



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 203 celebrada el día jueves 17 de octubre de 2013

En Santiago de Chile, a 17 de octubre de 2013, siendo las 11:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia,
doña Erika Arraño González;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesor de la Presidencia,
don Víctor Riquelme Peñaloza; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 203, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril de 2014 se celebre el día jueves 17 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de orden político que han tenido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, indica que en Estados Unidos de América se alcanzó un acuerdo político que extiende el presupuesto hasta el 16 de enero de 2014 y el límite de la deuda para financiar gastos hasta el 7 de febrero próximo. Sobre el particular, destaca que las dificultades en dicha negociación dieron cuenta de posiciones ideológicas que han tendido a polarizarse y de la influencia inusitada que ha alcanzado el movimiento político conocido bajo el nombre *Tea Party*.

Asimismo, se creó un comité bipartidista y bicameral para abordar el presupuesto con una mirada de largo plazo, cuya propuesta deberá ser entregada en el mes de diciembre próximo.

Agrega que el denominado *shutdown* del gobierno de ese país se prolongó por 16 días y en cuanto a sus consecuencias, consigna que los pagos de salarios se efectuarían en forma retroactiva, a pesar de que hubo servicios que no se prestaron; y, que sus repercusiones en el crecimiento serían algo superior al 0,1% al cuarto trimestre del año en curso. De hecho, comenta que Standard & Poor's y Goldman Sachs han estimado dicho efecto en un 0,6% en términos anualizados, que resulta ser relativamente significativo y equivalente al del *shutdown* del año 1997, aunque aquel se prolongó por alrededor de tres semanas.

En segundo término, expresa que en Alemania, la señora Angela Merkel se impuso en las elecciones generales y que el Partido Liberal, que fue su aliado durante los últimos cuatro años, quedó fuera del Parlamento. Por esta razón, se deberá formar una nueva coalición con el Partido Verde o con el Partido Social Demócrata, lo cual tendrá que quedar resuelto a más tardar el próximo 22 de octubre, fecha en que se iniciarán las sesiones del nuevo Parlamento.

En lo que respecta a Italia, señala que el Primer Ministro señor Enrico Letta obtuvo un voto de confianza tras las amenazas del ex Primer Ministro señor Silvio Berlusconi que pusieron en riesgo su gobierno, lo que tuvo impacto transitorio en los premios por riesgo, aun cuando Berlusconi terminó finalmente muy debilitado, estimándose que implicaría el término de su carrera política.

Por último, plantea que en Japón, el gobierno ratificó el alza del IVA de 5% a 8%, medida que entrará en vigor en el mes de abril del 2014 junto con un paquete de estímulo cercano a los 5 trillones de yenes. Acota que el efecto neto es negativo y, por lo tanto, se observará una moderación en el crecimiento de esa economía, lo que ya se encuentra incorporado en las proyecciones contempladas en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, y ha sido asimilado también por los mercados.

En cuanto a las principales noticias del mercado financiero, destaca la nominación de la señora Janet Yellen como Presidenta de la Reserva Federal, FED, a partir del mes de febrero de 2014, la que deberá ser aprobada por el Senado de los Estados Unidos de América.

Además, resalta el predominio de las alzas en los mercados bursátiles, explicado por la postergación del inicio del retiro de estímulos por parte de la FED o *tapering* y expectativas de que los políticos estadounidenses llegarían finalmente a un acuerdo en materia fiscal.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que las tasas de interés de largo plazo han disminuido, el dólar estadounidense ha retrocedido y que la volatilidad se ha incrementado.

Por otra parte, menciona que las empresas comenzaron a entregar los resultados al tercer trimestre del presente ejercicio y que las primeras señales han sido relativamente positivas.

Finalmente, destaca que predominaron las decisiones de mantener las tasas rectoras; que se disminuyeron en Israel y Hungría; y, se incrementó en Brasil.

A continuación, el señor Sergio Lehmann hace referencia a las fechas claves para la política fiscal y monetaria en Estados Unidos de América. Indica que en el día de hoy, 17 de octubre, se alcanzaba el límite actual de la deuda pública, pero que afortunadamente el Congreso llegó a un acuerdo en las últimas horas.

Luego, el 23 de octubre, se debían efectuar pagos de beneficios previsionales por un monto de US\$12 billones y sobre este aspecto, informa que de acuerdo con una estimación emanada del Congressional Budget Office, CBO, que corresponde a la Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos de América, el gobierno habría contado con recursos para cumplir dichas obligaciones únicamente hasta el día 22 de octubre en curso.

Añade que los días 29 y 30 de octubre se llevará a cabo la próxima reunión de política monetaria de la FED y que el 13 de diciembre de 2013, el comité presupuestario que se formó a partir de la negociación en el Congreso americano, entregará una propuesta que aborda la problemática fiscal a más largo plazo.

Asimismo, los días 17 y 18 de dicho mes, se celebrará la siguiente reunión de política monetaria de la FED, oportunidad en que el mercado prevé que se acordaría el inicio del retiro de estímulo monetario. Sin embargo, atendidos los impactos que ha tenido el tema fiscal y que aún no se cuenta con los datos relativos al mercado laboral, que constituye un elemento central en las decisiones de la FED, esa medida podría ser postergada por un tiempo adicional.

Además, consigna que durante el mes de diciembre próximo, el Senado confirmaría a la señora Janet Yellen como la nueva Presidenta de la FED.

Hace presente que la siguiente reunión de política monetaria se realizará los días 28 y 29 de enero de 2014, y que el 31 de ese mes concluye el período del señor Ben Bernanke como Presidente de la FED. No obstante, tradicionalmente, el presidente saliente de ese organismo no participa en la última reunión, razón por la que es esperable que la señora Janet Yellen la presida.

Indica que los días 16 de enero y 7 de febrero de 2014 constituyen dos fechas relevantes al momento de analizar la situación fiscal de Estados Unidos de América, por cuanto en la primera concluye la extensión del financiamiento del gobierno federal y en la otra, finaliza la extensión del techo de deuda.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que estas dos últimas fechas representan únicamente la postergación de los problemas fiscales en dicho país.

El señor Sergio Lehmann expresa que lo anterior significa efectivamente una mera postergación de los problemas presupuestarios y del techo de la deuda. No obstante, resalta la creación del comité bipartidista mencionado, que analizará y determinará los requerimientos en materia fiscal de esta economía con una visión de largo plazo y fundamentada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la diferencia entre ambas fechas, precisa que el 16 de enero de 2014 se extinguen los recursos presupuestarios y, por lo tanto, de no mediar un nuevo acuerdo, podría enfrentarse otra paralización del sector público. Por su parte, el 7 de febrero de 2014 caduca la autorización otorgada en lo referente a la extensión del techo de deuda.

Plantea que si bien en este último episodio se observaron posiciones muy polarizadas y una manifiesta tensión en el mercado, las fuertes presiones internas y del exterior llevaron a las autoridades a alcanzar un acuerdo, lo que constituye, en su opinión, un precedente importante que debiera incidir en el logro de acuerdos cuando se aproxime el vencimiento de los plazos antedichos.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de condiciones financieras y explica que los números que se informan en esta oportunidad representan la variación que acumulan las bolsas de valores, la volatilidad, los *spreads* corporativos y soberanos y los CDS *spreads* en una semana, así como su comparación con lo informado en la Reunión del mes de septiembre, del IPoM de ese mes y el del mes de diciembre de 2012. Los colores, en tanto, dan cuenta de la variación relativa a la desviación estándar para los mismos períodos.

Indica que en materia bursátil y evolución de los *spreads* corporativos, de los *spreads* soberanos y de los CDS, se perciben mejoras en las economías desarrolladas y emergentes y en contraposición, la volatilidad ha tendido a aumentar. Agrega que en lo que va corrido del año, las bolsas de valores de economías desarrolladas acumulan alzas significativas, mientras que las de economías emergentes exhiben una situación mixta, con mejores resultados en Asia y retrocesos en América Latina.

Manifiesta que una visión más temporal de algunas de las variables antedichas refleja que la volatilidad de los mercados ha tendido a aumentar y que los *spreads* corporativos figuran bastante estables, con una ligera caída en su nivel. Hace notar que los CDS han retrocedido, especialmente en Europa, mientras que en Estados Unidos de América, los CDS a cinco años exhibieron un notable aumento, ubicándose en torno a los 40 puntos base y luego, un retroceso en el margen.

Plantea que un análisis más detallado de los CDS en Estados Unidos de América da cuenta de una diferencia significativa entre la evolución de aquellos al plazo de cinco años y a un año, entendiéndose que las mayores preocupaciones sobre la capacidad de pago de esa economía se centrarían mayormente en el corto plazo. En efecto, los CDS a un año se elevaron hasta un nivel algo superior a los 80 puntos base, mientras que aquellos a cinco años se ubican en torno a 40 puntos base y con un leve retroceso en la punta, que se habría intensificado en la presente jornada luego del acuerdo alcanzado en las últimas horas.

Además, hace referencia a los *spreads* entre los bonos soberanos y la Libor a uno, tres y seis meses. Para tal efecto, exhibe el gráfico que se contiene al lado derecho de la lámina N° 9 de la presentación, que muestra su evolución desde el mes de enero de 2012 a la fecha y los respectivos promedios en el período comprendido entre el 31 de julio de 2001 y el 31 de diciembre de 2007. Hace notar que la mayor anomalía se registra al plazo de un mes, donde la Libor figura bastante por debajo de la tasa del bono soberano, llegando a un *spread* cercano a 20 puntos base; no obstante, ello se revirtió con el acuerdo alcanzado en las últimas horas, situándose el *spread* soberano a un mes nuevamente por debajo de dicha tasa. En todo caso, resalta que aun así, alcanza valores claramente superiores al promedio del período mencionado, reflejando la presencia de un componente soberano.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En la Zona Euro, en tanto, las condiciones financieras son algo dispares. En efecto, como se advierte en el gráfico que se ubica en el lado izquierdo de la lámina N° 10, relativo a los *spreads* sobre la tasa de interés real alemana para todos los plazos y de préstamos de hasta €1 millón a instituciones no financieras, los costos para nuevos créditos siguen siendo relativamente altos en los países de la periferia. Además, la situación registrada en el período comprendido entre los años 2005 y 2010 fue bastante anómala, al observarse tasas de interés negativas comparadas con las tasas reales de los créditos alemanes en la mayoría de los países de la periferia europea. Agrega que los nuevos créditos a instituciones financieras exhiben una caída sostenida desde fines del año 2011, revelando que continúa el proceso de despalancamiento en esa región.

En materia de curvas de rendimiento, resalta la caída de las tasas largas en Estados Unidos de América en respuesta a la postergación del inicio del *tapering*, y el ligero movimiento a la baja en las tasas de interés de largo plazo alemanas.

En relación con las tasas de los bonos soberanos a 10 años de otros países, después de haber alcanzado niveles bastante elevados, especialmente en algunos países como Perú, México y Brasil, han tendido a moderarse y con mayor fuerza en el caso mexicano, junto con una percepción de menor estrés en los mercados a propósito del retiro del estímulo cuantitativo en Estados Unidos de América.

El señor Sergio Lehmann se refiere a continuación al tema fiscal en Estados Unidos de América y a las trayectorias de la deuda del gobierno federal que ha proyectado el CBO en distintos momentos del tiempo. Destaca que la actual trayectoria es notoriamente distinta de aquella que contemplaba la aplicación de los aumentos de impuestos y recortes de gastos que establecía originalmente la ley, porque la negociación que concluyó a comienzos del presente año se tradujo en un gasto e impuestos más moderados. Además, se han incluido revisiones al alza en la expectativa de vida de la población americana y en la tasa natural de desempleo, que se han traducido en un aumento de los subsidios de desempleo. Menciona que ambos elementos, que están incorporados en las nuevas proyecciones del CBO, explican el significativo aumento de la deuda del gobierno federal a partir del año 2015 y su alza a niveles en torno a 100% del PIB en aproximadamente 20 años más.

Añade que la deuda total ha disminuido en relación al máximo alcanzado en el año 2008 producto del esfuerzo del sector privado, no así del sector público.

En cuanto a los elementos que explican el aumento de la deuda pública estadounidense, reitera que el acuerdo alcanzado a comienzos de año se tradujo en una caída en el gasto, lo que junto a un incremento de los ingresos, redujo la brecha entre ambos. No obstante, a partir del año 2015, comienza a incrementarse fuertemente la deuda pública como porcentaje del PIB, por mayores gastos en programas de salud y el pago de intereses.

En lo referente a las necesidades del gobierno federal, manifiesta que se advierte una clara concentración de vencimientos de bonos y notas del Tesoro en el corto plazo, y que a contar del año 2015 se registraría un alza sostenida del déficit presupuestario.

Por último, indica que los elementos que llevaron finalmente a un acuerdo en el Congreso de Estados Unidos fueron el castigo de la opinión pública a los políticos, especialmente a los republicanos, y las implicancias globales derivadas de no incrementarse el techo de la deuda.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Acota que los no residentes son muy importantes en materia de tenedores de bonos del Tesoro. En efecto, a fines de los años noventa, alrededor del 70% de dichos títulos estaban en poder de residentes, mientras que en la actualidad se dividen entre residentes y no residentes en partes prácticamente iguales.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación aludiendo a los flujos de capitales y en este aspecto, destaca la recuperación de los flujos hacia las economías emergentes, asociada principalmente a acciones; y un movimiento similar tratándose de las economías desarrolladas, coherente con el comportamiento que han experimentado en materia bursátil.

En efecto, destaca que la mayoría de las bolsas de valores han anotado alzas desde la Reunión anterior, como también en lo que va corrido del año, en particular las de economías desarrolladas y, entre ellas, la japonesa. Las bolsas de valores latinoamericanas exhiben resultados mixtos y ajustes a la baja. Añade que las plazas de las economías exportadoras de *commodities* también presentan desempeños positivos, en especial la australiana, mientras que las bolsas asiáticas exhiben resultados similares a las latinoamericanas, lo que se traduce en niveles cercanos a los de inicios del año.

Aclara que los resultados expuestos incluyen los datos al cierre del día anterior, por lo tanto, tienen incorporados los aumentos registrados en los días previos, que consideraban el logro del acuerdo al que llegó recientemente el Congreso estadounidense. De hecho, informa que los distintos centros bursátiles están cayendo durante la presente jornada por concepto de toma de ganancias.

El señor Sergio Lehmann exhibe a continuación las variaciones que acumulan las bolsas de valores y las paridades respecto de la Reunión anterior y en lo que va corrido del presente año. Indica que frente a la última RPM, destacan los aumentos en las bolsas de valores europeas, especialmente la española e italiana, y las caídas de la bolsa peruana y china, mientras que la bolsa chilena muestra un ligero aumento. En materia de paridades, resalta la depreciación del dólar norteamericano, asociada principalmente a la postergación del *tapering* y a la preocupación sobre el tema fiscal estadounidense, y que todas las monedas se apreciaron, en particular, el real brasileño y el dólar australiano.

En cuanto a los movimientos de las monedas en la última semana, hace notar la depreciación del dólar estadounidense; la apreciación de la mayoría de las monedas, excepto algunas europeas y asiáticas; y que en Chile, el movimiento del peso ha sido bastante plano.

Por último, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 21, que muestran la evolución del dólar australiano y neozelandés, del real, del peso colombiano y mexicano y del sol peruano desde el año 2007 a la fecha y su grado de alineación con sus fundamentales. Indica que de acuerdo con el modelo utilizado para este efecto, las monedas se encuentran acordes con sus fundamentales y muestran una apreciación, la que es más marcada tratándose del real. El sol peruano y el dólar australiano, en cambio, exhibieron un desacople algunos meses atrás y hasta el mes de mayo último.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si se ha realizado un ejercicio similar para el peso chileno. El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que al emplear la misma metodología, el peso chileno figura alineado con sus fundamentales.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación y en materia de actividad y precios informa que el Fondo Monetario Internacional, FMI, en este mismo contexto, ha recortado las proyecciones de crecimiento de prácticamente todas las economías y revisado al alza las de la Zona Euro.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, precisa que el PIB de Estados Unidos de América correspondiente al segundo trimestre del presente año se ubicó en 2,5% trimestre/trimestre anualizado, sin grandes cambios respecto del dato preliminar; que en el corto plazo, las cifras del tercer trimestre se presentan algo menos dinámicas; y que en materia de empleo, no se cuenta con el informe habitual atendido el reciente cierre del sector público en dicho país.

Hace presente que en la Zona Euro, la actividad industrial es positiva gracias a Alemania, a diferencia de la de Francia e Italia.

Japón mantiene perspectivas positivas; de hecho, la encuesta Tankan al tercer trimestre muestra un repunte, especialmente la concerniente a las grandes empresas manufactureras.

En China, las importaciones mantienen su dinamismo, mientras que las exportaciones se muestran por debajo de lo esperado; y en América Latina, los indicadores de actividad son mixtos y la inflación se modera.

Por último, consigna que los PMI manufactureros de las economías avanzadas y emergentes presentan movimientos positivos.

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. En cuanto a Estados Unidos de América, indica que la lectura es algo más débil de lo previsto, explicada principalmente por las ventas minoristas y la producción industrial, que si bien se expanden, lo hicieron bajo lo esperado. Las ventas de viviendas, en cambio, continúan exhibiendo bastante dinamismo.

En lo atinente a la Zona Euro, resalta que las cifras de ventas minoristas, producción industrial y empleo son positivas y han sorprendido al alza, agregando que la visión más positiva de la Zona Euro obedece en parte importante a los resultados de Alemania.

Hace notar que en Japón, las cifras fueron inferiores a lo anticipado, pero las expectativas son positivas.

Destaca que China presenta cifras más positivas que lo esperado en términos de ventas minoristas, producción industrial e importaciones, particularmente de cobre. Las exportaciones, sin embargo, no solo fueron negativas, sino que muy inferiores a lo previsto.

Por último, expresa que la producción industrial de Brasil no registra variación frente al mes previo.

En materia de perspectivas, plantea que el ISM manufacturero en Estados Unidos de América fue superior a la cifra prevista, mientras que la confianza de los consumidores figura ligeramente por debajo de lo esperado; que en la Zona Euro, el PMI de servicios fue mayor que lo anticipado y el PMI manufacturero, en línea con lo proyectado; que en Japón, destacan las perspectivas algo más positivas; y en China, los PMI manufacturero y de servicios, calculados por el HSBC, resultaron ser inferiores a lo proyectado, aunque mejora la confianza de los consumidores.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el cuadro que se contiene en la lámina N° 25 de la presentación, que muestra que la revisión de las proyecciones de crecimiento del FMI a la baja se encuentra alineada con las consignadas en el IPoM del mes de septiembre. Expresa que la proyección de crecimiento para el año 2015 presenta un cambio importante en términos de composición, por cuanto ese Organismo anticipa un



BANCO CENTRAL DE CHILE

crecimiento de solo 7,0% para China en relación al 7,5% contemplado en el IPoM, mientras que para Estados Unidos de América proyecta un dinamismo mayor que el estimado internamente. Por último, señala que hace seis meses los bancos de inversión calculaban crecimientos en torno al 8% para China.

Por otra parte, comenta que el PMI manufacturero se mantiene en el área positiva, mientras que el PMI de servicios exhibe un ligero retroceso en las economías avanzadas, aunque permanece en el área de expansión. Agrega que se incrementa la confianza de los consumidores, particularmente en China.

En lo concerniente a Estados Unidos de América, indica que su inflación permanece baja y que este mes no se dieron a conocer los datos del mercado laboral. Sin embargo, se esperaba la creación de 180 mil nuevos empleos, lo que daría cuenta de una desaceleración y constituiría uno de los argumentos esgrimidos por la FED para esperar un tiempo adicional antes de iniciar el retiro de su programa de relajamiento cuantitativo. En este mismo sentido, plantea que bajo el supuesto que la creación de empleo se mantiene en ese orden de magnitud, no se alcanzaría el nivel que se fijó la FED como una tasa más adecuada antes de los próximos dieciocho meses.

En materia de inflación, indica que tanto el PCE, el PCE subyacente, el IPC y el IPC subyacente dan cuenta claramente de bajas presiones inflacionarias, por debajo de la meta explícita de 2% anual, lo que otorga cierto espacio a la FED para ser más flexible en el inicio del retiro del programa de relajamiento cuantitativo.

En cuanto a la Zona Euro, menciona que la confianza de los consumidores ha tendido a mejorar y que en Alemania se acerca al pivote 0 y que además, se advierte un rebalanceo que avanza lentamente. En efecto, en materia de costos laborales unitarios, se observa que España, Italia, Portugal e Irlanda han tendido a recuperar competitividad frente a Alemania; y en relación con su cuenta corriente, estas economías han tenido un ajuste gradual, porque aquellas que tuvieron déficits cuantiosos han tendido a generar superávits.

En lo relativo a China, alude a un moderado dinamismo de la actividad acorde con la revisión efectuada por el FMI hacia el año 2015 y destaca el aumento que exhiben las inversiones totales en activos fijos, en torno a 20%, sostenido fundamentalmente por las empresas y *holdings* estatales, que han incrementado su inversión.

Asimismo, se refiere a las cifras de PMI oficial por tamaño de empresas, precisando que figuran ligeramente por sobre el pivote 50; que las correspondientes a las grandes empresas, en gran parte estatales, muestran un mayor dinamismo y una visión positiva asociada con la inversión en activos fijos; y que el PMI de las pequeñas empresas da cuenta de una percepción menos positiva.

Por su parte, la confianza de los consumidores, que había tendido a caer, registra una reversión; y las ventas de automóviles se han desacelerado luego de mostrar tasas de crecimiento sorprendentemente altas en el período 2009 – 2010.

Por último, manifiesta que se han incrementado los precios del mercado inmobiliario en lo más reciente, especialmente los de viviendas nuevas, después de haber tenido algún ajuste en el año 2012.

En América Latina, se han observado movimientos mixtos en materia de actividad, particularmente en producción industrial, con un grado de recuperación en Colombia y alguna moderación en Brasil y Perú. Destaca el aumento en las ventas minoristas en Brasil, que dan cuenta de una visión algo más positiva sobre esa economía, mientras que en Colombia se han moderado. Por último, comenta que el PMI manufacturero se acerca al pivote en Brasil y en México.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de inflación, resalta que se ha moderado en América Latina y en la Zona Euro, asociada básicamente a la caída en los precios de los alimentos; y que la inflación subyacente no registra mayor variación.

En lo atinente a política monetaria, destaca el predominio de las decisiones de mantener las tasas rectoras, salvo la disminución 25 puntos base en Hungría y el incremento de 50 puntos base en Brasil, que habían sido anticipadas por el mercado, no así la rebaja de 25 puntos base acordada por el Banco de Israel. Agrega que el Banco de la Reserva de India, preocupado por la inflación que registra esa economía, aumentó su tasa en 25 puntos base, pero redujo en 50 puntos base la tasa marginal para fines de otorgar mayor liquidez y reducir la preocupación de aquellos bancos que se encuentran más endeudados. Por su parte, Perú no modificó su tasa rectora, pero redujo la tasa de encaje con el propósito de estimular su economía.

A continuación, se refiere a los precios de los *commodities*. En primer lugar, señala que el precio del petróleo ha retrocedido en medio de la tensión fiscal en Estados Unidos de América; que el precio del petróleo Brent ha disminuido en menor medida que el del petróleo WTI con motivo de las preocupaciones sobre Libia y los conflictos en Egipto; y que el *spread* WTI-Brent ha tendido a ampliarse.

En segundo término, indica que el precio del cobre registró movimientos acotados, en medio de caídas de inventarios en la Bolsa de Metales de Londres; y que las importaciones chinas del metal han vuelto a incrementarse.

Por último, menciona que los precios de granos han retrocedido en línea con cosechas favorables; y que el índice de cereales FAO disminuyó en el mes de septiembre, aunque algunos componentes registraron ligeras alzas y con ello, el índice agregado exhibió una caída neta.

En cuanto a las variaciones frente a la Reunión anterior, destaca el aumento del precio del trigo y la fuerte caída del precio de la soya y el maíz, acorde con las mejores cosechas ya mencionadas. Agrega que el precio del petróleo WTI disminuyó 5,8%, mientras que la caída del precio del petróleo Brent fue de 1,4%.

En lo concerniente al cobre, reitera que en el último mes se observó un aumento en las importaciones de cobre por parte de China, lo cual ha sostenido su precio, que registró un alza marginal de 0,8% respecto de la Reunión anterior. Añade que los inventarios tendieron a caer y que los futuros muestran bastante estabilidad y un precio en torno a los US\$3,20 a US\$3,25 la libra.

Hace presente que atendido que el precio de este metal se ha mantenido en dicho rango, se efectuó un ejercicio cuyos resultados sugieren una ligera corrección al alza en dos centavos de dólar al cierre del presente año, como también una ligera revisión en el mismo sentido para el año 2014.

En materia de precios de alimentos, reafirma que el índice FAO disminuyó un 1% en el mes de septiembre debido a caídas significativas en el precio de cereales, en particular de la soya y el trigo, que fue compensado parcialmente por alzas en el precio de lácteos, azúcar y carne. Su trayectoria, en tanto, es algo menor que la que se tenía en la Reunión pasada, pero luego tiende a alinearse con ella.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann informa que las trayectorias futuras del precio del gas y del petróleo WTI y Brent no exhiben mayores cambios, mientras que la referida al precio de la gasolina figura algo más baja que lo proyectado el mes pasado y posteriormente se ajusta con ella.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Consejero señor Joaquín Vial alude a los problemas fiscales que ha enfrentado Estados Unidos de América en los últimos días, cuya solución ha sido de carácter transitorio. En su opinión, el calendario de fechas claves para la política fiscal y monetaria sugiere que se generará gran incertidumbre hasta el mes de febrero próximo, a menos que dichos problemas sean resueltos antes del vencimiento de los plazos fijados en cada caso. En lo relativo a los mercados financieros, en tanto, le sorprende la depreciación del dólar estadounidense frente a las principales monedas del mundo. En razón de lo anterior, estima que sería útil aventurar un juicio prospectivo acerca de los efectos de estos últimos sucesos en materia fiscal.

Por otra parte, plantea que el alza de las tasas de interés de largo plazo de Estados Unidos de América y en el resto del mundo se detuvo en un punto más alto que los niveles observados a fines del año pasado, sugiriendo algún grado de sobreajuste que se suprimiría una vez que se anuncie la fecha en que podría comenzar el retiro del programa de estímulo cuantitativo.

En lo referente a China, si bien los indicadores de inflación aún se ubican en niveles razonables, se están ajustando al alza con bastante rapidez, lo que a su juicio constituye un tema que debe tenerse presente.

Por último, comenta que los personeros venezolanos con quienes se reunió recientemente estiman que los problemas en ese país podrían transformarse en una crisis en corto plazo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán considera que para la decisión que corresponde adoptar en la presente Reunión es relevante conocer las perspectivas de la política monetaria en los países desarrollados desde un punto de vista de más largo plazo, ya que en materia de tasas son en esta oportunidad menos confiables que lo habitual, si se consideran los problemas fiscales que enfrenta Estados Unidos de América y la trayectoria explosiva que tendría su deuda, lo cual augura numerosas negociaciones. Agrega que esas circunstancias deberían reflejarse en las tasas de interés, en algún *spread* que es difícil de medir.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que la sorpresa del mes de septiembre estuvo dada por la decisión de la FED de postergar el inicio del retiro del estímulo monetario por un plazo que podría ampliarse hasta el primer trimestre del próximo año, atendida la trayectoria que exhibe la inflación en ese país y la medida en que la fuerza laboral está afectando la tasa de desempleo, variables a las cuales la propia FED ha condicionado el alza de su tasa rectora.

Hace presente que si bien la apreciación de las monedas en los países emergentes se vincularía con dicho fenómeno, se observa una reversión del ciclo de inversión en dichos países, de lo que se infiere que no existe certeza acerca de que la mantención de una política monetaria algo más expansiva en Estados Unidos de América por un plazo algo mayor, necesariamente genere un aumento significativo del flujo de capitales hacia los países emergentes y el retorno a un ciclo de inversión importante.

A su juicio, se podría producir una divergencia, en orden a que las economías emergentes sigan desacelerándose gradualmente y que las tasas externas se mantengan muy bajas y que con ello, las monedas emergentes sigan apreciadas en el margen.

M



BANCO CENTRAL DE CHILE

En síntesis, el Consejero señor Sebastián Claro estima que resulta clave visualizar si ha cambiado el panorama de las tasas de interés externas, así como la duración del mismo.

El Consejero señor Enrique Marshall considera que en un escenario como el actual es preciso distinguir entre los sucesos que generan volatilidad en el corto plazo de aquellas fuerzas de carácter más permanente o tendencias que se observan por un lapso prolongado. En este sentido, plantea que si bien se advierten movimientos provocados por los recientes acontecimientos en Estados Unidos de América, lo fundamental es que se mantiene el escenario visualizado con anterioridad.

Manifiesta que el alza de las tasas de interés en Estados Unidos de América y su consolidación en este nuevo nivel parece ser una exigencia del mercado para avanzar en el proceso de normalización. No obstante, para que ello persista, es necesario que las tasas de corto plazo se mantengan bajas por largo tiempo, porque el diferencial resultante es el que contribuirá a que el sector privado pueda absorber los bonos que la Reserva Federal dejará de adquirir. En consecuencia, estima que se seguirá observando en el mundo un escenario con tasas de interés de corto plazo muy bajas, a pesar del aumento que han registrado las tasas de mayor duración y su consolidación en niveles más elevados.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que aun cuando las proyecciones de la última reunión de la FED no cambiaron, que el programa de compra de activos concluiría a mediados del próximo año y que el inicio de alzas de tasas comenzaría en el año 2015, explicarían el retroceso que han registrado las tasas de interés de largo plazo la postergación del inicio del retiro del estímulo monetario, el tema fiscal y el nombramiento de la señora Janet Yellen como futura Presidenta de la FED, que se percibe como una continuadora de la labor del actual Presidente señor Ben Bernanke.

En lo relativo a las economías emergentes de mayor tamaño y fragilidad, tales como India, Indonesia y Turquía, llama la atención que sus tasas de política monetaria sean menores que la inflación y que por lo tanto, existiría una cierta presión para su ajuste.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera alude a las perspectivas en materia de tasas de interés en Estados Unidos de América. Sobre el particular, indica que en la reciente Reunión Anual organizada por el FMI y el Banco Mundial, representantes de la FED insistieron en que el alza de tasas será gradual y muy condicionada a los datos que se vayan conociendo en materia de empleo y, en especial, en términos de la participación laboral y creación de empleo.

Señala que un tema distinto es el de orden financiero y en este aspecto, señala que la FED otorga gran importancia al hecho de respaldar las proyecciones del Federal Open Market Committee, FOMC, en materia de tasas de interés con la trayectoria que se observa en el mercado, y de dar señales que contribuyan a corregir cualquier eventual desalineamiento que se produzca entre ambas.

En opinión del señor Luis Óscar Herrera, el motivo de mayor preocupación lo constituye el tema fiscal en Estados Unidos de América, porque su solución sería mucho más compleja que lo previsto. De hecho, resalta que el acuerdo logrado recientemente solo soluciona dichos problemas en el corto plazo, lo que se traduce en una fuente de preocupación especialmente para inversionistas, tales como los bancos centrales, en cuanto a sus decisiones de continuar adquiriendo bonos del Tesoro a la misma tasa de interés, atendido que se ha postergado la solución de los referidos temas fiscales con la incertidumbre que ello genera.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Enfatiza que este factor concita mayor preocupación y tiene implicancias distintas a que la FED adquiera o deje de comprar instrumentos, porque al mismo tiempo pueden subir las tasas de interés y depreciarse el dólar estadounidense, en vez de apreciarse, por lo que estos desarrollos seguirán siendo objeto de seguimiento.

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

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

Al respecto, indica que la actividad del último mes ha estado en línea con lo proyectado, impulsada por la minería y el comercio.

Agrega que los indicadores de consumo de bienes dan cuenta de que este mantiene su dinamismo, mientras que el consumo de servicios se ha desacelerado durante el año y en el último mes, en particular.

Por otra parte, señala que la demanda interna sorprendió a la baja con motivo de una importante desacumulación de inventarios, agregando que parte de ella estaría asociada a un componente transitorio y, por lo tanto, tendería a revertirse en los próximos meses, porque se encuentra asociada principalmente a los cuantiosos envíos mineros observados durante el tercer trimestre del presente año.

Hace presente que las condiciones de oferta de crédito se perciben algo más restrictivas que en el trimestre previo; sin embargo, la percepción sobre la demanda por créditos, en particular de hogares y Pymes, ha repuntado y sería algo más favorable.

En materia de expectativas, consigna que las atinentes a personas se han estabilizado en terreno positivo y las de empresas mejoran y se ubican en el área optimista, dejando constancia que las expectativas de las empresas constructoras, si bien lo hacen, todavía se ubican en terreno pesimista. Asimismo, destaca que el mercado laboral mantiene su dinamismo.

La inflación fue menor que lo proyectado en la última Reunión, debido a la caída en el precio de los alimentos; y se espera que permanezca en torno a 2% anual en el horizonte de corto plazo.

A título de último hecho destacado del mes, expresa que la curva *forward* se ha ajustado a la baja desde la última Reunión, particularmente para el horizonte de más de un año; sin embargo, para esta oportunidad, se espera que se mantenga la tasa rectora.

En materia de actividad, expresa que después de la desaceleración que se registró en la primera parte del año, se ha advertido un dinamismo mayor en los últimos meses, impulsado principalmente por la minería.

Hace notar que la demanda interna y la demanda final han ido perdiendo dinamismo a lo largo del año, puntualizando que la estimación interna contempla que la demanda interna habría crecido en torno a 2% en el tercer trimestre del presente año, lo cual implica una desaceleración bastante significativa respecto de lo observado a comienzos de año, que se explica por una importante desacumulación de inventarios en los últimos meses.

Handwritten signature in blue ink.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Precisa que este efecto tiene una incidencia de alrededor de cuatro puntos en el crecimiento del PIB, y responde a una desacumulación de inventarios en minería debido en parte importante a un notorio aumento de las exportaciones mineras en el tercer trimestre, que es mayor que el dinamismo registrado por la producción de ese sector en igual período.

Agrega que en una perspectiva de mayor plazo, se advierte que en términos de fracción del PIB acumulado en un año, la caída de las existencias se debe fundamentalmente al componente Resto, que corresponde principalmente a industria y comercio.

El señor Claudio Soto comenta que hasta antes del último mes, las empresas no señalaron contar con excesos de inventarios. Sin embargo, el último IMCE da cuenta de que el comercio, especialmente las automotoras, registró un cambio frente a los meses previos, lo que podría sugerir que las empresas advierten cierta necesidad de ajustar sus inventarios.

Hace presente que en el episodio del año 2008, el IMCE identificó de manera más bien temprana que las empresas tenían inventarios por sobre lo deseado y, de hecho, con posterioridad se observó una desacumulación de los mismos.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que el nivel de los inventarios deseado depende de las expectativas de ventas y producción. En consecuencia, el exceso de inventarios que informa el comercio podría deberse a un nivel de las ventas inferior a lo esperado o porque dicho sector anticipa una demanda futura más débil.

El señor Claudio Soto informa que en el año 2008, la mayor parte del aumento de la percepción de inventarios altos se debió a que el comercio proyectaba un deterioro de la demanda. Ahora, en cambio, se observa una situación similar, pero significativamente más tenue que entonces.

En lo referente a las condiciones que sostienen el consumo, señala que no se advierten cambios significativos en el crecimiento de la masa salarial, pero sí en términos de su composición. En este sentido, indica que en los últimos meses, el crecimiento de los ingresos laborales se ha debido al incremento del empleo, que ha compensado la desaceleración experimentada por los salarios reales.

Además, destaca que el consumo aún se muestra bastante dinámico y que el correspondiente a no durables registró un notorio aumento en el mes de agosto último. Por su parte, el consumo de durables, si bien figura algo más dinámico, el indicador relativo a las importaciones de automóviles sugiere una desaceleración en los meses venideros, acorde con la percepción de las empresas automotoras de un cierto exceso de inventarios y de la necesidad de ajustarlos.

Si bien el consumo de bienes se ha exhibido bastante dinámico y sorprendido al alza, el consumo de servicios, que entre otros incluye los casinos, hoteles, servicio doméstico, comunicaciones, no solo se ha desacelerado en el transcurso del presente año desde tasas de crecimiento interanual del orden del 6% a tasas inferiores a 4%, sino que continuaría descendiendo en los meses venideros.

Plantea que lo expresado precedentemente se sitúa en un contexto en que las expectativas de los consumidores rebotaron de manera importante en el mes de septiembre pasado. Sin embargo, al considerar el efecto estacional, su aumento resulta ser bastante más acotado, aunque se mantiene en terreno optimista.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el caso de las expectativas de las empresas, el último registro dio cuenta de un repunte en todos los sectores, excepto en el caso de las empresas del sector construcción, que permanecen en terreno pesimista.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que la Encuesta de Crédito Bancario muestra que las condiciones de oferta son más restrictivas que en el trimestre previo, mientras que la percepción sobre la demanda por créditos sería algo más dinámica, en especial, tratándose de los consumidores y los créditos hipotecarios. Agrega que en el caso de las empresas, también se observa mayor dinamismo en la demanda de crédito por parte de las Pymes y las grandes empresas, no así por parte de las constructoras e inmobiliarias.

En relación con las colocaciones, informa que el crédito a las personas se muestra estable en términos interanuales y exhibe una ligera aceleración en el margen, mientras que las colocaciones hipotecarias presentan bastantes vaivenes, por lo que resulta difícil definir una tendencia clara acerca de su velocidad futura.

Por su parte, las colocaciones a empresas registran tasas de crecimiento interanual mayores que en meses previos, lo que se asocia en parte a una baja base de comparación.

En lo concerniente a la inversión, señala que los flujos de importaciones de maquinarias y equipos se mantienen en niveles elevados desde una perspectiva histórica y relativamente estables en términos desestacionalizados; y destaca la significativa incidencia de las importaciones de aviones en la cifra global.

Agrega que algunos indicadores de edificación muestran un repunte moderado, como es el caso de los despachos de cemento y de hormigón, como también, del indicador sintético. Las ventas de viviendas, en cambio, si bien alcanzan un nivel elevado, sus tasas de crecimiento son negativas en términos interanuales, esperándose, por tanto, que este sector no presente mayor dinamismo en los próximos meses.

A continuación, el señor Claudio Soto destaca el gran dinamismo de las exportaciones durante el tercer trimestre del año en curso, explicado fundamentalmente por las del sector minero, y que contrasta con las importaciones, que han registrado tasas de crecimiento bastante más acotadas por los componentes Resto intermedio y, en menor medida, por los productos energéticos, que exhibieron tasas de crecimiento más moderadas en el último mes.

Hace notar que las sorpresas al alza por el lado de las exportaciones y algo a la baja tratándose de las importaciones, revirtieron el déficit de la balanza comercial, ya que de hecho, acumula en el año un superávit de US\$838 millones, que se compara con el déficit de US\$1.120 millones estimado en el último IPoM, por lo que se revierte en una cifra cercana a US\$2.000 millones, que, en parte, da cuenta de la mencionada desacumulación de inventarios en el tercer trimestre.

El señor Claudio Soto expresa que los antecedentes expuestos han llevado a una revisión menor de la proyección del PIB. En efecto, los recursos naturales se han corregido levemente al alza desde la Reunión anterior, alineándose con la estimación contemplada en el último IPoM; y la parte Resto se mantiene pero, a su vez, se revisa a la baja frente a la estimación del citado Informe. Para el presente año, en tanto, los cambios son muy marginales y, con ello, se mantiene la proyección de 4,3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que por el lado de la demanda se produjeron cambios más relevantes, como es la corrección a la baja de la demanda interna del tercer trimestre desde el 4,0% estimado en la Reunión anterior a un 2,1%. No obstante, se anticipa que el próximo mes crecerá 4,2%, algo más lo que proyectado en el IPoM, porque las exportaciones sorprendieron al alza, expandiéndose en 12,2% incluyendo bienes y servicios, frente al 7,8% que se estimó en dicho Informe.

Plantea, además, que la hipótesis de trabajo considera que el fuerte crecimiento de las exportaciones mineras no puede mantenerse en el tiempo, de manera que registrarían una caída en el cuarto trimestre y una consiguiente reacumulación de inventarios que se va a ver reflejada en una demanda interna más activa que la del tercer trimestre.

Por último, comenta que la demanda final se ha corregido al alza porque el consumo privado y la inversión son algo más dinámicos que lo considerado previamente, pero las tasas de crecimiento para el tercer y cuarto trimestre son menores que las observadas en la primera parte del año.

En lo referente al mercado laboral, comenta que se mantiene el dinamismo del empleo y que la tasa de desempleo también continúa en niveles bajos. No obstante, la tasa marginal fue algo mayor, razón por la que se podría observar un ligero aumento en la tasa de desempleo en los próximos meses.

Asimismo, destaca la significativa alza de los salarios que se produjo en el mes de agosto, que obedece principalmente al desfase de la entrada en vigencia del reajuste del salario mínimo.

De acuerdo con lo anterior, la tasa de crecimiento de los salarios reales ha tendido a reducirse, no así si se consideran las cláusulas de indexación históricas.

En lo concerniente al tipo de cambio, resalta su apreciación desde la Reunión pasada, lo que es aplicable también al último IPoM, explicada principalmente por el movimiento global del dólar estadounidense, los cambios en los diferenciales de tasas y, en menor medida, el alza del precio del cobre.

Añade que de acuerdo con las estimaciones, el tipo de cambio real se ubicaría en el nivel 89,9, esto es, cerca de un 3% menor que al cierre del IPoM y 0,5% más bajo en relación con la última Reunión.

En materia de inflación, precisa que la variación del mes de septiembre alcanzó a 0,5%, incidida fundamentalmente por elementos estacionales asociados al feriado de Fiestas Patrias y el impacto de la depreciación del tipo de cambio previa; que el componente subyacente aumentó su ritmo de expansión; y que con todo, la variación interanual del IPC retrocedió hasta un 2% anual.

Comenta que los datos efectivos estuvieron acordes con lo proyectado, excepto en la parte de alimentos, que experimentaron un alza menor que la anticipada y que se tradujo en una diferencia de dos décimas frente a lo esperado.

Hace notar que en los últimos meses, la inflación ha evolucionado algo por debajo de lo proyectado. Agrega que la inflación subyacente se ha ido corrigiendo sistemáticamente a la baja desde el IPoM del mes de marzo del presente año y que los dos últimos datos han estado en línea con la proyección más reciente; por lo tanto, se mantiene esta perspectiva en orden a que debería comenzar a exhibir alzas graduales en adelante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, señala que la Gerencia de Análisis Macroeconómico realizó un estudio sobre las heladas, que considera el período comprendido entre el año 1990 a la fecha, y para tal efecto, recabó información precisa sobre el número de días en que se han registrado temperaturas bajo cero históricamente en los meses de agosto y septiembre, y a partir de ello identificó los períodos en que hubo heladas. De acuerdo con los resultados obtenidos, se concluye que la respuesta de los precios ha sido bastante heterogénea en el sentido que en algunos años se registró un alza mayor de precios que en otros, y que queda en evidencia que las alzas son transitorias y que al cabo de algunos meses, los precios tienden a revertirse.

En razón de lo anterior, indica que se ha corregido al alza la proyección del precio de frutas y verduras, pero no de manera muy significativa.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que las heladas habrían deteriorado la oferta de manera importante y por lo tanto, la producción que originalmente era exportable se debería vender internamente, con un consiguiente efecto en los precios. El Consejero señor Enrique Marshall agrega que también se advierte un significativo ingreso de frutas desde el exterior que incidiría en una moderación de los precios.

El señor Claudio Soto hace presente que las perspectivas del mercado no registraron mayor variación después de que surgió el tema de las heladas, ya que los seguros de inflación solo se ajustaron al alza en torno a una o dos décimas.

En lo atinente a los precios de las gasolineras, señala que los precios internacionales se redujeron una vez que se moderó el conflicto sirio y, en consecuencia, hacia fines del mes de septiembre se observaron caídas muy importantes en los precios internos, que no se vieron reflejadas en el IPC del mes de septiembre, sino que incidirán en el de octubre y atenuarán las posibles alzas en los precios de frutas y verduras.

De esta forma, se proyecta que el IPC del mes octubre será nulo, incidido muy fuertemente por esta caída de los precios de las gasolineras, y para los meses siguientes no se esperan mayores cambios en alguna dirección. Por lo tanto, en los próximos meses se observarían trayectorias más bien planas.

Asimismo, menciona que en el mes de octubre se registrará una caída importante en la variación interanual del IPC, que llegaría a 1,4%, que se revertirá en el mes de noviembre por un efecto base, y a partir de entonces se mantendría en torno a 2% anual en el horizonte de corto plazo, esto es, hasta el mes de marzo de 2014.

La inflación subyacente, en tanto, registrará alzas graduales y se ubicará en torno a 2% anual a partir del mes de enero próximo.

Además, menciona que el IPC del mes de enero de 2014 se verá afectado por el cambio de canasta que se aplicará a contar de dicho mes. Hace presente que la información disponible sobre la materia indica que los servicios tendrían un peso mayor en la canasta y los bienes uno menor, y que no se generarían modificaciones relevantes en los montos de los ponderadores.

En lo referente a las expectativas de inflación, señala que acorde con los seguros de inflación, habría un ajuste sistemático a la baja en el corto plazo, alcanzando la inflación acumulada a 1% anual aproximadamente en los próximos seis meses; y que en un horizonte de doce meses también se corrigen a la baja, mientras que a tres años se encuentran alineadas en torno al 3% anual. Acota que las expectativas de mediano plazo que se derivan de los activos financieros también se mantienen relativamente estables en torno a 3% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la trayectoria de tasas de interés, precisa que la curva que se deriva de la tasa *forward* exhibe una leve revisión a la baja en relación a la Reunión anterior.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que para esta Reunión de Política Monetaria, el mercado se inclina porque se mantendrá la TPM y solo una pequeña fracción de los encuestados ha señalado que podría acordarse una rebaja en esta oportunidad.

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

El Consejero señor Enrique Marshall estima que en esta oportunidad, la noticia más importante es la relativa a la inflación, específicamente su resistencia a converger al 3% anual a pesar que la economía se ha debilitado en algún grado. En su opinión, ello le genera cierta inquietud, en razón de que comienza a parecerse más a la inflación propia de los países desarrollados, por lo que convendría analizarla.

Por otra parte, destaca la estabilidad de las tasas de interés internas, y plantea la conveniencia de determinar si ello es reflejo de la estabilidad de la economía o si responde a otros elementos de carácter más estructurales a los que debería prestarse atención.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que se ha venido prediciendo una desaceleración del gasto interno desde hace más de cuatro trimestres que ha sorprendido de manera sistemática, ya que no se ha producido conforme a lo proyectado.

Indica que uno de los componentes de gasto se relaciona con el ciclo de la inversión minera. Sobre el particular, expresa que las cifras de empleo regional que publica el INE dan cuenta de que las regiones principalmente mineras exhiben tasas de crecimiento del empleo por debajo del promedio nacional y que la Región de Tarapacá, de hecho, presenta caídas en el nivel de empleo en doce meses del orden del 4%.

En razón de lo expuesto, consulta sobre la visión que se tiene acerca del ciclo de la inversión minera, específicamente, si estaría llegando a su fin, atendidos los efectos macroeconómicos que se generarían de ser ello efectivo, especialmente en el gasto interno. En su opinión, el espacio que dejaría un eventual menor gasto interno solo podría llenarse en un plazo de seis meses mediante decisiones de política monetaria, entendiendo que el horizonte del efecto de esta política corresponde a ese lapso.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que mientras se observe que el empleo, los salarios y la masa salarial crecen a tasas cercanas al 6%, como lo hacen hasta esta fecha, el consumo seguirá creciendo en torno a esa magnitud.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que la inversión se estabiliza en un nivel alto; que la edificación tiende a aumentar; mientras que las importaciones de capital disminuyen, por lo que a su juicio, esta parte de la economía continúa funcionando bien. Agrega que el consumo comenzaría a moderarse en lo futuro, conjuntamente con la atenuación de los salarios reales.

Por otra parte, destaca la sorpresa por el lado de la balanza comercial, que acumula un superávit superior a US\$800 millones al tercer trimestre; y, en especial, porque el ajuste se ha producido en la dirección deseada por cuanto reduce uno de los factores de vulnerabilidad, esto es, una caída de las importaciones y un alza de las exportaciones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, observa que en esta oportunidad no se aludió a las novedades en materia de política fiscal para el próximo año. Sobre este aspecto, estima que el presupuesto del próximo año se encontraría dentro del marco esperado y que de estar en lo correcto, el impulso fiscal en el año 2014 sería algo menor que el del presente año, por lo que consulta acerca de los antecedentes que se disponen sobre esta materia.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca las noticias positivas en términos de menor inflación efectiva y también en cuanto a las expectativas para los próximos meses. Asimismo, hace notar que las grandes áreas del mundo, como Estados Unidos de América, Europa y Japón, también exhiben inflaciones actuales y esperadas por debajo de los registros observados tiempo atrás, lo cual tiene alguna incidencia en nuestro país en lo futuro. Acota que la única excepción la constituye Inglaterra, cuya inflación actual está en torno al 2,5%.

Indica que este escenario más expansivo, con tasas de interés externas muy bajas y con nuestro diferencial de tasas que hasta ahora no ha producido efectos particularmente dañinos sobre el tipo de cambio, se prolongará un tiempo más, aunque quizás con menores volúmenes y mayor volatilidad. Expresa que desde el punto de vista de la política monetaria de Estados Unidos de América, se advierte un período muy prolongado de tasas de interés muy bajas.

El señor Claudio Soto procede a responder los comentarios formulados por los señores Consejeros. En primer término, señala que en lo concerniente a la inversión, los antecedentes del catastro dan cuenta de que el ciclo de inversión minera se ha estabilizado y que algunas líneas de servicios empresariales asociadas a la inversión en minería exhiben una clara moderación en sus tasas de crecimiento durante el presente año, reflejando de cierta manera este fenómeno.

Hace presente que una estimación sobre la parte construcción indica que la inversión habría subido 6,9% en el tercer trimestre, cifra que contrasta con el crecimiento de 9,3% registrado en el segundo trimestre y del orden de 15% a 18% observado a fines del año pasado. Agrega que para el último trimestre del presente año se proyecta una tasa aún menor por un efecto base.

En lo atinente a la demanda interna, señala que las proyecciones han ido evolucionando desde el IPoM de marzo del presente año. Expresa que en dicho mes se proyectaba una desaceleración gradual de la demanda interna y de la demanda final, no obstante, se produjo una sorpresa importante a la baja y a partir de entonces, las proyecciones no se han modificado mayormente, advirtiéndose una tendencia a la baja en las tasas de crecimiento.

Agrega que con los antecedentes del tercer trimestre se han revisado al alza las tasas de crecimiento del consumo, que se han compensado con la parte de inventarios, pero los cambios no han sido tan sustanciales para modificar la tendencia a la baja que presenta la demanda. En cuanto al cuarto trimestre, alude a una desaceleración significativa de las tasas de crecimiento, debido a que la base de comparación en el caso de la inversión es muy alta y por lo tanto, es probable que se observen tasas de crecimiento negativas en la parte de maquinarias y equipos, que incidirán en la demanda final.

En materia fiscal, señala que el proyecto de ley de presupuesto del año 2014 es concordante con lo que se encuentra implícito en el último IPoM y se enmarca dentro de la regla fiscal, es decir, no cambia la visión que se tiene respecto de un impulso más bien neutro, en el sentido que se mantiene el déficit estructural del presente año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera plantea que una consecuencia relacionada con el tema del ciclo de la minería y que deriva del aumento de costos que ha tenido dicho sector, la constituye la disminución en la recaudación de impuestos relacionados con esa actividad, aún a los mismos precios de largo plazo. Ese factor incide en el crecimiento de los ingresos estructurales y también en un incremento relativamente más bajo del gasto fiscal que en otros períodos.

En cuanto a la composición del empleo por cuenta propia, manifiesta que la estimación interna de la masa salarial supone que los trabajadores por cuenta propia perciben ingresos similares a los de los asalariados. Añade que un estudio que compara una pregunta que se hace una vez al año y sobre la base de información de la encuesta CASEN, muestra que los ingresos de los trabajadores por cuenta propia son en promedio bastante menores que los percibidos por los asalariados. Por lo tanto, si se hiciera esa corrección, probablemente se observaría una desaceleración adicional en la masa salarial, dejando constancia que en todo caso, no se trata información confiable.

Además, hace presente que la masa salarial real exhibe un ajuste menor que el anticipado, debido a que la normalización de la inflación ha sido más lenta. En este sentido, la caída del precio de los combustibles y la apreciación del dólar estadounidense respecto de lo previsto se ha traducido en una inflación menor en el margen, lo cual incide en la disponibilidad de los consumidores y también en las encuestas de confianza y expectativas.

El Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz menciona que las proyecciones y los escenarios de mediano plazo asociados con el escenario externo y el ciclo de inversión parecen bastante claros. Sin perjuicio de ello, hace notar el riesgo de más corto plazo asociado a nuestras proyecciones sobre la evolución de la economía, si se considera la dirección que han tenido las sorpresas producidas en materia de empleo y la masa salarial, así como de los componentes de la demanda en el último trimestre. En su opinión, estas sorpresas introducen algún riesgo en el corto plazo, que debería ser considerado.

Al no formularse otros comentarios, siendo la 13:10 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N°203, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de abril de 2014 se efectuará el día 17 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 señalando que atendidos los antecedentes expuestos en la parte de esta Reunión de Política Monetaria celebrada precedentemente y que se sintetizan en la minuta respectiva concerniente al escenario internacional y al plano local, en esta ocasión se proponen como opciones relevantes mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual o recortarla en 25 puntos base a 4,75% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que la opción de mantener dicha tasa se podría justificar en la desaceleración más suave que ha exhibido la demanda final respecto de las proyecciones contenidas en el IPoM del mes de septiembre último, la estrechez que reflejan las condiciones del mercado laboral y el reciente repunte de algunos indicadores relacionados con el consumo privado.

Además, en los últimos meses se ha producido una inusual desacumulación de inventarios, cuya interpretación es incierta aún, y que se podría revertir al menos parcialmente en lo futuro. En este contexto, menciona que la acumulación de mayor información permitiría verificar si en los próximos meses se profundiza la tendencia de desaceleración de las ventas finales, tal como se encuentra implícito en las proyecciones del último Informe.

Por su parte, expresa que la opción de recortar la Tasa de Política Monetaria podría justificarse en la paulatina consolidación del escenario anticipado en los IPoM correspondientes a los meses de junio y septiembre del año en curso. En efecto, desde el segundo trimestre de este año, se ha ido asentando un escenario internacional algo más debilitado, que se caracteriza por un menor crecimiento mundial, menores términos de intercambio, condiciones financieras externas menos favorables y la maduración del ciclo global de inversiones en minería.

Agrega que las proyecciones de consenso así como aquellas publicadas por el Fondo Monetario Internacional avizoran una modesta recuperación del crecimiento mundial para el próximo año junto con profundizarse el estrechamiento de las condiciones financieras externas ante el gradual retiro del estímulo monetario de la Reserva Federal y que se mantienen los precios de materias primas, tanto por concepto de expansión de la oferta como la moderación de la demanda ante un menor crecimiento de China.

Sobre este aspecto, deja constancia que en los citados IPoM se ha señalado que la materialización de este escenario internacional, si se mantiene todo lo demás constante, llevará paulatinamente a un crecimiento inferior del producto y la demanda interna; una menor intensidad en el uso de los recursos domésticos; una inflación más contenida; y, a mediano plazo, un menor déficit de la cuenta corriente.

Además, los indicadores recientes muestran que la actividad económica y las importaciones han continuado evolucionando a un ritmo moderado acorde con el escenario delineado en el último IPoM, mientras que la demanda final, si bien ha reducido su tasa de expansión, lo ha hecho con mayor suavidad de lo esperado gracias a la fortaleza que aún mantiene el consumo privado y el sustento que encuentra en el mercado laboral.

Esta disparidad entre los indicadores de oferta y demanda tiene como contrapartida una reducción de existencias, cuya interpretación genera interrogantes. Por un lado, se estima que parte de esta reducción podría ser transitoria y se compensaría en el futuro cercano a través de menores exportaciones, como en el caso de la minería o mayores importaciones y producción, tratándose de la industria y el comercio.

Otra alternativa consistiría en que parte de esta reducción refleje la dinámica habitual en periodos de desaceleración de la demanda, en cuyo caso no sería compensada en lo futuro. En este sentido, consigna que las encuestas de confianza a empresas y consumidores, aunque con vaivenes, continúan ubicándose en un menor nivel que el observado al iniciarse este año. Asimismo, las expectativas de consenso para el crecimiento del PIB en Chile en los años 2013 y 2014 se han ido ajustando paulatinamente a la baja a lo largo de los últimos meses, proyectando tasas coherentes con las previstas en el IPoM y algo inferiores a las estimaciones habituales del crecimiento de tendencia.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, indica que desde el mes de junio en adelante, las medidas de inflación han evolucionado algo por debajo de lo proyectado en los respectivos IPoM, permaneciendo en la parte inferior del rango de tolerancia en el caso de la inflación total y bajo este tratándose de las medidas de inflación subyacente. Añade que las proyecciones de dicho Informe, así como las expectativas de mercado, continúan anticipando una normalización de la inflación hacia el 3% en el horizonte de proyección, pero en forma gradual. Esta gradualidad se ve reflejada en la acotada expectativa que muestra la inflación para los próximos seis meses, la que se ha reducido en las últimas semanas como consecuencia de la reciente apreciación del peso chileno y el retroceso en los precios de combustibles tras la atenuación de los riesgos geopolíticos en Siria, como asimismo, en otras materias primas.

En suma, plantea que a lo largo de los últimos meses se ha ido consolidando un escenario de menor impulso externo, desaceleración del crecimiento de la economía chilena y presiones inflacionarias acotadas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que el conjunto de antecedentes expuestos llevan a recomendar en esta oportunidad la opción de reducir la TPM en 25 puntos base. Expresa que esta opción se considera adecuada para facilitar el ajuste de la economía y mantener la inflación alineada con la meta. Agrega que si bien aún se observan algunos elementos discordantes que deben seguir analizándose, también se debe tener en cuenta que la política monetaria actúa con rezago, por lo que es inevitable actuar sobre la base de información incompleta y ponderar los riesgos de equivocarse en una u otra dirección.

Por último, señala que esta recomendación difiere de las expectativas de consenso de mercado, pero su efecto debería ser menor, por cuanto dichas expectativas en todo caso ya anticipan recortes de la TPM en las próximas Reuniones.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, no habiendo otros comentarios, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín inicia su exposición expresando que desde la última Reunión de Política Monetaria hemos tenido noticias relevantes en el plano internacional, así como sucesos que han ido ratificando el escenario de desaceleración de la economía chilena. Además, se han observado menores presiones inflacionarias que las esperadas unos meses atrás.

En lo concerniente al plano internacional, manifiesta que lo más relevante han sido los eventos políticos en Estados Unidos de América y sus posibles consecuencias en la economía mundial. En su opinión, este evento, que por el momento ha sido resuelto de forma transitoria a lo menos hasta mediados de enero próximo, posiblemente provoque un retraso en la normalización de la política monetaria en dicho país.

En el plano local, señala que el consumo se mantiene creciendo a tasas robustas, aunque existen ciertos indicios de una desaceleración. De hecho, el crecimiento de la masa salarial debería tender a moderarse debido a la disminución en la tasa de crecimiento de los salarios reales, que crecían durante la primera mitad del año a tasas cercanas al 5%, mientras que en los últimos meses están cerca del 3%.

Por el lado de la inversión se sigue constatando una desaceleración de las importaciones de bienes de capital, ya que en el tercer trimestre, las importaciones de bienes de capital crecieron 8,1%, lo que contrasta con el 20,8% del segundo trimestre y es bastante inferior al 35,7% del cuarto trimestre del año 2012. De hecho, este último dato impone una alta base de comparación, que posiblemente permita pensar en una desaceleración adicional en el cuarto trimestre de este año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Además, las exportaciones chilenas se encuentran creciendo a tasas mayores que las importaciones, lo que ha llevado a que el déficit comercial del tercer trimestre de este año sea menor que el déficit del mismo período del año anterior. De esta forma, la preocupación por un alto déficit de cuenta corriente tiende a moderarse.

El señor Felipe Larraín plantea que lo anteriormente expuesto sugiere una desaceleración en el gasto interno, que ha ido ocurriendo y que debería continuar en el corto plazo.

Además, la inflación ha sorprendido a la baja últimamente. Al respecto, consigna que la inflación subyacente se encuentra bastante contenida, pero que adicionalmente hemos tenido *shocks* de precios de combustibles que han atenuado la inflación y que se notan especialmente en los datos que corresponden a la inflación del mes de septiembre pasado. Hace presente que parte de este efecto también puede notarse durante el mes de octubre, debido a las últimas bajas en precios de combustibles anunciadas a fines de septiembre y la primera mitad del mes de octubre. En este contexto, parecen no existir presiones inflacionarias relevantes en el corto plazo, mientras que en el mediano plazo, las expectativas de inflación se mantienen ancladas en el medio del rango de política del Banco Central de Chile.

Indica que otra noticia relevante es la apreciación del peso chileno cercana a 2% desde la última Reunión de Política Monetaria, revirtiendo la tendencia a depreciarse que había mostrado desde el mes de mayo pasado.

Por lo expuesto y considerando los rezagos con que opera la política monetaria, se sugiere, tal como en Reuniones anteriores, comenzar un nuevo ciclo de reducción de la tasa rectora. En este sentido, consigna que la inflación se mantiene en la parte baja del rango de tolerancia y con este movimiento se contribuiría además a mantener un tipo de cambio competitivo, incentivando al sector exportador y permitiendo contrarrestar los efectos de una menor demanda interna.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda 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 Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios, reflejado en la Minuta de Antecedentes, que manifiesta compartir en todos sus aspectos fundamentales.

Expresa que si bien las noticias sobre la situación internacional han estado dominadas en los últimos días por los problemas para articular una política fiscal en Estados Unidos de América, le parece que aún es prematuro emitir un juicio sobre las consecuencias de ello. En efecto, si bien en el corto plazo el acuerdo alcanzado representa un alivio, no cabe duda que el tema seguirá en primer plano en los próximos meses, lo que se traducirá en nuevas turbulencias. Por de pronto, los mercados parecen estar anticipando un impacto negativo sobre el PIB de dicho país y, por ende, una postergación del ajuste en el retiro del estímulo monetario.

Por otra parte, pareciera que una fracción elevada de la corrección al alza de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América y su traslado a los países emergentes permanecerá. Si bien estima poco probable que esto se traduzca en un retorno masivo de los flujos de capitales a países emergentes, es razonable esperar algún efecto positivo sobre ellos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En otro plano, señala que el alivio de las tensiones en Siria, y eventualmente en Irán, abre la posibilidad de una baja significativa de las primas de riesgo en el mercado del petróleo, lo que unido a los aumentos en su producción y la de gas natural de fuentes no convencionales se podría traducir en bajas significativas en el precio de este combustible. En su opinión, este es un "riesgo" que hace mucho tiempo no estaba en nuestras proyecciones y que debería ser incorporado en el análisis, fundamentalmente en el próximo IPoM.

Menciona que en el plano local se confirma la moderación en el crecimiento de la inversión, lo que aún no ocurre con la intensidad deseada en el caso del consumo. Sin embargo, la evolución de los ingresos del trabajo permite anticipar con mayor respaldo que hace algunos meses, que ello sí ocurrirá próximamente.

Plantea que otro factor relevante es que el proyecto de ley de presupuestos se enmarca dentro de los objetivos enunciados por el Gobierno, lo que debería traducirse en un impulso fiscal macroeconómico más moderado en el año 2014.

Resalta que también se aprecia una mejora relevante de la balanza comercial, producto de una distribución bastante pareja entre aumentos de exportaciones y desaceleración de las importaciones. A su juicio, de mantenerse esta tendencia, cabría esperar una atenuación de los riesgos asociados al déficit de la cuenta corriente.

Agrega que la inflación, tanto en su medida más general como en los indicadores subyacentes, permanece a niveles bajos, en torno al piso de la banda, y que en las últimas proyecciones se percibe un alargamiento de los plazos de convergencia a la meta. En este plano, la mayor amenaza sigue siendo el todavía fuerte aumento de los salarios, aunque se aprecian algunos síntomas de atenuación en los últimos meses.

Si bien en el margen muchos indicadores sugieren que la desaceleración de la economía se está moderando y que existe la posibilidad de que los salarios y el consumo mantengan su ritmo, considera que actualmente parece menos probable que en Reuniones anteriores. Lo antedicho, unido al riesgo de que la inflación se sitúe bajo la meta por más tiempo que lo anticipado, lo llevan a inclinarse por aceptar la propuesta de la Gerencia de División Estudios en el sentido de rebajar la TPM en 25 puntos base en esta ocasión, aunque manteniendo una vigilancia activa sobre los riesgos asociados a los salarios y el consumo mencionados anteriormente.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que su voto es por rebajar la Tasa de Política Monetaria a 4,75% anual.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención mencionando que la economía internacional ha continuado por una senda de lenta recuperación, con signos mixtos en las principales economías. En este sentido, menciona que China ha logrado estabilizar su tasa de crecimiento en torno al 7,5% y se espera que se mantenga en ese rango por los próximos trimestres. Europa ha dado algunas señales de recuperación, pero en lo fundamental continúa estancada, y en Estados Unidos de América, la discusión sobre el endeudamiento fiscal introdujo volatilidad e incertidumbre y que a pesar que existió un acuerdo de última hora en la materia, queda la impresión que estas tensiones podrían ser recurrentes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En todo caso, considera que lo más fundamental parece ser el cambio en las perspectivas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América. Sobre este aspecto, expresa que si bien los fundamentos que justifican un cambio en el programa de compra siguen vigentes, comienza a tomar fuerza la idea de que la Reserva Federal esperaría algo más de tiempo para realizar algún cambio y al menos así lo han reflejado los mercados financieros.

Agrega que las tasas de interés de largo plazo en dicho país se han corregido a la baja de manera importante, mientras que las monedas de los países emergentes se han fortalecido. En particular, el peso chileno ha mostrado una apreciación cercana al 2% hasta esta fecha. A su juicio, es posible que este nuevo escenario solo genere algún ajuste de corto plazo, pero hasta ahora se observa una mayor disposición de la Reserva Federal por mantener su política de compra de activos por un tiempo más prolongado.

En lo concerniente al ámbito interno, destaca que las cifras se mantienen en línea con lo anticipado en los últimos IPoM. En efecto, la actividad continúa en un proceso de desaceleración y la tasa de crecimiento del PIB se encuentra en torno a 4,5%. La velocidad durante el tercer trimestre aumentó en comparación con los primeros dos trimestres, pero se espera que durante el último trimestre de este año el crecimiento se estabilice en torno a 4%. Para el año 2014, las perspectivas no son muy diferentes, ya que la demanda continúa mostrando una desaceleración acotada, el consumo total crece en torno al 6% y la formación bruta de capital fijo lo hace en torno al 7%.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca el llamativo ajuste de la demanda interna, con crecimientos en torno a 2%, que está fuertemente influido por una desacumulación de inventarios que persiste desde el trimestre anterior. Con todo, menciona que las percepciones de inventarios por parte de las empresas no muestran *stocks* indeseados muy altos, por lo que es posible que ello refleje que las ventas se mantienen algo más dinámicas de lo anticipado por las empresas, lo que se percibiría como un fenómeno transitorio mientras siguen esperando una desaceleración de la demanda hacia adelante. Agrega que por ahora es difícil diferenciar entre las distintas explicaciones a este fenómeno, razón por la que representa un factor de riesgo en adelante.

Hace presente que la inflación sigue mostrando registros acotados. Sobre el particular, indica que mientras las cifras totales muestran vaivenes influenciados por precios volátiles, lo que podría continuar por unos meses, los registros subyacentes siguen dando cuenta de presiones inflacionarias acotadas. Añade que la inflación subyacente y la total debieran mantenerse en valores cercanos a 2% en los próximos trimestres.

Plantea que las menores presiones de costos externos, la estabilidad mostrada por el tipo de cambio y una actividad creciendo algo por debajo de la tendencia dan cuenta de que el fenómeno de bajos registros anuales de inflación continuaría por un tiempo. A esto se suma la dinámica del mercado del trabajo, que si bien continúa apretado, da algunos signos de menor dinamismo, especialmente reflejado en un cambio en la composición hacia empleo por cuenta propia y un menor dinamismo de los salarios reales.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que lo expuesto configura un escenario donde, en lo fundamental, se han consolidado varias de las tendencias anticipadas con anterioridad en cuanto a la actividad, la inflación y la demanda interna. En efecto, la economía se encuentra en un proceso de desaceleración gradual, con una expectativa de crecimiento algo sobre 4% para los próximos trimestres, con registros de inflación acotados ya por un largo tiempo, y con signos de desaceleración en componentes importantes de la demanda. Además, no se observan razones poderosas para pensar que estos patrones debieran revertirse en el corto plazo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala que la TPM actual de 5% anual se encuentra en la parte baja de un rango neutral, por lo que considera que las condiciones antes descritas justifican un cambio acotado y gradual de la tasa antedicha, lo que facilitaría un ajuste en actividad, demanda y precios relativos que, por cierto, tiene un componente inevitable. A su juicio, ello disminuye los riesgos que la inflación se mantenga en una cifra menor que 3% por un tiempo prolongado.

Por cierto, estima que la opción de mantener la TPM en su nivel actual también es válida, toda vez que la economía chilena no da cuenta de signos de desaceleración abrupta o de perspectivas inflacionarias significativamente menores en adelante. Sin embargo, considera que existen suficientes antecedentes para estimar que el proceso de desaceleración se encuentra bastante consolidado y que una TPM algo menor a la actual facilitaría este ajuste.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro señala que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria a 4,75% anual, manteniendo abierta la posibilidad de algún ajuste adicional en meses venideros.

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

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión de Política Monetaria.

Expresa que las noticias del último mes no implican un cambio de escenario, pero que algunas de ellas requieren de una atenta lectura y procesamiento.

En lo concerniente al frente externo, señala que más allá de vaivenes transitorios, se consolida un cuadro menos favorable que seis meses o un año atrás para las economías emergentes, las que observan un alza en el costo del financiamiento externo y una depreciación de sus monedas.

Agrega que las perspectivas de crecimiento no han cambiado sustancialmente y se mantienen débiles, mientras que la inflación permanece en niveles acotados.

Además, resalta que los mercados financieros han reaccionado a las noticias conocidas en el curso del último mes. En efecto, el tema presupuestario y la discusión sobre el límite de la deuda soberana en Estados Unidos de América adquirieron notoriedad en lo más reciente; y la solución parcial recién alcanzada ha despejado dudas en el corto plazo, pero implica que cierta volatilidad seguirá presente o reaparecerá más adelante.

En el frente interno, menciona que los datos dan cuenta de una actividad que crece moderadamente, como lo confirma el último Imacec; y que todo ello está bastante en línea con el escenario base. Con todo, las perspectivas para el próximo año se han abierto. De hecho, algunos analistas están anticipando tasas de interés por debajo del 4%.

Por su parte, señala que la demanda se ha seguido desacelerando. En este sentido, indica que el ajuste que ya se ha observado en la inversión, el ritmo moderado al que evolucionan los agregados crediticios, la corrección en el nivel de las expectativas de hogares y empresas respecto de lo observado trimestres atrás y más recientemente los cambios que se insinúan en el mercado laboral, permiten anticipar que la demanda continuará en esa trayectoria. En su opinión, el riesgo de que ello no sea así se ve más bien reducido. En esa perspectiva, valora positivamente la evolución de la balanza comercial, que ha resultado mejor de lo esperado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, manifiesta que la inflación se mantiene en niveles bajos, como ha ocurrido ya por bastante tiempo; que la convergencia a la meta procede con gradualidad; que las expectativas están alineadas y no se advierten presiones alcistas que puedan modificar sustancialmente esa trayectoria. Por el momento, estima que el mayor riesgo es que la inflación se mantenga en niveles relativamente bajos durante varios trimestres.

En este contexto, estima que las opciones razonables o plausibles de política monetaria son nuevamente mantener o bajar la TPM en 25 puntos base.

A su juicio, la opción de mantener la TPM se puede sustentar en un consumo que conserva cierto dinamismo y en un mercado laboral aún ajustado.

Sin embargo, estima que los argumentos que favorecen la opción de efectuar un recorte han ganado fuerza. Entre ellos, alude a que las condiciones externas se han consolidado en niveles menos favorables; la TPM permanece en un nivel comparativamente alto; la actividad interna se expande moderadamente por debajo de su ritmo de tendencia; y la trayectoria de la inflación es bastante baja.

Si bien es cierto que el mercado no espera un ajuste para esta Reunión, en su opinión, ello no limita ni restringe la decisión del Consejo, teniendo presente que por lo demás el mercado considera que ocurrirá próximamente. Expresa que en estas circunstancias, le parece que una rebaja de 25 puntos base puede ser absorbida perfectamente por el mercado, y que ejercer liderazgo conlleva también beneficios. Reconoce que en esta decisión existe algún riesgo, el que le parece acotado y que por lo demás existe la contingencia de reaccionar con rezago.

En su opinión, esta decisión no lleva implícito el compromiso de una disminución adicional de la TPM en los próximos meses, por cuanto corresponde a una decisión que tendrá que ser evaluada acorde con la información que reciba el Consejo.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall expresa que vota por ajustar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base para dejarla en un nivel de 4,75%.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo la presentación y los datos entregados por los personeros de la Gerencia de División Estudios, y expresa que hace suyos los elementos que se señalan al comienzo en la Minuta de Opciones, así como la información más relevante desde la Reunión anterior, a la que añade los siguientes elementos y comentarios.

En lo relativo al ámbito internacional, indica que junto con los acontecimientos que llevaron finalmente al acuerdo fiscal transitorio en los Estados Unidos de América en el día de ayer, también llama poderosamente la atención, por su implicancia para Chile, que en las nuevas proyecciones dadas a conocer por el Fondo Monetario Internacional se estime un crecimiento para China de 7% en el año 2015, lo cual resulta ser una tasa sorprendente respecto de lo que se podría haber esperado algún tiempo atrás. En otras palabras, esa proyección contiene implícitamente una señal acerca de que la desaceleración china tiene elementos más estructurales que puramente cíclicos o transitorios.

En el plano local, señala que si bien los antecedentes más recientes muestran una desaceleración de la demanda final algo más suave de lo anticipado, la información parcial de que se dispone para el tercer trimestre revela que la demanda final estaría



BANCO CENTRAL DE CHILE

desacelerándose hacia las proyecciones que muestra el IPoM del mes de septiembre último y que, en consecuencia, dicho indicador estaría en línea con lo anticipado para los meses venideros.

Otro aspecto relevante es que el ciclo de inversión minera, que constituye un fenómeno mundial y que en Chile también ha tenido lugar, muestra evidencias claras de que está llegando a su fin y por lo tanto, existen elementos que son importantes para efectos de la decisión que adoptará el Consejo.

Sobre el particular, consigna que en el año 2012, la inversión minera aumentó en un punto su participación en el PIB, cifra que en términos macroeconómicos es considerable para un solo sector. Plantea que la inversión en la minería es más intensiva en gasto interno que lo que es su producción y, por lo tanto, al momento de consolidarse estos proyectos de inversión debería esperarse un aumento en las exportaciones y una reducción en la demanda interna como un componente natural de este proceso.

Además de la evidencia que se encuentra disponible en el catastro de proyectos de inversión, en la desaceleración de las importaciones de bienes de capital y otros, destaca la fuerte desaceleración en la creación de empleo en las regiones que son más asociadas a la inversión minera. En su opinión, ello anticiparía que por este solo componente relativo al término del ciclo de la inversión minera, se debería registrar una demanda final menor hacia los meses siguientes, sin que sea claro cuáles serían aquellos componentes dinámicos que lo sustituirían.

En un análisis más profundo, como en Reuniones anteriores, alude al puzle que ha significado para la toma de decisiones del Consejo el hecho que nuestra Tasa de Política Monetaria se encuentre dentro de lo que se podría llamar un rango neutral, es decir, acorde con lo que son las señales y las brechas internas, y a su vez, que sea una tasa alta comparada con las tasas rectoras de otras economías, lo que ha puesto en una encrucijada la decisión del Consejo en esta materia durante meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que el anuncio de un retiro temprano de los estímulos monetarios en Estados Unidos de América incide principalmente en las medidas cuantitativas o de política monetaria menos tradicionales, pero que la posición del mercado tanto para Estados Unidos de América como para la Zona Euro y Japón revela que no se esperan aumentos de las tasas de política monetaria en esas economías, las que se encuentran en sus niveles mínimos, al menos durante los próximos doce meses. En consecuencia, en un horizonte relativamente extenso se mantendría un nivel de tasas de política monetaria muy bajas en los países desarrollados.

En su opinión, si a ello se unen los elementos destacados al inicio de esta intervención, se estarían generando holguras internas que permitirían alinearnos de mejor manera con las tasas de política monetaria internacionales, lo cual implica una reducción de nuestra TPM.

Plantea que las menores expectativas inflacionarias de corto plazo, el hecho que se prevé una desaceleración de la demanda interna que ya marca tendencia en materia del ciclo minero y que se estaría verificando con la información parcial del tercer trimestre, apuntan en dirección a que el Consejo, si acuerda bajar la TPM en esta oportunidad, no estaría cometiendo algún error de tipo II, es decir, si se adoptara la decisión equivocada, los costos que se generarían no tendrían importancia relevante.

En mérito de lo expresado anteriormente, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, al igual que los señores Consejeros que lo antecedieron en la votación, en esta oportunidad, su voto es por reducir la Tasa de Política Monetaria en un cuarto de punto al nivel de 4,75% anual. Asimismo, plantea la conveniencia de tener expreso



BANCO CENTRAL DE CHILE

cuidado en el mensaje que se va a transmitir, en el sentido que movimientos futuros dependerán de la evidencia que se acumule y que, por lo tanto, no necesariamente constituye el comienzo de un proceso de rebaja gradual de dicha tasa.

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

En lo atinente al escenario externo, indica que las noticias principales se relacionan con la postergación del inicio de la reducción de compra de activos financieros por parte de la Reserva Federal y los problemas fiscales derivados del cierre del gobierno y del techo de la deuda, que en el día de ayer tuvieron una resolución transitoria. Con todo, ambos efectos apuntarían a una política monetaria algo más expansiva y por mayor tiempo en dicha economía. Agrega que ello se ha traducido en que las condiciones financieras externas, que se habían venido estrechando en los meses pasados, muestren una leve mejoría en el último mes.

Consigna que Europa y Japón no presentan novedades relevantes que hace un mes, sin embargo se siguen consolidando tendencias de mayor desaceleración en economías emergentes. En este sentido, acota que países más vulnerables enfrentan dificultades en cuanto a sus indicadores macroeconómicos y a su dependencia del financiamiento externo, pudiéndose esperar que en algunos de ellos se mantenga la volatilidad.

Añade que el precio del cobre se ha estabilizado en cerca de los 3,30 dólares la libra, lo que es algo superior a lo proyectado en el último IPoM; y, que el precio del petróleo ha retrocedido luego que se calmaran las tensiones en torno al conflicto sirio.

En lo concerniente a la economía local, se mantiene la actividad a un ritmo más desacelerado. A su vez, la demanda interna habría tenido un bajo crecimiento en el tercer trimestre, mientras que la demanda final, si bien se desacelera, mantiene fuerza. Por ello, se puede sostener que la demanda final se ha desacelerado menos que lo previsto.

Hace notar que la inversión muestra una desaceleración más pronunciada, producto en lo fundamental de un menor dinamismo de maquinarias y equipos; que en el consumo, los mayores signos de desaceleración se aprecian en el componente servicios y no en el de bienes; como asimismo, que el ciclo de inversión minera, que ya habría llegado a su nivel máximo, sugiere que las tendencias a la desaceleración se mantendrán en lo futuro, aunque es incierta su velocidad.

Además, destaca que la balanza comercial fue significativamente menos deficitaria que lo proyectado en el tercer trimestre y que aunque la desacumulación de inventarios podría explicarlo parcialmente, lo que implicaría cierta reversión en el cuarto trimestre, es probable que las proyecciones del déficit de la cuenta corriente se ajusten a la baja.

En materia de inflación, resalta que se mantiene baja, al igual que las proyecciones para los próximos meses, y que la inflación subyacente se encuentra incluso por debajo del rango de tolerancia del Banco. Agrega que las expectativas a mayor plazo se mantienen ancladas a la meta del Instituto Emisor; y que se aprecian menores tendencias inflacionarias, fenómeno que se vería beneficiado por bajas inflaciones en las principales economías del mundo.

Agrega que también se ha observado en el último mes una apreciación del tipo de cambio que desde el punto de vista inflacionario va en la misma dirección.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Plantea que tasas de interés domésticas significativamente más altas que las internacionales en un ambiente de inflación baja pueden producir presiones apreciatorias adicionales sobre el valor del peso chileno, en un contexto de condiciones económicas menos favorables para las economías emergentes, en que todo parece indicar que la respuesta óptima es un cambio de precios relativos en la dirección opuesta, esto es, de una depreciación.

En su opinión, se han ido consolidando las tendencias esperadas desde hace unos meses, aunque es cierto que en algunas variables algo más lentamente que lo previsto; y que todo indica que seguiremos en la misma trayectoria, sin presiones relevantes sobre los precios. En este contexto, considera que las opciones que ha presentado la Gerencia de División Estudios en esta oportunidad son las más razonables.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que mantener la tasa es consistente con el dinamismo en la demanda final, en particular, del consumo y con el todavía estrecho mercado laboral, las que, por supuesto, están relacionadas.

Por su parte, disminuir la tasa rectora es consistente con un contexto externo complejo, con las bajas presiones inflacionarias y las contenidas expectativas en esta materia. También con una desaceleración de la actividad y la demanda, y sus proyecciones hacia el futuro.

Expresa que no es fácil adoptar esta decisión ya que conlleva riesgos que son inherentes a ella. Sin embargo, es de opinión que llegó el momento de proceder a una política monetaria algo más expansiva, que por lo demás ha sido el sesgo en las últimas Reuniones, lo que se sustenta en que las tendencias van en la dirección esperada, la inflación es baja y no se aprecian cambios relevantes de tendencia. Asimismo, las tasas de interés domésticas son particularmente elevadas en el contexto internacional, por lo que, aunque el mercado mayoritariamente no lo espera, estima que esta baja en la tasa rectora permitirá dar una mayor claridad en lo referente a la visión del Banco Central de Chile.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias, su voto es por reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base a 4,75% anual.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base a 4,75% anual.

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

N° 203-01-131017 - Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base a 4,75% anual.

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

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 4,75% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el ámbito externo, se ha ido consolidando un escenario de mediano plazo más débil, caracterizado por un menor crecimiento mundial, menores términos de intercambio para Chile, condiciones financieras externas menos favorables y la maduración del ciclo global de inversiones en minería.

En lo más reciente, la decisión de la Reserva Federal de postergar la moderación de su programa de compra de activos ha resultado en un descenso de las tasas de interés de largo plazo y una depreciación del dólar. Por otra parte, el acuerdo fiscal alcanzado en EE.UU. es temporal, por lo que no se pueden descartar nuevas tensiones financieras. Los precios internacionales de los combustibles y productos agrícolas se redujeron durante el último mes, en tanto los de los metales se mantienen estables.

En el plano local, la actividad económica ha continuado evolucionando a un ritmo moderado, en línea con el escenario del último IPoM. La demanda final ha reducido su tasa de expansión, aunque a un ritmo algo menor que lo proyectado. Diversos indicadores anticipan que esta continuará desacelerándose. La inflación ha evolucionado por debajo de lo proyectado, permaneciendo en la parte inferior del rango de tolerancia, y las expectativas de mercado anticipan una normalización más lenta hacia el 3%.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado precedente.

Se levanta la Sesión a las 17:35 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente




RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe