello implica que la observancia de este criterio implica, también, un evento de default respecto de los bonos que sí fueron canjeados. Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera precisa que uno de los riesgos adicionales que experimenta Argentina consiste en que si paga a los tenedores de bonos canjeados en Estados Unidos de América dichos pagos podrían ser objeto de retención y embargo por parte de los fondos buitres, por lo que es esperable que el lugar de pago se traslade de jurisdicción.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, informa que las tasas de interés de largo plazo han aumentado en Estados Unidos de América y en la Zona Euro, y que las paridades muestran movimientos mixtos, destacando la depreciación del euro a propósito de las recientes medidas adoptadas por el Banco Central Europeo.

Plantea, además, que los mercados bursátiles muestran alzas y que los premios por riesgo han disminuido.

Especial mención hace de las medidas anunciadas por el Banco Central Europeo para enfrentar la baja inflación y el escaso dinamismo de la economía de esa región, que contemplan el recorte de su tasa de política monetaria, TPM, en 10 puntos base, a 0,15%; y de la tasa de facilidad de depósito a -0,10%. Además, anunció un conjunto de medidas para impulsar el crédito, sorprendiendo al mercado que no anticipaba medidas tan contundentes como las que finalmente dio a conocer.

En materia de política monetaria en otras regiones, destaca el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y la sorpresiva alza acordada por el Banco de México.

A título de último hecho destacado en materia de mercados financieros, consigna la mejora de las calificaciones de riesgo soberano de países de la periferia de Europa, que se ha reflejado en caídas sistemáticas de los premios por riesgo. En este aspecto, precisa que Standard & Poor's elevó la calificación de España desde BBB- a BBB, y Fitch hizo lo propio con Grecia, desde B- a B.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición haciendo referencia al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior. En materia bursátil, reitera que las bolsas de valores han aumentado, particularmente en Europa emergente y en la Zona Euro, lo que se asocia estrechamente a las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo. La plaza bursátil chilena, en cambio, exhibe una leve caída en el último mes.

En lo concerniente a paridades, da cuenta de una situación mixta, donde el peso chileno exhibe bastante estabilidad, destacan las apreciaciones del peso colombiano y del dólar estadounidense, y el euro se deprecia frente a la moneda de los Estados Unidos de América.

A continuación, y como es habitual, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de condiciones financieras que se contiene en la lámina N° 6 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; *spreads* corporativos; *spreads* soberanos y CDS *spreads* respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2004 a la fecha. Sobre este aspecto, resalta la manifiesta mejora de las condiciones financieras antedichas, en particular la caída de los premios soberanos en América Latina, en torno a 30 puntos base, y de 40 puntos base en España, Italia, Portugal, como también la disminución sistemática de las volatilidades hasta niveles de 11,4 tratándose del VIX y de 13,6 en el caso del VISTOXX, que mide la volatilidad de los mercados europeos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de tasas de interés, señala que las tasas de largo plazo mostraron movimientos al alza durante el último mes, en torno a 15 puntos base tratándose de los bonos estadounidenses y entre 5 y 10 puntos base en el caso de los bonos alemanes. Sobre este aspecto, hace notar que a partir del año 2013 comenzó a advertirse un desacople entre las tasas largas de Estados Unidos de América y las europeas, que ha sido más marcado a partir del mes de mayo de ese año cuando la Reserva Federal anunció el inicio del *tapering*, y desde comienzos del presente ejercicio, una vez que surgieron expectativas en cuanto a que el Banco Central Europeo adoptaría medidas tendientes a enfrentar la deflación y el bajo dinamismo de esa región. Añade, a título anecdótico, que, hoy día, España tiene un costo de endeudamiento en euros equivalente al de Estados Unidos de América en dólares, lo que es un claro reflejo de esta discrepancia y de que el premio por riesgo en dicho país ha caído con cierta rapidez.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere pormenorizadamente a las medidas de estímulo adoptadas por el Banco Central Europeo.

En cuanto a aquellas que dicen relación con la compresión del corredor de tasas referenciales, menciona la reducción de la tasa de política monetaria de 10 puntos base, a 0,15%; la rebaja de la tasa de la facilidad marginal de crédito de 35 puntos base, a 0,40%; y el recorte de la tasa de facilidad de depósitos desde 0,0% a -0,10%.

En materia de ampliación de rondas de liquidez para fines de apoyar el crédito a las empresas y hogares, indica que una primera medida se refiere a operaciones condicionadas de financiación a largo plazo, conocidas como TLTRO, a cuatro años plazo y a una tasa fija más 10 puntos base sobre la tasa MRO, que corresponde a la tasa de las principales operaciones de financiación; y que este programa contempla un monto total de 400 billones de euros y permite a la banca solicitar recursos equivalentes a un 7% de su cartera crediticia sin hipotecas y de hasta tres veces el monto destinado a préstamos a particulares y empresas. Además, el Banco Central Europeo continuará realizando operaciones regulares a tasa fija y sin monto límite, como también nuevas operaciones LTRO hasta el mes de diciembre del año 2016.

Con respecto a las medidas relacionadas con la suspensión de la esterilización de compra de bonos, comenta que el Banco Central Europeo inyectará alrededor de 120 billones de euros al sistema, correspondientes a las compras de deuda pública efectuadas desde el año 2010. A este respecto, recuerda que ese Organismo esterilizó las compras de bonos de gobierno que realizó tiempo atrás, y que esa esterilización se eliminará gradualmente mediante una inyección de liquidez de cierta importancia.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por la forma como el Banco Central Europeo ha llevado a cabo la esterilización de la compra de estos bonos. El señor Sergio Lehmann manifiesta que emite bonos de corto plazo que permiten retirar la liquidez asociada a la compra de la deuda pública. El Consejero señor Pablo García acota que ello implica, en el fondo, la compra de bonos con efectivo. Por su parte, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que el Banco Central Europeo emite PDBC y los vende a los bancos europeos.

El señor Sergio Lehmann exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 9, que dan cuenta de los efectos de las medidas antedichas. En primer término, hace notar que el corredor entre la tasa de facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito se ha ido estrechando; y que la aplicación de las TLTRO implica un aumento cercano al 18% del actual balance del Banco Central Europeo.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, reiterando que los premios por riesgo han caído en todas las regiones con bastante fuerza.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de tasas largas en moneda local, se observa una caída relativamente generalizada en los países de América Latina, particularmente en Perú, Brasil y México. En Colombia, en cambio, dicha disminución es prácticamente nula, debido al reciente aumento de su tasa de política monetaria. Añade que en los países asiáticos se advierten caídas acotadas, como es el caso de India, Turquía e Indonesia, y de mayor magnitud en Israel.

Con respecto a los flujos de capitales, destaca la mantención de las entradas de capitales hacia las economías emergentes y una aceleración de las mismas en el caso de América Latina, particularmente a México. Precisa que la mayor parte de dichos recursos se ha invertido en bonos y que se advierten nuevamente algunas posiciones en acciones. En cuanto a Chile, expresa que durante la última semana se registró una salida de inversiones en bonos por un monto algo mayor que US\$ 100 millones.

En materia de paridades, manifiesta que la situación global es más bien mixta, y que entre los países analizados habitualmente predominan las depreciaciones frente al dólar estadounidense.

A continuación, alude a las principales noticias en materia de actividad y precios. Hace presente que la segunda entrega del PIB de Estados Unidos de América correspondiente al primer trimestre dio cuenta de una corrección a la baja a -1% trimestre/trimestre anualizado, y que algunas señales anticipan una corrección negativa algo mayor para el segundo trimestre a propósito de información reciente sobre gastos en servicios. Sin embargo, el mercado laboral mantiene cierto dinamismo, ya que la creación de empleo, superior a 200 mil puestos de trabajo, fue mayor que lo anticipado y el desempleo se mantiene en 6,3%.

En lo atinente a Europa, precisa que el PIB del primer trimestre, de 0,7% trimestre/trimestre anualizado, fue similar al dato preliminar.

En Japón, la proyección del dato del primer trimestre fue revisada al alza; no obstante, los datos de actividad industrial y ventas minoristas dan cuenta de una desaceleración.

En cuanto a China, resalta un mayor impulso en el gasto público para fines de sostener un crecimiento en torno superior a 7%.

Asimismo, manifiesta que los datos de PIB de los países latinoamericanos, correspondientes al primer trimestre del año, fueron algo decepcionantes. En efecto, el de Brasil alcanzó a 0,7% trimestre/trimestre anualizado; el de Perú, de 4,8% en doce meses, se ubicó dentro de lo esperado, pero dio cuenta de una desaceleración relevante, y el 1,1% de México fue menor que lo anticipado. Sin perjuicio de lo expresado, se esperan tasas de crecimiento mayores para gran parte de estos países, pero a un ritmo menor que el previsto tiempo atrás.

Añade que los PMI manufacturero de las economías avanzadas se mantuvieron sin mayor variación, presentaron mejoras en algunas economías europeas y emergentes, y China continúa bajo el pivote.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann presenta 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. Consigna que Estados Unidos de América exhibe una situación mixta, con un crecimiento en el primer trimestre inferior al previsto y un mayor dinamismo en materia de mercado laboral; en la Zona Euro, las ventas minoristas, la producción industrial y la tasa de desempleo fueron mejores que lo esperado, y en Alemania, la producción industrial fue menor que lo anticipado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En Japón, el PIB fue mayor que lo previsto y revisado al alza; no obstante, la producción industrial y las ventas minoristas dan cuenta de una desaceleración de la actividad hacia adelante. En relación con estas últimas, plantea que su caída de 13,7% refleja que hubo un adelantamiento en el consumo con motivo del alza del impuesto al consumo.

Por último, reitera que en China, el gasto fiscal registró un incremento de 13% en el mes de mayo, superior al 9,5% anotado el mes previo; y que las exportaciones crecieron algo más de lo esperado, no así las importaciones que cayeron 1,6%.

En materia de perspectivas, menciona que el ISM de servicios de Estados Unidos de América se ubicó en 56,3, superando las expectativas y dando cuenta de perspectivas más positivas respecto de esa economía; en la Zona Euro, los PMI estuvieron en línea con lo esperado y superan el pivote de expansión; Japón exhibe una situación algo más mixta; y en China, la mejora de su PMI fue menor que lo previsto y se mantiene bajo el pivote de expansión.

En términos agregados, indica que las economías desarrolladas exhiben bastante estabilidad en lo que se refiere a PMI, mientras que en las emergentes se advierte un ligero movimiento al alza, atribuible al dato de China. Agrega que los PMI servicios y la confianza de los consumidores han mejorado en las economías avanzadas.

En lo que respecta al mercado laboral de Estados Unidos de América, resalta la recuperación del empleo perdido con motivo de la crisis. Además, consigna la creación de empleos en todos los sectores, una caída en la duración del desempleo de aquellas personas que se encuentran desempleadas por más de 27 semanas y un ligero aumento tratándose de aquellas que lo han estado durante un breve período.

Con relación a la Zona Euro, señala que el PIB estuvo en línea con lo esperado y que Alemania sigue siendo el mayor contribuidor en este aspecto. Añade que el agregado de los países periféricos sigue mostrando caídas y que España comienza a expandirse. Acota que la inflación sigue disminuyendo, de la mano de los países periféricos que en términos de inflación subyacente ya presentan deflación.

En cuanto a China, resalta alguna mejora de los PMI y cifras de exportaciones superiores a lo previsto; las importaciones, en cambio, no solo fueron muy inferiores a lo anticipado, sino que registraron una caída de 1,6% en doce meses. En lo concerniente al destino de las exportaciones, destaca los envíos a la Zona Euro y Estados Unidos de América, debido al mayor dinamismo que exhiben estas economías. Tratándose de las importaciones, hace notar la menor demanda desde América Latina y Australia, así como la caída que presentan en el resto de los países asiáticos.

En lo atinente a América Latina, indica que la producción industrial cae en Brasil y México, mientras que en Argentina es algo menos negativa; y que la confianza de los consumidores disminuye en Brasil.

En lo que respecta a la inflación, resalta los aumentos en la inflación de alimentos en América Latina y de energía en todas las regiones y países analizados, que se atribuyen al alza del precio de los combustibles en los últimos meses; y en cuanto a la inflación subyacente, enfatiza su caída en la Zona Euro y su relativa estabilidad en Estados Unidos de América, donde se ubica levemente por debajo del 2%.

Añade que las perspectivas inflacionarias para el presente año se han revisado al alza en América Latina, se mantienen en las economías desarrolladas y se han corregido a la baja en Asia emergente y Europa emergente. Para el año 2015, en tanto, los cambios son bastante más marginales frente a lo informado en la Reunión anterior.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente a política monetaria, destaca el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y la sorpresiva caída de 50 puntos base en México. Añade que en Colombia se acordó un aumento de 25 puntos base, como también en Nueva Zelanda, en línea con lo esperado. Asimismo, hace notar el tono más *hawkish* de parte del Banco Central de Nueva Zelanda, ya que con anterioridad a su último comunicado se esperaba un aumento de su tasa rectora de 25 puntos base de aquí a fines del mes de septiembre, y ahora se prevé que un alza adicional.

Indica que en China no modificó su tasa de política monetaria, pero se recortaron los requisitos de reservas en 50 puntos base con el objeto de estimular la economía.

En materia de perspectivas, da cuenta de una mirada algo más expansiva para América Latina, muy asociada a la decisión que adoptó México, y de cambios no muy significativos en otras economías.

En cuanto a los contratos futuros, informa que se ha alargado el horizonte frente a lo exhibido en la Reunión previa. En materia de política monetaria, en la Zona Euro, se esperaba un recorte de 5 puntos base y fue de 10 puntos base, pero lo más significativo es que las perspectivas de movimientos se han trasladado hacia mediados del año 2016, cuando el Banco Central Europeo podría comenzar a retirar estímulo monetario. Añade que en Estados Unidos de América y en el Reino Unido los cambios son bastante marginales.

A continuación, hace referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En este aspecto, alude al retroceso registrado por el precio del cobre, en torno al 3%, que se asocia principalmente a una investigación china sobre el uso de este metal como colateral. Ello incidió en su cotización *spot*, como también la caída de las importaciones chinas de este metal.

En segundo término, expresa que el precio del petróleo experimentó un alza en lo más reciente, debido al anuncio de la OPEP de mantener la cuota de producción. Sin embargo, esto podría responder a la necesidad de dar espacio a la mayor producción de los países no OPEP, particularmente de Estados Unidos de América; al tema geopolítico; y los riesgos asociados a la producción iraquí en lo más reciente.

Por último, comenta que los precios de los productos agrícolas exhibieron bajas en medio de un positivo avance de las cosechas y clima favorable, como quedó de manifiesto en el índice FAO de alimentos al cierre del mes de mayo.

En lo concerniente a las principales variaciones de precios observadas desde la última Reunión, destaca el alza de los combustibles y la caída de cereales, liderada por el maíz y el trigo.

Hace presente que la caída del precio del cobre, de 3,5% desde la Reunión pasada, ha llevado a corregir el perfil de precios futuros; los inversionistas, en cambio, habrían moderado su visión pesimista sobre el precio de este metal. Indica que dicha caída se debió en parte importante al notorio retroceso de las importaciones de cobre en el mes de mayo último; no obstante, informa que los perfiles de importaciones para distintos años dan cuenta que de que esta variable es bastante volátil, motivo por el cual podría exhibir un alza en junio, con el consiguiente efecto en el precio de este metal.

En cuanto al precio de los cereales, reitera que el precio de los granos registró caídas significativas en el último mes. Por su parte, el retroceso del índice FAO alimentos al cierre de mayo se explica principalmente por la fuerte disminución del precio de lácteos, seguida por la de los precios de cereales y aceites.

X
7/10/16



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que las perspectivas para los precios de alimentos no exhiben mayores cambios frente a la Reunión pasada, mientras que las referidas al precio de las gasolinas han aumentado, de la mano con lecturas de demanda por gasolina algo mayores que lo previsto en Estados Unidos de América.

El señor Sergio Lehmann destaca el aumento de la producción de petróleo en los países no OPEP, que es especialmente significativa en el caso de Estados Unidos de América. Sobre este aspecto, comenta que dicho país ha elevado su producción desde alrededor de 5,5 millones de barriles al día a una cifra cercana a 8,5 millones de barriles diarios, que se compara con los 10 millones de barriles producidos por Arabia Saudita y Rusia al día, esperándose que al término de la presente década produzca en torno a 11 o 12 millones de barriles diarios y se convierta para entonces en el mayor productor mundial de petróleo.

Manifiesta que como correlato, las importaciones de petróleo de Estados Unidos de América han caído desde 9 millones de barriles al día a una cifra en torno a los 7,5 millones de barriles, diferencia que equivale a la producción de Irak; y que esta menor demanda de petróleo ha dado pie para que la OPEP dé espacio para sostener el precio en torno a US\$ 100 dólares el barril.

Al finalizar su exposición, el señor Sergio Lehmann sintetiza los antecedentes expuestos precedentemente.

En primer término, consigna la mejora de las condiciones financieras internacionales gracias al anuncio del Banco Central Europeo, las expectativas de mayor dinamismo en las economías desarrolladas en los próximos trimestres y las alzas en el apetito por riesgo a propósito de la caída del VIX.

Agrega que la actividad en las economías desarrolladas mostró un menor dinamismo en el primer trimestre del presente año, pero se aceleraría en lo que resta del ejercicio; y que la excepción ha sido Japón al sorprender con un fuerte crecimiento. En las economías emergentes, en tanto, la recuperación sería algo más lenta de lo previsto.

Finalmente, indica que en materia de *commodities*, el precio de la gasolina se ha elevado levemente debido a una demanda más robusta; el del petróleo se ha visto afectado por elementos geopolíticos; el precio del cobre ha retrocedido por expectativas de mayores controles de China para su uso como colateral, pero las perspectivas no han cambiado significativamente; y que el precio de los cereales ha caído de manera significativa.

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

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a las mejores condiciones financieras internacionales informadas por el señor Sergio Lehmann. En su opinión, si bien varios indicadores dan cuenta de ello, es preciso interpretarlos con un grado de cautela a propósito de la significativa caída de las primas por riesgo de los bonos soberanos europeos y el alza de los precios de otros activos. Sobre el particular, estima que las mejoras objetivas de las condiciones financieras de los países desarrollados de Europa se han traspasado a otro tipo de activos, sumándose a ello un fuerte impulso que proviene de la política monetaria, donde las medidas anunciadas por el Banco Central Europeo cobran gran importancia.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace notar que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América han aumentado luego de haber caído 50 puntos base en los últimos meses. Ello ha imprimido una sensación de estabilidad financiera, que de acuerdo con su percepción, da cuenta de una situación mucho más tranquila que lo que la realidad subyacente sugiere.

Por último, señala que en periodos de expansividad monetaria muy significativa, de apreciación de las monedas, caídas de las primas por riesgo y de la volatilidad, y de retorno de los flujos de capital y del apetito por riesgo, se advierte una apreciación de los *commodities*, lo que no es el caso en esta coyuntura. Por este motivo, consulta si, en términos históricos, se advierte alguna correlación entre los movimientos de los precios de los *commodities* y los precios de activos que pudiera involucrar algún riesgo en la trayectoria de los *commodities* en adelante.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que, a su juicio, no se observan grandes cambios en la situación externa, pero sí algunos que ameritan ser comentados, como en el caso de la mayor expansión monetaria en Europa, que coincide con las advertencias formuladas por el Fondo Monetario Internacional respecto de los problemas que aquejan al sector inmobiliario en Gran Bretaña y Estados Unidos de América. En su opinión, lo expresado podría imponer algunos límites a la política monetaria en caso que comiencen a incubarse problemas de fragilidad financiera, con las consiguientes tensiones. En razón de ello, plantea la conveniencia de seguir este tema con bastante atención.

En segundo lugar, destaca la notable sincronización entre las sorpresas negativas en materia de actividad en América Latina, que sugieren la existencia de elementos comunes y de carácter similar que los explican, y que tienden a coincidir con alzas de precios.

Asimismo, estima necesario seguir con cuidado los problemas que afectan de Irak, atendida su incidencia en el precio del petróleo y los consiguientes efectos sobre las economías.

Por último, hace referencia al aumento de la inflación externa relevante para Chile, razón por la que plantea la conveniencia de hacerle un seguimiento e incorporar los resultados estadísticos en las próximas Reuniones.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón resalta el sorpresivo recorte de la TPM mexicana, de 50 puntos base. En su opinión, la desaceleración transitoria de Estados Unidos de América en el primer trimestre es insuficiente para explicar una reducción de esa magnitud. Asimismo, manifiesta su extrañeza por el hecho que ese país lidere las bajas de TPM en América Latina en el último año y medio, al acumular 150 puntos base, versus Chile y Colombia, que la han recortado en 100 y 50 puntos base, respectivamente. A su juicio, otras razones explicarían esta situación.

Por otra parte, concuerda con lo expresado por el Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a que la mayor calma en los mercados financieros puede ser engañosa. Sobre este aspecto, indica que en materia de volatilidad financiera, se está en su nivel mínimo en 5 años, teniendo presente que alcanzó sus máximos históricos después de la crisis, y que el actual nivel es levemente mayor que el observado en el período 2004 - 2007, cuando la baja volatilidad, la percepción de inexistencia de riesgo de mercado y un contexto de bajas tasas de interés produjo un apetito por riesgo. En su opinión, en un contexto de bajas tasas de interés y exceso de liquidez, existirá una búsqueda por rendimiento que resulta muy preocupante y que amerita estar alertas, en particular si se considera que periodos de bajas volatilidades son seguidas de otros de fuerte volatilidad y pérdidas de mercado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que la recuperación de los niveles de empleo en Estados Unidos de América constituye una noticia alentadora, no así el cambio de su composición, donde se advierte un aumento mayor de empleos en los sectores generadores de puestos de trabajo de menor calidad.

En lo concerniente a la mayor calma en los mercados financieros, manifiesta que si bien constituye una noticia positiva, su contraparte consiste en una postergación de las decisiones y de la normalización. En su opinión, la mantención de las tasas de interés en niveles muy bajos, por mucho tiempo, puede incubar riesgos y despertar preocupación.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa su concordancia con los planteamientos formulados precedentemente en cuanto a que el escenario internacional es, en principio, más benigno. Sobre el particular, señala que si bien los datos de crecimiento del primer trimestre del presente año fueron menores que lo anticipado en Estados Unidos de América y Europa, se advierte mayor tranquilidad en los mercados, y los premios por riesgo y la volatilidad han disminuido. No obstante, advierte sobre la significativa caída en los *spreads* de los países de la periferia europea, que conducen a la cautela.

Con todo, estima que el escenario actual ha mejorado frente al observado con ocasión del Informe de Política Monetaria, IPoM, del mes de marzo último y un año atrás, compartiendo la preocupación manifestada por los señores Consejeros por algunos aspectos, como el referido al crédito y el precio de activos, que con estas políticas monetarias muy expansivas es difícil que se contengan.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann manifiesta su concordancia con los comentarios vertidos precedentemente. En relación con el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro, informa que los *spreads*, particularmente los EMBI para América Latina, están muy correlacionados con los precios de *commodities*; no obstante, en la actual coyuntura, su caída no ha sido acompañada de un alza en los precios de los *commodities* que sea consistente con dicho movimiento, debido a la caída de la volatilidad, que tiene un impacto importante sobre la evolución de los *spreads*.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera recalca la importancia que China reviste para nuestra economía, así como las correcciones en los precios de *commodities* y para la región que se han derivado de los cambios en su situación económica. Otras regiones, en cambio, como Asia emergente, han revisado sus proyecciones al alza a raíz del mayor dinamismo de Estados Unidos de América. Agrega que en el resto de las regiones, las proyecciones de inflación no han variado o se han corregido a la baja, y si bien pueden implicar mayores riesgos financieros, desde la perspectiva de corto plazo, permite que la política monetaria sea algo más expansiva, como en Europa, y postergar algunos de los riesgos que se observaban en Estados Unidos de América.

El señor Luis Óscar Herrera indica que la importancia de China para América Latina es mayor que para Asia emergente, y que a nivel latinoamericano, es mayor para Chile y Brasil. Hace presente que la diferencia entre estos dos países y los de Asia emergente radica en que estos últimos tienen exportaciones cruzadas con China, cuyo demandante final es Estados Unidos de América; en Chile, en cambio, el demandante final de las exportaciones nacionales es China.

El Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz hace referencia al regreso de la búsqueda de retornos, lo que podría generar situaciones que podrían ser riesgosas a futuro no solamente en los mercados emergentes, sino que también en los países desarrollados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sobre este aspecto, señala que en el escenario actual se advierte un grado de confusión en términos del *policy advice* que están dando distintas instituciones, lo que a su juicio genera algún riesgo, porque, por un lado, están las advertencias referidas a la búsqueda de retornos y los riesgos financieros asociados y, por otro lado, se mencionan los riesgos de deflación en la Zona Euro y las medidas que debiera adoptar el Fondo Monetario Internacional. Asimismo, se sugiere que el Banco Central Europeo adopte medidas más activas, que inevitablemente están asociadas a una política monetaria más expansiva, que faciliten o contrarresten en parte los movimientos que Estados Unidos de América haga en el mediano plazo o en su tasa de política.

Hace presente que en los foros internacionales en los que ha participado recientemente se ha debatido respecto del efecto neto de ello, no existiendo claridad en cuanto a si las medidas que adopte Europa serán suficientes para contrarrestar las que implemente Estados Unidos de América.

El Presidente señor Rodrigo Vergara coincide con lo planteado por el señor Claudio Raddatz en cuanto a que, por un lado, el Fondo Monetario Internacional promueve acciones de política monetaria, pero por otro lado, advierte sobre la evolución de los precios de los activos.

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 Miguel Fuentes.

El señor Miguel Fuentes da inicio a su presentación refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno acontecidos desde la Reunión anterior.

En primer término, indica que en el mes de abril, la actividad económica registró un crecimiento menor que lo previsto internamente y por el mercado.

En términos de los componentes de la demanda agregada, señala que el consumo y la inversión crecieron a tasas acotadas en el margen y continúan empujando los registros interanuales a la baja.

Hace notar que en el mercado laboral se perciben algunos signos de menor dinamismo, pese al mayor crecimiento de los salarios nominales en doce meses y la caída en la tasa de desempleo.

Agrega que en el mes de mayo, las expectativas de los consumidores y empresarios dieron cuenta de un menor optimismo y se sitúan en terreno negativo.

En este contexto, informa que las proyecciones de actividad y demanda para el segundo trimestre se han corregido a la baja.

Además, consigna que la inflación evolucionó de acuerdo con lo proyectado en el mes de mayo, pero los mayores precios de combustibles la llevarían a 4% en diciembre próximo y explican su corrección al alza en el corto plazo frente a lo contemplado en la Reunión previa.

A título de último hecho destacado del mes, manifiesta que el mercado espera mayoritariamente una mantención de la TPM en esta ocasión, pero anticipa dos recortes de 25 puntos base de aquí a fin de año, hasta un nuevo mínimo de 3,50%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación, planteando que en materia de actividad, el IMACEC del mes de abril alcanzó a 2,3% en doce meses, menor que lo proyectado internamente y por el mercado, debido a una sorpresiva contribución negativa de los sectores industria y agrícola, y crecimientos acotados de otros sectores Resto. Hace notar que el resultado de la industria se enmarca en un cuadro de debilidad general del sector, pero que en este mes en particular se vio exacerbado por el comportamiento de los sectores productores de alimentos, especialmente aquellos ligados a la carne. En todo caso, este resultado no altera en lo fundamental el bajo dinamismo que se espera para el año, en torno al 0,5% anual para dicho sector.

En materia de demanda, señala que la demanda interna continúa creciendo menos que el producto, observándose una contribución negativa de los componentes de formación bruta de capital fijo y existencias y una contribución del consumo durable cada vez menor.

En términos de los componentes particulares del consumo privado, expresa que el consumo no durable registró una velocidad moderada en el mes de abril y un leve repunte a comienzos del segundo trimestre, muy concentrado en las líneas de vestuario y artículos personales.

Asimismo, y en relación con la caída del sector industria mencionada precedentemente, hace notar que las ventas de alimentos, bebidas y tabaco exhiben muy poco dinamismo en los últimos meses, dando cuenta de una alta correlación entre ambas variables.

Por su parte, las ventas de automóviles registraron una nueva caída en el mes de mayo. En efecto, las importaciones y los datos de la Asociación Nacional Automotriz de Chile, ANAC, mostraron en el margen caídas importantes en términos desestacionalizados, empujando al IVCM durable a experimentar crecimientos negativos.

Asimismo, hace notar que las líneas de equipamiento del hogar exhiben una trayectoria de desaceleración que se ha intensificado en los últimos dos meses, explicando también el menor consumo de bienes durables.

En términos de los fundamentos del consumo, consigna que el empleo por cuenta propia ha contribuido a mantener una baja tasa de desempleo, pero ha restado dinamismo a la masa salarial.

El señor Miguel Fuentes expresa que en esta oportunidad se ha querido cuantificar el efecto del empleo por cuenta propia en la tasa de desempleo total. Para dicho propósito, se calculó primeramente una tasa de desempleo neta del comportamiento cíclico del empleo por cuenta propia y se la analizó en términos desestacionalizados, dando como resultado una tasa de desempleo significativamente mayor, como se advierte en el gráfico de la izquierda de la lámina que se contiene en la lámina N° 40 de la presentación.

En segundo lugar, se corrigió la masa salarial, reconociendo para tal efecto que los empleados por cuenta propia perciben un salario, medido al año 2012 —el último disponible—, equivalente a un cifra en torno al 50 o 60% del que recibe un empleado asalariado; y se ajustó la cantidad de horas trabajadas, que es menor tratándose de los trabajadores por cuenta propia. De acuerdo con ello, la tasa de crecimiento de la masa salarial disminuye. En consecuencia, atendido el aumento relevante del empleo por cuenta propia durante el presente año, la desaceleración de esta medida alternativa de masa salarial sería bastante más pronunciada, lo que contribuye a explicar la corrección a la baja de su proyección de crecimiento a lo largo del año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación señalando que las internaciones de bienes de capital mantuvieron un nivel acotado en el mes de mayo, en particular el componente que no incluye la importación de aeronaves. Por su parte, la construcción exhibió una tasa de crecimiento de 2,2% en dicho mes, en torno a una décima superior que el registro anterior, asociada a una mayor de producción de cemento y hormigón y un repunte en los permisos de edificación.

Asimismo, hace presente que la inversión pública experimentó una caída de 15% real; no obstante, la proyección para el año contempla un supuesto de ejecución en torno al 100% del presupuesto. Sobre este aspecto, el Asesor del Ministro de Hacienda señor Claudio Soto expresa que dicha caída es atribuible a un subsidio, porque salió de la base de comparación. En términos de inversión, informa que está en discusión un proyecto de ley que ordena transferir durante el año 2014 a fondos generales de la Nación, con cargo a los recursos de la Ley Reservada del Cobre, la suma de US\$400 millones de esa fuente, cuyo destino consistirá en financiar la reconstrucción por el terremoto y maremoto de Arica y el gran incendio que afectó a la ciudad de Valparaíso en abril de este año. El señor Miguel Fuentes precisa que las proyecciones internas incorporan esa información.

El señor Miguel Fuentes destaca el deterioro de las expectativas de empresarios y consumidores. Precisa que las del sector comercio han caído hasta 49,9; las de los sectores construcción y comercio se mantienen en niveles negativos; y las precepciones de los consumidores, medidas por el IPEC, se acercan al pivote 50. Añade que el indicador de compras de durables ha caído significativamente desde mediados del año 2013 hasta niveles comparables a los observados dos o tres años atrás.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, resulta algo paradójico que la significativa caída del índice de confianza del sector construcción lo sitúe en un nivel semejante al observado el año 2009, ya que las condiciones actuales son claramente distintas de las de entonces. En razón de ello, consulta si hay algunas áreas relacionadas con el sector vivienda o con obras de infraestructura que estén anticipando condiciones del mercado inmobiliario que sugieran un cambio de tendencia o una profundización de la misma en adelante.

El señor Miguel Fuentes señala, en primer término, que el IMCE de las empresas asociadas mayormente a la edificación y el referido a aquellas relacionadas con obras de ingeniería da cuenta de un deterioro similar en ambos sectores. No obstante, durante el primer trimestre del año, las ventas de viviendas se han mantenido muy dinámicas, lo mismo que las ventas de aquellas que se encuentran en proceso de construcción y las colocaciones hipotecarios.

En segundo lugar, manifiesta que los servicios empresariales exhiben un deterioro en los últimos meses y, entre estos, el sector asociado a obras de ingeniería en particular. Sin embargo, ello contrasta con otras actividades comprendidas en dichos servicios empresariales, como las inmobiliarias y de corretaje de propiedades, que presentan un alza importante y explican parte del crecimiento del sector.

Por otra parte, la Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería ha informado que la cantidad de horas contratadas por proyecto volvió a registrar una fuerte caída en el primer trimestre.

En síntesis, expresa que el sector asociado a la edificación de obras de ingeniería se encuentra más deprimido, mientras que el asociado a edificación habitacional está contribuyendo a mantener el crecimiento del sector.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que al retroceso que exhibe el sector ligado a obras de ingeniería, se suman los serios problemas de márgenes que aquejan al sector inmobiliario desde hace algún tiempo y aquellos aspectos de la reforma tributaria que incidirían directamente en él. Por ende, se plantea en qué medida con la encuesta del IMCE y las preguntas que ella contiene puede indagarse en las causas de la caída de las expectativas en este ámbito, para determinar a si los cambios obedecen a la actividad o a otros factores.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que el problema de los costos fue detectado entre el año 2012 y la primera mitad del 2013 y fue la contraparte del dinamismo del sector de obras de ingeniería, que elevó los costos para todo el sector y dejó a la actividad de construcción con costos altos y precios previamente contratados; y que si bien se advierten menores costos y una menor demanda por empleo en el sector desde mediados del año pasado, su situación financiera podría ser algo más compleja.

El Consejero señor Pablo García expone que, en su opinión, los indicadores señalados pueden emplearse de dos formas; una, en el sentido de lo que indica el Consejero señor Joaquín Vial, en cuanto a qué elementos se consideran fundantes de en esa percepción; y la otra, para efectuar un análisis a futuro que establezca en qué medida estos elementos inciden efectivamente en las expectativas y visiones hacia el futuro del sector, lo que puede ser menos controversial desde el punto de vista de las interpretaciones.

Con respecto a los efectos de la reforma tributaria, expresa que aún no se cuenta con información suficiente que permita emitir un juicio al respecto.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación e indica que los subsectores de industria ligados al consumo han presentado un crecimiento muy débil durante el año, en coherencia con el comportamiento de las ventas de alimentos; las líneas de inversión mantienen un panorama similar en los últimos dieciocho meses; y los sectores ligados a la exportación, si bien exhibieron alguna moderación en su tasa de crecimiento en el margen, siguen contribuyendo a explicar el crecimiento de la industria.

En materia de comercio exterior, manifiesta que las importaciones experimentaron una fuerte caída en el mes de mayo, en particular las referidas a productos energéticos que se asocian a la refinación de petróleo. Expresa que en opinión de la Gerencia de Análisis Macroeconómico, ello respondería a dificultades climáticas para operar los puertos en la Octava Región, que impidió la entrada de combustibles; por lo tanto, sería una situación transitoria, que se revertirá próximamente. Acota que esta estimación se sustenta además en información de ENAP, que da cuenta de un elevado optimismo en cuanto a sus niveles de producción futura.

En materia de proyecciones, hace presente que la expansión del producto se ha corregido a la baja por una menor expansión de los sectores Resto y de oferta. Sobre el particular, recuerda que el sector agrícola sorprendió muy positivamente en el primer trimestre al registrar un IMACEC de 8,5% en el mes de marzo; no obstante, el dato de abril dio cuenta de una decrecimiento de 1,5%, es decir, una caída de 10 puntos en la tasa de crecimiento del sector, debido al cambio de temporada que se produce entre los meses de marzo y abril y a que los productos afectados mayormente por la sequía y las heladas de los años anteriores, como el kiwi, comienzan a tener una mayor representación en este trimestre. Además, hace notar el registro negativo de la industria del mes de abril y con ello, una tasa de crecimiento trimestral significativamente menor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En síntesis, indica que el menor crecimiento del PIB Resto responde a un comportamiento del comercio y la construcción acorde con lo anticipado y del sector servicios financieros y empresariales algo mejor que lo esperado, pero insuficiente para contrarrestar la caída de los sectores agrícola e industria; y que con ello, se anticipa un crecimiento de 2,6% para el segundo trimestre, similar al valor que entregó la última Encuesta de Expectativas Económicas.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las razones que sustentan la corrección al alza del sector construcción. El señor Miguel Fuentes comenta que la producción de cemento y hormigón exhibe un gran repunte y que los permisos de edificación también han aumentado.

En lo atinente a la demanda final, destaca la corrección a la baja para el segundo trimestre, desde el 1,8% consignado en el IPoM a un 1,1%, asociada al menor crecimiento del consumo privado.

Por su parte, la demanda interna se ha revisado a la baja por una menor contribución de la demanda final y de los inventarios, lo mismo que el consumo privado, desde 3,6% a 2,7% frente a la Reunión anterior, que se concentra básicamente en los bienes durables. Añade que la formación bruta de capital fijo se ha corregido al alza, debido a la inversión en aeronaves y el mayor dinamismo del sector construcción.

Con todo, advierte que las revisiones antedichas no constituyen un cambio en la perspectiva más negativa para el sector inversión, sino que una corrección al alza en el margen respecto de lo contemplado en la Reunión anterior.

El Consejero señor Sebastián Claro observa que a pesar de la fuerte caída que exhiben los inventarios, las encuestas reflejan que siguen siendo elevados. Sobre el particular, consulta si las industrias y empresas de *retail* se acercarán a niveles de inventarios cercanos a los deseados hacia el segundo o tercer trimestre del año.

El señor Miguel Fuentes expresa que las encuestas del IMCE de industria y comercio y quienes informan que sus ventas han caído o prevén que disminuirán en los meses venideros, dan cuenta de que los inventarios son excesivos. Por lo tanto, estaríamos frente a una desacumulación deseada de inventarios o coherente con las expectativas de ventas de las empresas. Agrega que no se cuenta con una medición de inventarios deseada; que la mayor desacumulación de inventarios se registró en la zona minera en el primer trimestre de este año; y que la mayor debilidad del consumo no estaría sustentando una recuperación importante de existencias en adelante.

El Presidente señor Rodrigo Vergara pregunta por las series de inventarios que contempla el proyecto de Cuentas Nacionales. El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña señala que se dispone de series a partir del año 2011 y que se está preparando una metodología para implementar la serie del INE a Cuentas Nacionales trimestrales, que estaría finalizada en el curso del segundo semestre del presente año.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación mencionando que el IMACEC del mes de mayo crecería en torno a 2,7%; que el mercado anticipa una variación de 2,6%; y que este se mantendría bajo el 3% hasta el mes de septiembre, cuando comenzaría a presentar algún grado de recuperación.

Por otra parte, indica que las colocaciones de consumo mantienen su ritmo de crecimiento y que las hipotecarias confirman una aceleración lenta, en línea con mayores ventas de viviendas en proceso de construcción y reafirmando el hecho que es el sector de edificación habitacional el que explicaría el dinamismo cercano al 2% que exhibe el sector

[Handwritten signature]



BANCO CENTRAL DE CHILE

construcción. Las colocaciones de empresas, en tanto, mantuvieron una desaceleración relevante, acorde con el menor dinamismo de la actividad y otros agregados sectoriales; y las colocaciones de comercio exterior, medidas en dólares, presentaron registros negativos, al igual que en los meses previos.

Las tasas de interés de las colocaciones comerciales e hipotecarias son menores que las observadas un semestre atrás, en línea con la rebaja de la TPM.

En materia cambiaria, destaca que el tipo de cambio se depreció \$3 desde la RPM anterior, acorde con una caída del precio del cobre y una apreciación global del dólar. Con ello, el tipo de cambio se ubicó en 97,1 al cierre de este Informe, advirtiéndose una leve apreciación multilateral en el último mes. Acota que, en general, la depreciación de la moneda chilena fue menor que la del resto de las monedas emergentes y de aquellas otras economías analizadas habitualmente.

El señor Miguel Fuentes manifiesta que los salarios nominales registraron una aceleración en el último mes, explicada en parte importante por las elevadas tasas de crecimiento que exhiben los salarios del sector servicios financieros y empresariales, en torno al 13% de acuerdo con la encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas, INE. Consigna que al excluir este sector del análisis, que representa alrededor de un cuarto de la muestra de salarios, la tasa de crecimiento de los salarios nominales disminuye desde 6,3% a 5,7%.

El Consejero señor Joaquín Vial observa que los salarios de la industria también exhiben un alza, a pesar de que este sector se ha contraído en el margen.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que el crecimiento de los salarios del sector servicios financieros y empresariales podría obedecer a que el sector financiero presenta una mayor tasa de sindicalización, un mayor número de trabajadores sujetos a contrato colectivo, cuyos salarios tienen cláusulas de indexación. Sobre el particular, el señor Miguel Fuentes indica que el reporte del INE destaca el pago de premios por desempeño a los trabajadores bancarios, desde los gerentes hasta los funcionarios de menor rango, acordes con los buenos resultados de la banca.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y precisa que el IPC del mes de mayo registró una variación de 0,34%, una décima mayor que lo anticipado internamente. Hace presente que las sorpresas positivas se concentraron en los ítems SAE y alimentos, cuyas alzas fueron mayores que lo previsto. Asimismo, destaca que entre los componentes del SAE, el alza de los bienes fue 0,09 puntos porcentuales mayor que la proyectada, en tanto que la de los servicios, 0,04 puntos porcentuales menor que lo esperado.

Comenta que el alza los bienes responde al notorio aumento del precio de los alcoholes, encabezado por el pisco y en menor grado el ron y la cerveza, que elevó el índice de bebidas alcohólicas a los valores más altos de los últimos ocho años. Informa, además, que este aumento explica la mitad de la sorpresa en bienes, y que el alza del precio del pisco obedece a un *shock* de oferta negativo asociado a la sequía en el norte del país.

Agrega que los otros componentes de los bienes SAE evolucionaron en línea con lo anticipado, mientras que el precio de los automóviles sorprendieron levemente a la baja, lo que permite concluir que en el registro del mes mayo no hay evidencia de una depreciación cambiaria mayor que la prevista.

En lo concerniente a los servicios IPCSAE, señala que el alza menor que la esperada se debió al rubro transporte, en particular, a una caída de los pasajes de buses interurbanos después de Semana Santa muy superior a la anticipada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, manifiesta que los servicios de alimentación evolucionaron acorde con lo esperado, mientras que los arriendos y la tarifa de agua, que tuvieron un componente de indexación importante, registraron una tasa de variación menor que lo proyectado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que el Banco ha sostenido reiteradamente que el sorpresivo aumento de la inflación en los primeros meses del presente año se explica, directa o indirectamente, por la depreciación del tipo de cambio. En su opinión, si ello es así, implica que el traspaso de la depreciación de la moneda también ha sido sorpresivo o mayor que el anticipado; no obstante, ahora se está señalando que ello no es efectivo.

El señor Miguel Fuentes precisa que en el dato de mayo no hubo ninguna sorpresa asociada al tema cambiario, lo que no desvirtúa lo sucedido en el primer cuatrimestre del año en esta materia, en que efectivamente existió un traspaso sorpresivo por depreciación cambiaria.

El Consejero señor Pablo García recuerda que en la Reunión pasada se exhibió un gráfico que demostraba cómo la inflación de servicios SAE había tenido un salto de consideración, que se esperaba correspondiera a un ajuste de una sola vez, por lo que esa sería la única reversión relevante. Por ende, el escenario de inflación de servicios SAE, en términos de inflación anual, ahora estaría por debajo de lo que se tenía implícito en la Reunión pasada. El señor Miguel Fuentes indica que no existe un juicio asociado a este aspecto.

Al continuar, el señor Miguel Fuentes consigna que, en el corto plazo, parte importante de la corrección del IPC de los meses de mayo y junio, y particularmente la de julio, responde al ajuste de los precios de la gasolina desde la RPM anterior.

En términos de las revisiones de inflación, precisa que al mes de octubre se ha corregido al alza en dos décimas por las sorpresas inflacionarias y el cambio de las proyecciones. Entre estas últimas, destacan los mayores precios de combustibles, que explican 0,15 puntos porcentuales de esta revisión, mientras que la contribución del IPCSAE es prácticamente nula.

Añade que el componente bienes del IPCSAE se ha corregido a la baja en 0,06 puntos porcentuales, atendida la debilidad de la demanda de automóviles, el bajo nivel de importaciones y la caída de las ventas, más la reciente estabilidad cambiaria. En cuanto al componente servicios, indica que pese a la sorpresa negativa proveniente de los pasajes de buses interurbanos, se ha asumido que los servicios de alimentación fuera del hogar contribuirán con algo más de inflación, acorde con la sostenida alza de alimentos que se ha observado en los meses recientes.

Asimismo, deja constancia que en las proyecciones no se ha cambiado el grado de inercia inflacionaria en forma importante, esto es, no hay una revisión en todos los ítems, sino que fundamentalmente en los de servicios alimenticios fuera del hogar y alcoholes, que explicarían una inflación mayor que la contemplada en nuestro escenario de la Reunión anterior.

En términos de la inflación mes a mes, señala que la proyección para el mes de junio se ha revisado al alza desde 0,1 a 0,2% y que el registro de septiembre, de 0,5%, sería el más elevado de aquí a fin de año. En términos anuales, en tanto, la inflación cerraría el año en 4% y el IPCSAE en 3,7%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial observa que la proyección de inflación actual, así como las de los meses de abril y mayo, dan cuenta de una inflación anual al alza. En su opinión, atendido que el tipo de cambio se ha estabilizado frente a lo observado meses atrás, se estarían observando algunos efectos de inercia.

El señor Miguel Fuentes manifiesta que la inflación se ha revisado al alza debido al escenario de mayores precios de combustibles. El IPCSAE del mes de septiembre, en cambio, se ha corregido a la baja en una décima, a pesar que los automóviles, que tienen una representación importante en el IPC, registran el reajuste mayor en dicho mes por factores estacionales. Sin perjuicio de ello, resalta que las expectativas de inflación a dos años se mantienen en torno a 3% y han descendido para el segundo semestre del presente ejercicio.

Al concluir su presentación, manifiesta que los analistas de mercado esperan mayoritariamente una mantención de la TPM en esta oportunidad. Para la próxima Reunión, en cambio, el 50% de los encuestados estima que dicha tasa no sufrirá cambio alguno y alrededor del 45% de ellos prevé un recorte de 25 puntos base.

Añade que la curva *forward* descendió respecto de la Reunión previa, anticipándose ahora un nuevo mínimo de 3,50% en diciembre próximo o a comienzos del último trimestre del presente año.

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

El Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que en el ámbito interno se advierte una actividad ligeramente más débil, que se prolonga; expectativas de movimientos de tasa similares a las observadas en el mes de marzo; y algo más de inflación, pero que sería de carácter transitorio. Agrega que el último registro de inflación ha sido tranquilizador en el sentido que no han surgido nuevos elementos que la impulsen; no obstante, se anticipa un período no tan breve con inflaciones altas, lo cual genera un grado de tensión. En síntesis, estima que el panorama actual es similar al de los meses recientes.

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

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 211, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara, antes de conceder la palabra al Gerente de la División Estudios para que presente las opciones de política monetaria consideradas para esta ocasión, señala que es la última Reunión de Política Monetaria a la que asiste el señor Miguel Ángel Nacur Gazali en carácter de Fiscal y Ministro de Fe, atendido su próximo alejamiento del Banco. Por esta razón, le expresa en nombre propio y en representación del Consejo, su reconocimiento y agradecimiento por su extraordinaria labor durante el periodo superior a diecisiete años que ejerció dichos cargos en la Institución y, en particular, por haber desempeñado un rol relevante en la definición de la estructura de las Reuniones de Política Monetaria y, en general, en todas las políticas del Banco.

Agrega que habrá oportunidades específicas para fines de su despedida institucional, pero ha querido dejar testimonio en el Acta de esta Sesión de lo expresado precedentemente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Fiscal señor Miguel Ángel Nacrur agradece las palabras del Presidente señor Rodrigo Vergara.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de diciembre de 2014 se efectuará el día jueves 12 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Luis Óscar Herrera inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

En lo concerniente al escenario externo, indica que las condiciones financieras internacionales han continuado mejorando, como se refleja en el descenso de los premios soberanos y bancarios, el repunte de las bolsas de valores y la apreciación de las monedas de economías emergentes frente al dólar estadounidense. Las proyecciones de crecimiento de las economías desarrolladas siguen marcando una recuperación liderada por el dinamismo de Estados Unidos de América, mientras que las proyecciones de consenso para las economías emergentes se han corregido levemente a la baja.

Agrega que la inflación en las economías desarrolladas se mantiene en niveles acotados y que los bajos registros de inflación de la Eurozona han motivado medidas adicionales de estímulo monetario en esta región. Asimismo, comenta que la Reserva Federal ha continuado disminuyendo su programa de compra de activos, pero no se observa una mayor expectativa de este cambio en la tasa de política monetaria. Por último, menciona que los precios de las materias primas han mostrado un comportamiento mixto, destacando, por una parte, el descenso del precio de los alimentos y del cobre, mientras que los de los combustibles exhiben un incremento.

En el plano local, señala que los indicadores de actividad y de demanda final evolucionaron en un grado menor que lo proyectado, y que al menor dinamismo de la inversión se ha sumado una mayor desaceleración del consumo privado. Añade que la ocupación crece en torno a 2% anual, pero el crecimiento del empleo asalariado ha continuado moderándose; y que la tasa de desocupación se mantiene en la parte baja de sus valores históricos gracias a la contribución de los empleos por cuenta propia.

En materia de inflación, consigna que el registro del mes de mayo estuvo dentro de lo previsto por las expectativas de mercado y por las proyecciones internas; y que las expectativas de inflación de más corto plazo han mostrado un retroceso en las últimas semanas, mientras que las de mediano plazo se han mantenido en torno al 3% anual.

Hace presente que, con vaivenes, el tipo de cambio nominal se ubicó en torno a \$550 por dólar estadounidense, en tanto que el tipo de cambio real se mantiene depreciado respecto de su promedio histórico.

Finalmente, informa que las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria se ajustaron a la baja, y que la mayoría de los encuestados estiman que se realizarán recortes adicionales de 50 puntos base, similar a lo que se desprende de los precios de los activos financieros, aunque para esta Reunión no se anticipan cambios en la tasa rectora.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que los antecedentes antedichos llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta ocasión, mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,0% anual o rebajarla en 25 puntos base, a 3,75% anual, en razón de los fundamentos que pasa a expresar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Plantea que el panorama internacional descrito no presenta grandes cambios, salvo por la continuación de las mejoras en las condiciones financieras globales, y que se mantiene la preocupación por el crecimiento económico y la vulnerabilidad del sistema financiero en China.

Expresa que en Chile la actividad resto y la demanda final se han expandido a un ritmo algo inferior al anticipado en el último IPoM, lo que ha llevado a corregir a la baja las proyecciones de crecimiento para el año en curso. Hace presente que este ritmo de expansión, inferior a las estimaciones de crecimiento potencial, implica un menor uso de la capacidad instalada, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias internas, así como también permitir una moderación relevante del déficit de la cuenta corriente que se espera para este año. Sin embargo, advierte que es imprecisa la estimación de estas holguras disponibles, al igual que el crecimiento potencial. Agrega que la caída observada recientemente en la inversión y la tendencia reciente de la PTF podrían llevar a revisar a la baja las estimaciones de PIB potencial. Aclara, en todo caso, que ello no modifica el diagnóstico en orden a que la economía en el margen estaría acumulando holguras.

En materia de inflación, señala que el registro del mes de mayo se comportó de acuerdo con lo esperado y que las expectativas de corto plazo se han corregido a la baja. Puntualiza que esta situación contrasta con la del trimestre previo, en que se observaron sorpresas que, en lo principal, respondieron a los efectos directos e indirectos de la depreciación del peso; y que, al mismo tiempo, aquellos rubros más directamente vinculados a la evolución de las remuneraciones continúan mostrando un comportamiento inercial y la tasa de variación de los salarios nominales ha presentado algún repunte en los últimos meses.

En conjunto, las sorpresas acumuladas en el trimestre previo han llevado a corregir al alza las proyecciones de inflación anual; sin perjuicio de lo cual señala que las expectativas de corto plazo se han reducido a la baja, mientras que a plazos superiores no se observan cambios relevantes.

En lo referente a la opción de mantener la TPM, manifiesta que dicha alternativa permitiría acumular en esta oportunidad mayores antecedentes sobre la persistencia o transitoriedad de las sorpresas inflacionarias observadas recientemente; y aunque se estima, en el escenario más probable, que el repunte de la inflación por sobre un 4% anual será un fenómeno transitorio, la sucesión de sorpresas observadas en los meses anteriores amerita algún grado de cautela en esta materia.

En cuanto a los aspectos tácticos, indica que la decisión de mantener la TPM coincide con la expectativa mayoritaria de mercado, razón por la que no debería afectar la curva de tasas de interés en la medida que también se mantenga el sesgo a la baja de la política monetaria.

Por su parte, la alternativa de recortar la TPM en 25 puntos base es coherente con la expectativa de que continuarán acumulándose holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias. En su opinión, este escenario probablemente requerirá un impulso monetario adicional para asegurar que la inflación permanezca en torno a la meta. En cuanto a los aspectos tácticos, manifiesta que una reducción de la TPM en esta oportunidad, sería sorpresiva para el mercado, aunque sí se enmarca dentro de la trayectoria de reducción prevista para la TPM en las encuestas y por los precios financieros.

El señor Luis Óscar Herrera expresa que por las razones antedichas, la recomendación de la Gerencia de División Estudios es por mantener la TPM en 4,0% anual en esta oportunidad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y ofrece la palabra al *staff* de la Institución.

El Gerente de División Política Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que la Gerencia de División Estudios ha propuesto dos opciones para esta Reunión, la de mantener la TPM en 4% anual o bajarla a 3,75% anual; y que de acuerdo con la información disponible, en su entender ambas opciones se encontraban en un mismo nivel, por lo que no se había puesto énfasis en alguna de ellas, lo que no se aviene con lo expresado precedentemente.

En lo concerniente a los datos reales, expresa que la Gerencia de División Estudios presentó en la primera parte de esta Sesión una perspectiva más débil tanto para el consumo como para la actividad, situación que ha sido negativa por varios meses y asimismo, consignó que las perspectivas de los empresarios y consumidores tuvieron un fuerte deterioro en el último mes. No obstante, atendido que las expectativas sobre el aumento de la inflación futura parecen haber disminuido y que los citados datos reales son más débiles, se inclina por la opción de bajar la TPM en esta Reunión en lugar de mantenerla en 4% anual.

Desde el ámbito de la transmisión de la política monetaria, estima que recientemente han ocurrido dos hechos esenciales, que forman parte de una tendencia que se venía gestando hace unos meses y que se profundizó durante mayo y junio. En primer término, una caída relevante de las tasas de interés en el mercado de préstamos, en especial de las correspondientes a los créditos hipotecarios y comerciales, no así de las tasas de las colocaciones de consumo. En segundo lugar, la compresión de *spreads* en el mercado de renta fija, fenómeno que no solo es de carácter global, sino que también se observa en los bonos bancarios chilenos y también en los bonos de empresas, excepto en los emitidos por SMU y Fasa, que se sitúan en niveles mínimos. En su opinión, si a lo anterior se suma la disminución en la base, tanto de los BCU como de los BTU, se configuraría un impulso importante a la política monetaria a plazos más largos, lo que estima un hecho relevante y que está incrementándose con fuerza.

Manifiesta que en las últimas Reuniones se ha inclinado por recomendar al Consejo la reducción de la TPM, excepto en la del mes de mayo último, ocasión en que el alto registro de IPC, de 0,8%, hacía prudente esperar para contar con mayor información sobre la situación futura de la inflación y de la economía.

Añade que si bien el mercado proyecta a que la inflación comenzará a bajar en los próximos meses, por lo que valida lo estimado por el Banco Central de Chile y también por el Ministerio de Hacienda en cuanto a que el alza del IPC del mes de mayo ha sido transitoria y levemente superior a la prevista por el mercado, aún no permite despejar todas las dudas sobre su transitoriedad.

El señor Beltrán de Ramón, si bien se inclina por recomendar una nueva baja de la TPM, estima que en la medida que el Consejo no apruebe esta opción, lo más relevante sería mantener inalterado el sesgo y, de esa manera, validar la expectativa en orden a que la TPM llegará muy prontamente a 3,5% anual. En el intertanto, durante este mes se producirán las caídas de las tasas de interés en el mercado de préstamos a que se hizo mención, así como la compresión de *spreads* a plazos más largos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el planteamiento del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y no habiendo comentarios adicionales por parte del *staff*, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 211

Página 22 de 30

El señor Alberto Arenas inicia su intervención saludando al Presidente señor Rodrigo Vergara, al Vicepresidente señor Enrique Marshall, a los Consejeros señores Sebastián Claro, Joaquín Vial y Pablo García, así como al *staff* de la Institución.

El señor Alberto Arenas expresa que los antecedentes disponibles para esta Reunión vuelven a confirmar que la economía se ha desacelerado de manera significativa. En efecto, el último IMACEC estuvo por debajo de lo esperado, y a ello se suman claros signos de desaceleración del consumo, reflejados, por ejemplo, en la evolución del comercio minorista, que crece a tasas muy bajas, y la nula creación de empleo asalariado.

Hace presente que esta nula creación de empleo asalariado se ha visto parcialmente compensada por un mayor empleo por cuenta propia y no se ha traducido en incrementos del desempleo por el bajo crecimiento que registra la fuerza del trabajo; y que, dada su inercia habitual, es probable que tanto el empleo como el consumo continúen moderando su crecimiento en los próximos meses. Además las condiciones de acceso al crédito se han vuelto más restrictivas, lo que refuerza la tendencia a la baja en estas variables.

Indica que el menor crecimiento de la demanda interna no ha sido compensado por la demanda externa, y si bien es cierto que hay algunos elementos, como la depreciación real, que apuntan a que esta cobrará mayor relevancia en los próximos trimestres, el crecimiento de los socios comerciales se ha tendido a corregir a la baja, lo que es particularmente notorio en el caso de economías de la región hacia las cuales exportamos volúmenes relevantes de productos no minerales. Por lo mismo, estima que el sector externo no aportará mayormente a darle dinamismo a la economía.

Por otra parte, los salarios han tenido un repunte en términos nominales, con alzas importantes en sectores específicos, aunque en términos reales se han moderado de manera sustantiva, en línea con la dinámica del empleo asalariado.

Agrega que el tipo de cambio se ha mantenido en niveles nominales relativamente estable ya por varias semanas.

En materia de inflación, señala que el registro del último mes fue acotado y estuvo en línea con lo anticipado, dando cuenta de que el traspaso de la depreciación reciente del peso a los precios ya podría haberse materializado. En este contexto, destaca que las expectativas inflacionarias se han mantenido alineadas en torno al 3% anual en el horizonte de política.

Hace presente que la evolución de la actividad hasta ahora y su trayectoria más probable en los próximos trimestres ampliarán las holguras de capacidad, con las consiguientes presiones deflacionarias.

Añade que en el corto plazo es posible que aún se observen registros inflacionarios algo elevados, pero a mediano plazo, ninguno de los antecedentes disponibles sugiere que pueda existir un riesgo relevante para la inflación. Por el contrario, la pérdida de dinamismo en el mercado laboral atenuará las presiones salariales, la menor demanda interna incidirá sobre los precios de bienes y servicios, y el tipo de cambio no debiese exhibir movimientos al alza significativos, toda vez que el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio real lo ubica en niveles históricos elevados.

Si bien la política monetaria ha reaccionado al ciclo actual con una rebaja en la tasa de interés, considera que la magnitud de dicha baja no se condice con la velocidad con la que se ha desacelerado la economía, con lo cual se están ampliando las brechas de capacidad. En su opinión, es relevante seguir aumentando el estímulo monetario de la economía y, de esa manera, evitar costos cíclicos innecesarios. De hecho, el mercado aún



BANCO CENTRAL DE CHILE

sigue esperando que se produzcan bajas adicionales en la TPM, mayores que las que se anticipaban en la Reunión previa, según se desprende de las encuestas de expectativas y de la curva *forward*.

Al concluir su intervención, el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas manifiesta que en la coyuntura actual es de particular relevancia para la decisión de política considerar que la política monetaria actúa con rezagos importantes. En este sentido, demorarse en responder a las señales de desaceleración que se están observando puede implicar que la política monetaria llegue tarde en el cumplimiento de su objetivo e induzca costos innecesarios en términos de menor actividad y empleo. A su juicio, la política monetaria no puede dejar de cumplir el rol fundamental que le cabe en la estabilización del ciclo económico.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas 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.

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo el análisis y opiniones vertidos por los personeros de la Gerencia de División Estudios y del *staff* de la Institución, como también los planteamientos efectuados en las reuniones de preparación del IPoM de este mes y del IEF del primer semestre del presente año.

El Consejero señor Pablo García expresa que, a su entender, lo más notorio en las noticias del último mes es que estamos en presencia de una desaceleración que continúa y que se extiende al consumo privado y a los sectores productivos asociados a este. Con ello, estima que la factibilidad de un escenario de aceleración de la actividad, incluso tenue, es muy baja, sobre todo si se considera que los indicadores de expectativas siguen cayendo.

Hace presente que la información acerca del desempeño del empleo, controlado por el comportamiento de la ocupación por cuenta propia y considerando también lo que acontece con las vacantes, revela que se están gestando holguras en el mercado laboral a una velocidad acorde con un debilitamiento cíclico que es significativo. Por el lado de los precios, en tanto, el análisis provisto por la Gerencia de División Estudios en las recientes reuniones, sugiere que la mayor inflación ha sido producto de un traspaso del tipo de cambio a precios mayor que el previsto, pero dentro de los rangos probables para este tipo de fenómenos, con un grado acotado de inercia inflacionaria; y, que la dinámica salarial agregada esconde grados relevantes de heterogeneidad sectorial.

Manifiesta que la suma de estos antecedentes coyunturales pesa de manera significativa en la construcción de las proyecciones de mediano plazo que se están considerando para el IPoM y que el Consejo comunicará al público en la próxima semana; y que estas muestran un cuadro de desaceleración mayor y más prolongada que en el Informe correspondiente al mes de marzo, con caídas esperadas para la inversión y la demanda interna para el año 2014 como un todo. Lo expresado también genera efectos en las cuentas externas, donde se aprecia que el déficit en cuenta corriente será significativamente menor a proyecciones previas, producto de que este ciclo está generando mayor ahorro privado y también la contracción de la inversión.

En su opinión, este panorama sigue indicando la necesidad de un impulso monetario mayor, al igual que en el Informe del mes de marzo. Los efectos inflacionarios de la depreciación del tipo de cambio, en presencia de una economía en proceso de desaceleración y sobre el cual todavía no se tiene evidencia de que se esté deteniendo, serán transitorios, mientras que la generación de holguras genera presiones desinflacionarias de mediano plazo. Además, los precios y expectativas también tienen implícito la pertinencia de acciones monetarias adicionales.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que la caída de las tasas de interés de mercado, mencionada por el Gerente de División Operaciones Financieras, tanto de los *spreads* de crédito como de las tasas libres de riesgo, conforma en la coyuntura actual un amortiguador frente a la débil demanda y, por lo tanto, no constituye un estímulo monetario en el neto positivo. A su juicio, forma parte de la reacción frente a la demanda débil y, por consiguiente, no está compensando esa menor demanda.

En opinión del Consejero señor Pablo García, es posible pensar en un escenario alternativo al contemplado en el IPoM, con holguras menores y, por tanto, con un proceso inflacionario que está gobernado no por la depreciación cambiaria, sino que por genuinas presiones de demanda y de costos, lo que es claramente distinto al escenario base. Sin embargo, como lo señaló también en la Reunión pasada, la mayor inflación observada hasta esta fecha no es un elemento suficiente para validar este diagnóstico.

En razón de lo expresado precedentemente, el Consejero señor Pablo García manifiesta que, en esta ocasión, su voto es por reducir la TPM en 25 puntos base, a 3,75% anual.

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

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios que ha aportado antecedentes muy relevantes para la decisión, y que en esta oportunidad se han visto enriquecidos además por las discusiones preparatorias del IPoM y el IEF.

En primer término señala que los antecedentes no muestran grandes cambios en el panorama internacional, salvo por las medidas específicas incluidas en el estímulo monetario en la Zona Euro, que han tenido un sesgo expansivo mayor que el anticipado por los mercados. Por otra parte, se sigue acumulando evidencia de desaceleración en países emergentes, especialmente en América Latina, en medio de revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento para la región. Añade que la inflación también ha mostrado algún aumento en estos países, reflejando los efectos de la depreciación de sus monedas. Enfatiza que un elemento inesperado que podría afectar el precio de los combustibles lo conforma el rebrote de los conflictos en Irak, que podrían prolongarse por algún tiempo. Con todo, estima que este conjunto de factores no parece haber alterado de manera significativa el escenario global que teníamos contemplado.

En lo concerniente al plano local, se agrega nueva evidencia de desaceleración, que ahora comienza a extenderse al consumo de bienes durables y de manera incipiente al mercado de trabajo, aunque por el momento con un mayor efecto en la composición del empleo que en el crecimiento de este. Consigna que la balanza comercial ha sorprendido con un elevado superávit, lo que en parte es resultado de la desaceleración de la demanda interna y sus consecuencias sobre las importaciones.

Por otra parte, indica que el crecimiento del crédito se ha moderado, especialmente en lo que respecta a las empresas, todavía muestra tasas de expansión razonables para la actual etapa del ciclo; las tasas de interés de largo plazo se encuentran en niveles muy bajos, incluso similares a los menores que se observaron en la recesión del año 2009, y existe amplia liquidez.

Si bien la inflación del mes de mayo pasado estuvo en línea con las expectativas, hace notar que ella subió a 4,7% anual; mientras los salarios nominales volvieron a mostrar una leve aceleración, también en términos anuales.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En estas circunstancias, el Consejero señor Joaquín Vial expresa que su voto es por mantener la tasa de interés en 4% anual y que se inclina por eliminar el sesgo a la baja, al menos hasta que aparezca evidencia clara de que la inflación comienza a desacelerarse. Sin embargo, dado que la próxima semana se dará a conocer el IPoM del mes de junio, estima que es más conveniente no innovar en este plano y aprovechar dicho Informe y las presentaciones que se realizarán con esa ocasión para explicar en forma más completa la visión del Consejo sobre esta materia.

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 destacando los siguientes aspectos que se han acumulado desde la Reunión anterior.

En lo concerniente al ámbito externo, destaca una serie de elementos que dan cuenta de una situación financiera más tranquila, como los niveles mínimos de volatilidad, las bajas tasas de interés de los bonos soberanos de muchos países en desarrollo y de la periferia europea, la apreciación de las monedas emergentes y, en general, las presiones a la apreciación en precios de activos.

En su opinión, si bien algunos elementos justifican un mayor apetito generalizado por riesgo, no es descartable que las señales de expansividad de la política monetaria en algunos países desarrollados estén contribuyendo a sobreapreciar ciertos activos. Plantea que este punto no sólo es interesante desde un punto de vista conceptual, en cuanto pueda revelar un dilema para la política monetaria, sino que en términos prácticos, sugiere observar con algún grado de cautela la permanencia de estas condiciones financieras externas tan favorables en los próximos meses.

En lo atinente al ámbito interno, indica que las cifras de actividad y demanda fueron algo menores que lo anticipado, dando cuenta que continúa el bajo dinamismo de la inversión y que aparecen señales de desaceleración en el consumo. Hace notar que mientras continúa el dinamismo del crédito de consumo, resulta llamativa la desaceleración en las colocaciones comerciales. Hace esta distinción, porque a pesar de que el consumo tiene grados importantes de inercia, la trayectoria de la masa salarial y el acceso a financiamiento entregan sustento a una trayectoria decreciente pero sostenida del consumo. En contraposición, se aprecian señales de mayor dificultad en la inversión.

Hace presente que la inflación estuvo en línea con lo anticipado, confirmando los patrones observados en los últimos meses en cuanto al impacto dentro de lo previsto de la depreciación cambiaria y a la presión de márgenes a la cual ha estado sometido parte del sector corporativo. A su juicio, la desaceleración de la demanda debiera contribuir a evitar mayores presiones inflacionarias en lo futuro, aunque es difícil anticipar la velocidad e intensidad de este ajuste. Acota que este constituye el escenario base y fundamental que el Consejo ha dado a conocer en los últimos meses, el que se encuentra implícito en el IPoM y con el cual concuerda.

El Consejero señor Sebastián Claro considera que para efectos de la decisión que se adoptará en el día de hoy, el aspecto más relevante dice relación con la dinámica de la inversión y de la demanda interna, y el impacto que pueda tener sobre la capacidad de las empresas de traspasar presiones de costos a precios. En su opinión, existen algunos elementos permanentes que explican la caída de la tasa de inversión, tales como, y probablemente el más fundamental, la disminución del dinamismo de la inversión ligada a minería y a los sectores asociados a ella. También podría estar reflejando ciertas limitaciones en la capacidad de oferta o derivadas de la importante caída de los índices de



BANCO CENTRAL DE CHILE

confianza empresarial, que podrían revertirse a distintos plazos, pero que igualmente resulta difícil pensar que las atractivas condiciones de acceso a financiamiento, como las vigentes, estén ejerciendo un freno en la dinámica de la inversión.

Plantea que distinto es el caso que podría derivarse de la desaceleración del consumo y sobre este aspecto, señala que en el caso de una desaceleración mayor del consumo derivada, por ejemplo, de un menor dinamismo en el mercado laboral, podrían generarse claramente mayores brechas de capacidad hacia adelante que indujeran a una corrección más intensa de la inflación hacia el año 2015 respecto de las proyecciones internas y de las que tiene el mercado. En su opinión, este es un tema que debe seguirse con atención, por cuanto resulta clave contar con un juicio certero sobre la capacidad de crecimiento de la economía para asegurar que la política monetaria acompañe adecuadamente el ajuste cíclico.

Manifiesta que aunque los niveles actuales de inflación dan cuenta de presiones de costos importantes, las perspectivas de desaceleración son relevantes y siguen justificando mantener no solo la tasa rectora en un terreno expansivo, sino que anticipar un posible ajuste adicional en la política monetaria. Sin embargo, estima que las condiciones actuales en los mercados financieros y las perspectivas de inflación sugieren, en esta oportunidad, mantener la tasa en 4% anual.

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

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, y manifiesta que las noticias acumuladas en el último mes tienden a reafirmar el escenario de debilidad interna visualizado en el último tiempo.

En el frente externo, destaca la consolidación de perspectivas de recuperación en las economías desarrolladas y de crecimiento más bien moderado en las economías emergentes. Agrega a lo anterior, a título de puntos relevantes, la reafirmación de políticas monetarias expansivas en las economías avanzadas y la relativa calma en los mercados financieros internacionales, fenómenos que se relacionan y que generan efectos positivos sobre las economías emergentes, por lo menos en el corto plazo.

En lo atinente al ámbito interno, se confirma la marcada debilidad en el comportamiento de la actividad y la demanda, configurando un ciclo de desaceleración algo más intenso y prolongado que el que se había anticipado. Así, considerando las cifras ya conocidas, estima que el crecimiento del año se ubicaría, en el escenario más probable, por debajo de nuestras proyecciones previas. Acota que en este sentido los indicadores de confianza son coherentes con esa evolución anticipada.

Consigna que las cifras del mercado laboral, si bien reflejan todavía holguras mayores que las que se derivan de la evolución de la actividad, apuntan en esa misma dirección.

Hace notar que el mercado del crédito recoge los efectos de una demanda que ha perdido fuerza y de una oferta algo más restrictiva, lo que se traduce en un crecimiento más bien moderado de las colocaciones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que el registro de inflación del último mes estuvo bastante en línea con lo esperado y refuerza el diagnóstico de que el aumento de la inflación es un fenómeno transitorio, relacionado directa o indirectamente con la devaluación del peso. Así lo percibe el mercado, que mantiene expectativas de inflación en torno de la meta en el horizonte de política. Con todo, plantea que el nivel alcanzado por la inflación anual amerita un adecuado seguimiento.

En este contexto, señala las opciones que deben ser evaluadas son las que sugiere la minuta de la Gerencia de División Estudios, que son la de mantener o bien bajar la TPM en 25 puntos base.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall comparte la visión de que no ha concluido este ciclo de ajuste de la TPM y que pueden requerirse nuevos estímulos de política monetaria, sobre todo si persiste la debilidad que se está observando. Por tanto, la opción de recortar la tasa rectora le parece perfectamente plausible.

Comenta que en términos generales, el mercado tiende a coincidir con ello, puesto que si bien no espera cambios en esta oportunidad, contempla recortes adicionales en el nivel de la TPM durante los próximos meses.

Sin perjuicio de lo señalado, considera que es claro que los niveles de inflación anual que se están observando plantean la necesidad de proceder con prudencia. En este sentido, un recorte de la citada tasa en esta Reunión, cuando se espera que se mantenga, podría entenderse como una cierta despreocupación por la dinámica inflacionaria de corto plazo. En estas circunstancias, es de opinión que el Consejo debe evitar sorpresas que puedan erosionar la confianza del mercado.

Manifiesta que la TPM se ha recortado en 100 puntos base y ha alcanzado un nivel que es más bien expansivo; las tasas de interés en el mercado monetario han reaccionado en la misma línea y las tasas largas han alcanzado mínimos históricos. En esa perspectiva, no advierte urgencia extrema para modificar la tasa rectora en esta oportunidad; por lo que, le parece que es perfectamente posible esperar.

En virtud de estas consideraciones, manifiesta su inclinación por mantener el nivel de la tasa rectora y por conservar el tenor del Comunicado de la Reunión anterior.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que su voto es por mantener la TPM en 4,0% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el planteamiento efectuado por el Vicepresidente señor Enrique Marshall e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis que se ha presentado a consideración del Consejo.

Manifiesta que en el escenario externo se aprecia una consolidación de la recuperación en el mundo avanzado, junto con un mejoramiento de las condiciones financieras internacionales que se refleja, entre otros aspectos, en bajas en premios soberanos y bancarios, el repunte de las bolsas de valores y los flujos de capital hacia economías emergentes. Plantea que la velocidad e intensidad de algunos de estos movimientos no deja de sorprender y llama a cierta cautela.

En el ámbito interno, señala que el aspecto principal lo constituye que la inflación en doce meses se sitúe en 4,7%. En este sentido, indica que en el mes de mayo pasado, luego de varios meses, la inflación estuvo dentro del rango de las estimaciones, aunque en su parte superior. La dinámica inflacionaria ha sido mayor que la esperada y, si



BANCO CENTRAL DE CHILE

bien se estima que es transitoria, evidentemente preocupa cuando, en promedio, el traspaso de la depreciación a precios parece haber sido algo superior a lo previsto y se ha extendido además a numerosos bienes y servicios.

Asimismo, se espera que la inflación se mantenga por sobre 4% por varios meses para confluir a 3% el próximo año, lo que implica una postergación de la convergencia a la meta, que hasta hace un tiempo reciente se esperaba para fines de este año. Agrega que la inflación subyacente se sitúa cerca de la parte superior del rango de tolerancia, esperándose que se mantenga en ese nivel por algunos meses; y que las expectativas siguen ancladas en 3% anual en el horizonte de política.

Consigna que el ritmo de crecimiento de la actividad sigue lento y que no se proyecta un repunte significativo en lo inmediato. A la conocida caída de la inversión se suma una desaceleración del consumo, en particular, el de bienes durables; y que esta desaceleración de la demanda ha implicado un mejoramiento en las cifras de cuenta corriente, cuyo déficit se estima que será significativamente menor al que se proyectaba hace algunos meses.

El mercado laboral, por su parte, sigue sólido en términos de la tasa de desempleo, aunque se aprecia un menor dinamismo en el empleo asalariado, compensado por el mayor dinamismo en los empleos por cuenta propia. Añade que los salarios nominales muestran una tendencia al alza, aunque más moderada en el último dato.

En el escenario expuesto, considera que las opciones que presenta la Gerencia de División de Estudios son las más razonables, aunque estima que la de mantener la TPM en su nivel actual se impone en esta oportunidad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca que la TPM ya se ha disminuido en 100 puntos base desde el pasado mes de octubre y que las tasas de largo plazo se mantienen particularmente bajas. Además, los costos de financiamiento se encuentran en niveles que no se habían visto en varios años, e incluso en algunos casos se trata de mínimos históricos; las tasas de interés para los créditos hipotecarios se encuentran cerca de sus límites inferiores; los *spreads* en las tasas cortas son muy bajos, y existe amplia liquidez en el mercado. En su opinión, todo estos antecedentes llevan a concluir que la política monetaria más expansiva, junto a condiciones de mercado, están imprimiendo un impulso relevante a la economía.

Agrega que llaman a actuar con cautela el hecho que la inflación sea superior a la esperada, que se sitúe sobre el rango meta y que se espere que se mantenga en esos niveles por varios meses, como asimismo, el riesgo de que alguna sorpresa imprevista pueda llevarnos incluso por sobre la cifra actual. En las actuales condiciones de desaceleración de la economía, considera que el riesgo inflacionario es bajo, pero no nulo, y que ello, más el impulso monetario ya en operación, hacen, en su opinión, que sea contraproducente entregar una señal de mayor relajamiento.

Destaca que en materia de inflación son importantes las señales; ya que el Banco no puede arriesgarse a que las expectativas se desanclen, por lo que se debe entregar un mensaje claro al respecto. A su juicio, este es un momento importante para dar ese mensaje y es lo más apropiado que el Banco Central de Chile puede hacer para lograr un crecimiento sostenible en el largo plazo. Por el contrario, estima que una baja de la tasa rectora en esta oportunidad podría entregar una señal equívoca.

Por lo demás, considera que en las actuales circunstancias, esperar un tiempo antes de seguir dando mayor estímulo monetario representa los beneficios antes mencionados y no produce grandes efectos porque, como se comentó, las condiciones de tasas de interés a los distintos plazos ya son expansivas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por los motivos antedichos, manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,0% anual y el sesgo expansivo del último Comunicado.

En consecuencia, conforme a lo manifestado por los señores Consejeros, el Presidente señor Rodrigo Vergara señala que se acuerda por cuatro votos a favor y uno en contra, mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,0% anual.

Como es tradicional para el caso de producirse votos disidentes, el Presidente señor Rodrigo Vergara consulta al Consejero señor Pablo García si desea sumarse a la votación de la mayoría de los señores Consejeros y en este sentido, el Consejero señor Pablo García reitera su decisión de mantener su voto en orden a rebajar la TPM en 25 puntos base, a 3,75% anual.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por cuatro votos a favor y uno en contra, mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,0% anual.

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

N° 211-01-140612 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,0% anual.

Al concluir la Reunión, se procede a dar lectura al texto del Comunicado, que es del siguiente tenor:

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,00% anual.

En el ámbito externo, los antecedentes recientes confirman las perspectivas de recuperación de las economías desarrolladas, en tanto que se mantienen las proyecciones de un crecimiento moderado para las emergentes. Las condiciones financieras externas continuaron mostrando una mejora en el último mes. Respecto del precio de las materias primas, destaca el aumento de los precios de combustibles, mientras que los precios de los productos agrícolas y del cobre presentan descensos. La inflación de las economías desarrolladas sigue acotada, lo que llevó a introducir medidas adicionales de estímulo monetario en la Eurozona.

Los antecedentes de la economía local confirman el bajo dinamismo de la actividad y la demanda. A la caída de la inversión se ha sumado una desaceleración del consumo privado. Aunque se observan señales de menor dinamismo del mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene baja. En mayo, la inflación se situó en 4,7% anual. La variación anual de las medidas de inflación subyacente y los salarios nominales mostraron un repunte en el último mes. Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3% anual. En el escenario más probable, se estima que el aumento de la inflación —vinculado entre otros factores a la depreciación del peso— es transitorio, lo que será monitoreado con especial atención.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de la TPM de acuerdo a la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16:55 horas.



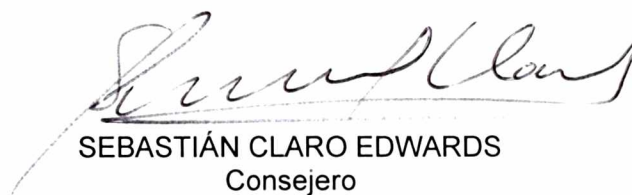
ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

