BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 210
celebrada el día jueves 15 de mayo de 2014

En Santiago de Chile, a 15 de mayo de 2014, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards, don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste a esta Sesión el Subsecretario de Hacienda, señor Alejandro Micco Aguayo.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete ;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera Interino,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia,
doña Erika Arraño González;
Economista Senior,
doña Ivonne Vera Reichert;
Asesora de la Presidencia,
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 210, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de noviembre de 2014 se celebre el día martes 18 de ese mes.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de índole político que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, menciona que en Europa, se mantiene la tensión geopolítica entre Ucrania y Rusia, pero su incidencia sobre los mercados ha sido limitada debido a una posición menos beligerante de parte de Rusia; y que la Troika señaló que Grecia enfrentará un déficit de financiamiento hasta el año 2015 por un monto de €15 billones, que podrían ser cubiertos con recursos propios.

En cuanto a China, se anunciaron detalles de la reforma al mercado de capitales, que contempla la integración del mercado interbancario, el desarrollo del mercado de bonos, la promoción del mercado de derivados y una mayor fiscalización de los datos corporativos. Además, se dieron a conocer los resultados de las pruebas de estrés a la banca, que arrojaron un nivel adecuado de capital; y se relajó el encaje a la banca rural, de forma de impulsar el crédito. En el ámbito político, en tanto, aumentó la tensión con Japón.

Agrega que en India, finalizaron las elecciones y que de acuerdo con las encuestas a boca de urna, el señor Narendra Modi, candidato de la oposición más proclive a las reformas, habría sido elegido Primer Ministro por una amplia mayoría al obtener 299 de los 523 escaños. Resalta que la participación en los comicios habría alcanzado a 66%, esto es, a unos 500 millones de votantes.

En relación con las economías emergentes, indica que en Tailandia, el Tribunal dictaminó que el Primer Ministro debe dimitir; en Colombia, se realizarán elecciones presidenciales en diez días más, anticipándose un resultado muy estrecho; y en Brasil, donde las elecciones presidenciales se celebrarán en el mes de octubre próximo, las encuestas reflejan que la diferencia entre la actual Presidenta señora Dilma Rousseff y el candidato del Partido Social Demócrata señor Aécio Neves, ha tendido a estrecharse.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, informa que las tasas de interés de largo plazo han disminuido tanto en Estados Unidos de América como en la Zona Euro, en respuesta a señales más *dovish* de parte de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo; las paridades se han apreciado frente el dólar; los mercados bursátiles han exhibido alzas; y los premios por riesgo han disminuido.

En materia de política monetaria, destaca el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y las medidas de estímulo; y que en Estados Unidos de América, la Reserva Federal continúa con su programa de compra de bonos. Sobre este aspecto, se reafirma la expectativa de que el retiro del estímulo monetario, conocido como *tapering,* concluirá hacia los meses de octubre o noviembre del presente año y que la tasa de instancia se mantendría hasta mediados del año 2015. Añade que la Presidenta de ese Organismo, señora Janet Yellen, ha enfatizado que se procederá con cautela, lo cual ha llevado a una leve caída de las tasas largas.

Por su parte, el Banco Central Europeo estaría preparando nuevas medidas de estímulo, las que serían anunciadas en su reunión del mes de junio. Se especula que estas medidas podrían contemplar desde compras de bonos de empresas hasta una nueva reducción de la tasa de instancia, que hoy alcanza a 75 puntos base. En su opinión, esta última medida no tendría mucho impacto habida cuenta que la Eonia, que es la tasa interbancaria efectiva, está en torno al 0%. Agrega que también se ha contemplado aplicar el esquema *funding for lending*, implantado por Inglaterra tiempo atrás y que ha sido aparentemente exitoso, que tiene por objeto estimular el crédito a familias y empresas no financieras.

Asimismo, y en respuesta a un comentario del Presidente señor Rodrigo Vergara, confirma que también se ha considerado la aplicación de tasas negativas de depósito, como fue el caso de Dinamarca hasta marzo o abril último y también el de Suecia años atrás, pero el efecto asociado no es el que se espera en esta instancia. El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón plantea que no se deben descartar intervenciones cambiarias tradicionales, con el objeto de apreciar el valor del euro y con ello, estimular la inflación.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación manifestando que otra noticia relevante del último mes en materia de mercados financieros proviene del Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra ha entregado indicaciones tendientes a sostener su política altamente expansiva durante un largo tiempo.

En relación con las condiciones crediticias, precisa que en Estados Unidos de América han mejorado, en la Zona Euro han dejado de restringirse después de un largo período, y en las economías emergentes se han contraído.

Finalmente, a título de último hecho destacado en materia de mercados financieros, menciona que en Estados Unidos de América, los últimos resultados de los bancos fueron superiores a los anticipados y los de las empresas fueron positivos, pero con algunas sorpresas negativas en el caso de las empresas tecnológicas, lo que ha generado algún grado de incertidumbre en los mercados.

El señor Sergio Lehmann continúa, haciendo referencia al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior. En materia bursátil, informa que la mayoría de las bolsas de valores analizadas registraron aumentos, especialmente la plaza bursátil de Perú, muy asociado al incremento del precio del cobre, como también la bolsa de valores rusa, debido a una posición menos beligerante de ese país con Ucrania. Añade que el mercado bursátil brasileño también ha aumentado con fuerza y que el chileno, con un grado de volatilidad, se sitúa en la mediania de los países analizados.

En lo concerniente a paridades, destaca el predominio de las apreciaciones de las monedas frente al dólar estadounidense, aunque con cierto grado de volatilidad. A título ejemplar, resalta la apreciación de la moneda rusa, a propósito de la menor tensión geopolítica con Ucrania; y que el peso chileno llegó a depreciarse 2% en algún momento del mes, pero finalizó el período con una apreciación en torno a 1,5%.

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

En primer lugar, expresa que en relación con lo observado en la Reunión previa, se advierte en materia bursátil un predominio de alzas, que alcanzó a 1,5% en el caso de las bolsas de valores estadounidenses y superó el 3% en Alemania, el Reino Unido, España y América Latina. Hoy día, en cambio, se observan caídas a propósito de las últimas cifras conocidas, como la producción industrial de Estados Unidos de América y el PIB de Europa, inferiores a lo anticipado.

Por su parte, las volatilidades y los premios por riesgo han tendido a caer.

En materia de tasas de interés, señala que las tasas de largo plazo muestran movimientos a la baja en Estados Unidos de América a propósito de la lectura más *dovish* de las señales de la Reserva Federal, y caídas algo más pronunciadas en Alemania, debido a las probables medidas de estímulo que adoptaría el Banco Central Europeo en su reunión del próximo mes de junio.

En lo concerniente a condiciones de créditos bancarios, hace presente que las referidas a los créditos a empresas continúan mostrando un relajamiento en las economías desarrolladas, mientras que en las emergentes se advierten condiciones más restrictivas en América Latina y Europa emergente, y algo menos en Asia emergente. Destaca que en la Zona Euro dejaron de mostrarse más restrictivas por primera vez desde el año 2008.

Desde el punto de vista de la demanda por créditos, se ha observado una mayor demanda en Estados Unidos de América, la Zona Euro, el Reino Unido y Japón. En las economías emergentes, en tanto, se advierte una caída gradual desde el año 2012 a la fecha, especialmente en América Latina. Acota que en Europa emergente exhibe un grado de recuperación, que se asocia a una visión más positiva de la Zona Euro.

El señor Sergio Lehmann reitera que los premios por riesgo han tendido a caer.

En lo referente a las tasas largas, se observan caídas en las economías emergentes, como es el caso particular de Perú y Brasil. En Colombia, en cambio, estas muestran mayor estabilidad luego de haber experimentado una caída significativa el mes anterior a propósito de una mirada más restrictiva de la política monetaria. Añade que en las economías de Asia, las tasas largas exhiben una relativa estabilidad y un descenso algo más marcado en Turquía.

Con respecto a los flujos de capitales, informa que las entradas de capitales se han mostrado positivas en el último mes, pero han tendido a moderarse en la última semana.

El señor Sergio Lehmann presenta el *heat map* de paridades y destaca el predominio de las apreciaciones de las monedas analizadas frente al dólar estadounidense en el último mes. Hace notar que en América Latina, la apreciación del peso chileno es mayor que la del real brasileño y el peso mexicano, pero con respecto a inicios del año, el peso chileno muestra una depreciación, no así estas otras dos monedas.

A continuación, alude a las principales noticias en materia de actividad y precios, indicando que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE, redujo levemente el crecimiento esperado para el año 2014, acorde con lo esperado por el consenso y el Fondo Monetario Internacional, y en mayor medida tratándose de las economías emergentes. Además, destacó el riesgo de deflación en las economías avanzadas, los riesgos de índole financiero en las economías emergentes y la situación política entre Ucrania y Rusia.

Manifiesta que durante las últimas cuatro semanas se dio a conocer el PIB de Estados Unidos de América del primer trimestre de 2014, que si bien creció 0,1% trimestre/trimestre anualizado, menor que lo anticipado, tiene un componente transitorio muy importante asociado a condiciones climáticas; de hecho, las perspectivas sugieren algún rebote y un crecimiento en el tercer y cuarto trimestre del presente ejercicio, acorde con lo contemplado algunas semanas atrás. Agrega que lo más relevante en materia de actividad para esa economía dice relación con el mercado laboral, que ha sorprendido positivamente al exhibir una creación de empleo algo mayor que lo previsto.

Reitera que en el día de hoy se dio a conocer el PIB de Europa para el primer trimestre, de 0,8% trimestre/trimestre anualizado, algo menor que lo esperado, pero relativamente en línea con el 0,9% consignado en el Informe de Política Monetaria, IPoM.

El señor Sergio Lehmann hace notar la significativa dicotomía o heterogeneidad en términos de crecimiento en Europa, que se ha sostenido durante muchos trimestres e incluso años. En efecto, Alemania creció 3,2% trimestre/trimestre anualizado, mientras que Francia exhibe un crecimiento nulo e Italia y Portugal registran caídas. En su opinión, ello que puede tensionar las decisiones de política monetaria que debe adoptar el Banco Central Europeo.

Precisa que en Japón, la expansión llegó a 5,9%, superior a lo previsto, debido a una significativa contribución del consumo previo al incremento del IVA, que se materializó en el mes de abril. En efecto, el consumo registró una tasa de crecimiento superior a 8% trimestre/trimestre anualizado en el primer trimestre, pero en el segundo debería contraerse, generándose una compensación. Agrega que las perspectivas hacia el tercer y cuarto trimestre no deberían cambiar sustancialmente respecto de lo anticipado previamente.

Resalta que el comercio exterior chino presenta cifras positivas tras dos meses de caídas, y que los precios del mercado inmobiliario siguen moderándose.

Asimismo, menciona que los PMI manufactureros de las economías emergentes se han deteriorado y que en China se han mantenido. En las economías avanzadas muestran alzas, excepto en Japón, donde cayó bajo el pivote, en línea con una mirada más bien débil sobre esa economía para los próximos trimestres y a pesar del fuerte crecimiento registrado en el primer trimestre.

A título de último hecho destacado en materia de actividad y precios, señala que la inflación ha presentado movimientos mayormente al alza en América Latina, mientras que en la Zona Euro persisten las expectativas a la baja.

A continuación, el señor Sergio Lehmann presenta el cuadro que resume las distintas cifras esperadas y efectivas de actividad en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. Consigna que en Estados Unidos de América, los indicadores de corto plazo son positivos en materia laboral, mejores que lo anticipado.

Manifiesta que la Zona Euro exhibe datos mixtos, ya que el PIB fue levemente inferior a lo previsto y las ventas minoristas superaron las estimaciones. En Alemania, en tanto, la producción industrial fue menor que lo estimado.

Por último, indica que en Japón la situación es mixta, lo mismo que en China, donde el crecimiento del comercio fue mayor que lo anticipado, pero la producción industrial y las ventas resultaron más débiles que lo previsto.

En materia de perspectivas, menciona que los PMI manufacturero y de servicios han continuado mejorando en las economías desarrolladas, particularmente en Estados Unidos de América y en la Zona Euro, mientras que en China se sitúan bajo lo proyectado.

Hace presente que la diferencia entre los PMI manufacturero y de servicios de las economías desarrolladas y emergentes ha tendido a acentuarse, y que la confianza de los consumidores exhibe algún repunte.

En materia de brechas, plantea que en los países OCDE se mantendrían en terreno negativo hacia el año 2015, especialmente en la Zona Euro.

En cuanto a las proyecciones de la OCDE, sugieren un mayor desempeño para las economías avanzadas por una mayor contribución de la demanda interna, y que el aporte de las exportaciones netas al crecimiento es algo menor que lo observado en los años 2012 y 2013. En Estados Unidos de América, de hecho, estas últimas han tendido a contribuir negativamente, mientras que la demanda interna ha dado mayor impulso al crecimiento.

Por su parte, las economías de la Zona Euro presentan algunas diferencias. A título ejemplar, comenta que en España, las exportaciones netas son el principal contribuidor al crecimiento, mientras que la demanda interna todavía es bastante débil. En Francia, la situación es mixta, ya que comparada con otras economías periféricas, como España e Italia, la demanda interna comienza a contribuir con mayor fuerza y las exportaciones netas aportan marginalmente.

Añade que en Australia, las exportaciones netas mantienen una contribución importante; en Chile, muestran algún grado de contribución, pero tiende a desaparecer hacia el año 2015; Corea del Sur exhibe una recuperación importante de su demanda interna, mientras que el aporte de sus exportaciones netas comienza a disminuir; y en China, la contribución de sus exportaciones netas es prácticamente nula, no así la de la demanda interna, en particular, su componente de inversión pública.

En lo concerniente a Estados Unidos de América, reitera que el crecimiento del primer trimestre, cercano a 0%, sorprendió a la baja, pero se mantiene la proyección para los trimestres siguientes.

Añade que el mercado laboral sorprendió positivamente en dicho país. En efecto, la tasa de desempleo disminuyó; las perspectivas para el empleo que se recogen de los ISM manufactureros y de servicios fueron más positivas, contribuyendo al crecimiento del empleo; y el costo laboral unitario ha tendido a subir.

Hace notar que la tasa de interés de los fondos federales, *Fed Fund*, y los costos laborales han tendido a moverse de manera relativamente correlacionada; no obstante, aún hay una brecha muy importante en capacidad.

En cuanto a China, indica que las colocaciones totales, que incorporaran el *shadow banking*, exhibieron un notorio crecimiento hacia fines del año 2012 y gran parte del 2013, y un descenso desde entonces, reflejo de la pérdida de impulso de esa economía, pero se estarían compensando con inversión pública principalmente. En línea con ello, el precio de las viviendas ha tendido a moderarse.

En lo atinente al comercio exterior, consigna las menores exportaciones hacia América Latina y los mayores envíos a Estados Unidos de América y también a Europa, reflejo de la recuperación de esta región. Por el lado de las importaciones, se advierte una contracción en el caso de América Latina e incrementos desde la Zona Euro y Estados Unidos de América.

Con respecto a América Latina, destaca que la producción industrial cae en Argentina y Brasil. México, por su parte, comienza a beneficiarse del mayor dinamismo de Estados Unidos de América al exhibir aumentos en su producción industrial y en la confianza de los consumidores.

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann señala que la inflación exhibe movimientos mixtos, con un predominio de las alzas en América Latina, excepto en el caso mexicano. En China también disminuye, de la mano de la caída de los precios de alimentos.

En materia de perspectivas inflacionarias para el presente año, se advierten alzas para América Latina, caídas en Asia emergente y Europa emergente, y ningún cambio en las economías desarrolladas; y para el año 2015, una inflación marginalmente superior en América Latina y una revisión a la baja en las economías desarrolladas, explicada principalmente por la inflación europea.

En lo concerniente a política monetaria, resalta el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y el alza en Colombia. Para los próximos meses también se prevén mantenciones en la mayoría de las economías analizadas y una reducción de las tasas rectoras de la Zona Euro y Suecia.

Tratándose de Chile, la metodología sugiere que la medida esperada por un porcentaje mayoritario de los agentes debe consignarse en la cuarta columna de la tabla que se contiene en la lámina N° 25 de la presentación. De acuerdo con ello, en esta ocasión correspondería informar un 0, dado que la Encuesta Bloomberg refleja que el 60% de los consultados espera mantenciones en los próximos tres o cuatro meses, y un 40%, recortes de 25 o 50 puntos base; no obstante, se ha querido consignar información más precisa.

En respuesta a la consulta formulada por el Consejero señor Sebastián Claro en orden a profundizar sobre el caso de Colombia por cuanto su Instituto Emisor también manifiesta preocupación por evitar la depreciación excesiva de su moneda, el señor Sergio Lehmann menciona que el Banco de la República de Colombia aumentó su tasa de política monetaria, TPM, en 25 puntos base y el Ministerio de Hacienda de ese país anunció la intervención de su mercado cambiario para tener un tipo de cambio más competitivo, medidas que serían contradictorias. Lo indicado, teniendo presente que ese Banco Central mantiene un programa de intervención cambiaria permanente por montos reducidos, correspondientes a US$ 1.000 millones cada tres meses, conforme señala el Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier.

A continuación, hace referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities.* En este aspecto, indica que el precio del cobre registró un alza cercana a 5% durante la semana, en medio del anuncio de nuevos detalles sobre la reforma del mercado de capitales chino, que generó cierto impulso en la demanda por *commodities,* un aumento de las importaciones de esa economía y caídas de los inventarios en las bolsas de metales.

Plantea que un segundo suceso de importancia en esta materia dice relación con el precio del petróleo, que exhibe un retroceso frente a una menor demanda en Estados Unidos de América, mayores inventarios en esa economía, y un mayor suministro por parte de la OPEP.

Añade que los precios de productos agrícolas muestran comportamientos mixtos. Por una parte, se advierten alzas en los precios del trigo y maíz, impulsadas fundamentalmente por la sequía en la mayor zona productora de granos en Estados Unidos de América; y resalta especialmente el incremento del precio del trigo, atendido que el informe *World Agricultural Supply and Demand Estimates,* WASDE, del Departamento de Agricultura de ese país da cuenta de un mercado más holgado. Por otro lado, el índice FAO alimentos registró una caída en el mes de abril, de acuerdo con lo esperado, debido a la caída de los precios de lácteos y a pesar del alza en los precios de cereales.

Informa que la trayectoria esperada muestra una corrección al alza por expectativas de aumentos en los precios de bienes agrícolas; no obstante, en el corto plazo, podrían registrarse nuevas caídas explicadas por los precios de lácteos y carnes.

En lo concerniente a las principales variaciones de precios observadas desde la última Reunión, precisa que el cobre experimentó un alza de 4,7%, seguido por el trigo y el maíz, cuyos aumentos alcanzaron a 1,4% y 0,5%, respectivamente. En contraposición, el hierro anotó la mayor caída, de 11,5%, seguido por el gas natural y la gasolina, con variaciones de -5,2 y -4,2%, respectivamente.

En lo atinente al precio del cobre, destaca nuevamente el alza de 4,7% registrada en el último mes en respuesta a la mayor demanda desde China, alcanzando hoy a US$3,15 la libra. Agrega que la trayectoria de los precios futuros da cuenta de un aumento significativo, pero el nivel de convergencia hacia el mediano plazo no difiere mayormente del observado algunas semanas atrás.

Por su parte, los precios de granos se han movido al alza. A título ejemplar, comenta que el precio de la soya ha subido de manera importante, pero aún no alcanza los niveles máximos registrados a mediados del año 2012; y el precio del maíz también exhibe un notorio aumento, pero dista bastante de los niveles observados en los años 2008 y 2012. A pesar de estas alzas, destaca que el índice de precios de alimentos presentó una caída durante el último mes, debido fundamentalmente a los menores precios de lácteos, aceites y azúcar.

Anticipa que el índice de precios de alimentos continuará retrocediendo, pero hacia los últimos meses del año se observaría una leve alza en los precios de cereales.

Con respecto al precio de la gasolina, exhibe una trayectoria algo menor que el mes pasado por los factores ya mencionados, pero no representa un cambio importante frente a lo consignado en el último IPoM.

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

En primer término, señala que los indicadores de actividad de las economías desarrolladas continúan recuperándose, impulsados especialmente por los datos de Estados Unidos de América. Hace el alcance que el débil crecimiento de esta economía en el primer trimestre respondería a factores de carácter transitorio, razón por la que debería corregirse en el segundo trimestre del presente ejercicio.

Agrega que en Europa, el consumo comienza a dar muestras de recuperación, aunque el PIB del primer trimestre fue menor que el esperado; que en Japón, el sorpresivo aumento del consumo sería de carácter transitorio; y que el mundo emergente mantiene su debilidad, marcada especialmente por la situación en China.

En lo concerniente a los mercados financieros, destaca los rendimientos positivos, impulsados por los indicadores de actividad, el tono más *dovish* de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, y algunas medidas anunciadas por China.

Finalmente, expresa que en materia de *commodities*, el precio de la gasolina se muestra ligeramente más bajo que en la Reunión anterior y sin cambios significativos respecto de lo consignado en el último IPoM; los precios de cereales suben por condiciones climáticas adversas en Estados Unidos de América, lo que lleva a trayectorias más elevadas hacia finales de los años 2014 y 2015 frente a lo contemplado en dicho Informe; y que si bien el cobre registró una significativa alza en el último mes, elevando su trayectoria respecto de la presentada en el IPoM, el valor de convergencia hacia el mediano plazo no cambia significativamente.

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 formula tres comentarios. En primer término, plantea que el panorama de Estados Unidos de América se ha tornado más complejo, atendidos los últimos datos referentes a costos unitarios de mano de obra y de crecimiento, la sorpresa de la inflación al alza que denota un poco más de tensión inflacionaria y la depreciación del dólar de ese país en el último mes. En su opinión, es preciso efectuar un cuidadoso seguimiento a este nuevo escenario, porque incidirá en las decisiones de política monetaria de esa economía. Agrega que a ello se suman los problemas que han surgido por la incapacidad para proveer los puestos claves en la Reserva Federal y en otras instituciones, lo que también puede complicar la toma de decisiones de política en dicho país.

En segundo término, resalta los problemas que está enfrentando el sector inmobiliario en China, tanto por su efecto directo sobre la demanda por materias primas industriales como por sus implicancias para el resto del sistema financiero. A su juicio, este aspecto también amerita ser seguido con atención, dado que por sí solo puede convertirse en un factor de riesgo relevante.

Por último, destaca las notorias caídas de los inventarios de cobre en las bolsas de metales hasta niveles extraordinariamente bajos, que a su juicio, se deberían a traspasos desde las bolsas de metales hacia almacenes fuera de bolsa; la acumulación de reservas estratégicas de China; y mayor estrechez en el mercado. Sobre este aspecto, estima necesario dilucidar las razones que explican estas caídas de inventarios.

El Consejero señor Pablo García expresa que los mercados han asumido que la Reserva Federal mantendrá la tasa hasta mediados del próximo año. No obstante, su trayectoria tiene riesgos únicamente al alza, ya que hacia fines del año 2015, la economía estará prácticamente con pleno empleo; la inflación, en 2%; la economía, creciendo al 3,5%; y la tasa de los fondos federales, 200 puntos por debajo de lo que es una estimación relativamente benigna de lo que sería una tasa de interés neutral. En su opinión, dichos antecedentes llevan a anticipar un alza de la tasa de interés rectora, en una fecha anterior a lo que se desprende de los mensajes de la Reserva Federal.

Con respecto a la inflación coyuntural en Estados Unidos de América, comenta que los precios de servicios de salud se corrigieron fuertemente a la baja el año pasado, reduciendo la inflación media de ese período. En consecuencia, a medida que esta caída y otras comiencen a salir de la base, la inflación en doce meses comenzará a aumentar por ese motivo.

En su opinión, los riesgos en Estados Unidos de América están claramente sesgados hacia una mayor inflación y mayores tasas de interés, tal como se consigna en los escenarios de riesgo previstos en el Informe de Estabilidad Financiera. A su juicio, requieren ser seguidos con atención y cuidado.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea en relación con lo manifestado en los IPoM, que sigue presente el rebalanceo desde algunas economías desarrolladas que se han ido fortaleciendo a otras economías emergentes que han comenzado a debilitarse, pero su velocidad ha variado. A título ejemplar, indica que la economía de Estados Unidos de América da muestras de fortaleza, pero en forma acotada, dentro de rangos previsibles; Europa también exhibe mejores resultados, pero tampoco se encuentra en una senda de crecimiento sostenido; y en las economías emergentes, la situación es matizada. A su juicio, las condiciones de acceso al financiamiento externo, el comportamiento de las monedas, y los precios de los *commodities* y de los activos, sugieren que el rebalanceo se está produciendo, pero a una velocidad distinta de la anticipada, ya que no se observa una corrección tan rápida en los países emergentes, ni una recuperación tan acelerada en los desarrollados.

En razón de lo expresado, consulta por la visión de la Gerencia de División Estudios sobre este aspecto, especialmente lo que dice relación con la debilidad de las economías emergentes.

En segundo término, alude a las expectativas inflacionarias en las economías emergentes y consulta por las razones que explican su alza en América Latina y su corrección a la baja en Europa emergente y Asia emergente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa compartir la estimación referida a que en Estados Unidos de América la tasa rectora se mantendrá por un tiempo prolongado; no obstante, por otra parte, advierte que la inflación se mantiene bastante baja y significativamente bajo la meta; el crecimiento del primer trimestre fue de 0,1%; la creación de empleo, excepto en el último mes, ha sido débil y la caída del desempleo se ha debido a una menor participación laboral, la más baja de los últimos 35 o 40 años; los datos del sector vivienda han sido relativamente decepcionantes en el último tiempo; y el *output gap* aún es importante.

En consecuencia, si bien también estima que la Reserva Federal ha convencido al mercado de que la compra de activos concluirá en los meses de octubre o noviembre del presente año, plantea que han surgido dudas en cuanto a si ese Organismo comenzará a elevar la TPM a mediados del año 2015 y sobre la magnitud del alza. Agrega que la Reserva Federal también ha manifestado que, hoy día, las tasas de interés de largo plazo de equilibrio son menores que las registradas antes de la crisis financiera global.

En razón de lo expuesto, y si bien lo más probable es que las tasas suban, considera que no es tan evidente que los riesgos vayan en esa dirección.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de efectuar un seguimiento a las cuentas corrientes de las economías emergentes, porque su impresión es que a diferencia de lo que acontecía hace tres o cuatro años, los espacios para impulsar la demanda interna y compensar una recuperación más lenta en los países desarrollados son menores que entonces.

El señor Sergio Lehmann procede a responder las consultas y comentarios formulados por los señores Consejeros.

En relación con el rebalanceo entre economías emergentes y desarrolladas manifiesta que en las primeras, los indicadores financieros exhiben mejoras, en el sentido que las bolsas de valores han subido, las monedas han tendido a apreciarse y los precios de los *commodities* registran alzas, pero los indicadores de actividad aún dan cuenta de que su debilidad se mantiene. En su opinión, los mercados anticipan que estas economías no continuarán deprimiéndose, sino que se recuperarán más adelante, gracias al impulso proveniente de la mejora que exhibe el mundo desarrollado, en particular de Estados Unidos de América.

En lo concerniente a la inflación, plantea que el aumento en las proyecciones para América Latina está marcado por la mayor inflación que exhiben Brasil y Chile, que obedecerían a elementos cambiarios. Anticipa que un análisis más detallado sobre este aspecto será incluido en el próximo IPoM,

Con respecto a las cuentas corrientes, recuerda que en una sesión de coyuntura se presentaron las proyecciones de cuenta corriente en el balance global, con mayor énfasis en algunas economías; y que como es habitual, se proporcionarán antecedentes sobre la materia antes del próximo IPoM, de manera que los señores Consejeros cuenten con información actualizada, particularmente de América Latina.

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

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

En materia de actividad, indica que de acuerdo con información de las cuentas nacionales trimestrales, el crecimiento del PIB del primer trimestre del presente año sería de 2,6%, una décima mayor que lo proyectado en el último IPoM; y basado en los IMACEC, de 2,4%.

Hace presente que el consumo privado registró un crecimiento menor que el anticipado, en particular el componente servicios, lo que incidió negativamente en las líneas de oferta relacionadas.

Por su parte, la inversión se contrajo algo más que lo anticipado en términos interanuales, por un mayor retroceso de las importaciones de bienes de capital y una expansión algo menor del componente construcción.

Asimismo, destaca que de acuerdo con información de la Dirección de Presupuestos, el componente gasto de Gobierno experimentó un crecimiento de 9,6% en dicho período, impulsado fundamentalmente por la inversión pública.

En síntesis, el consumo privado creció menos que lo esperado, el gasto de Gobierno ejerció un efecto compensatorio, y con ello, la demanda final exhibió un comportamiento marginalmente menor que lo anticipado, pero *grosso modo* en línea con el escenario del IPoM.

En segundo término, indica que las proyecciones de crecimiento presentan cambios leves a nivel agregado, pero se observan algunos rebalanceos sectoriales importantes de notar, especialmente en las líneas de servicios ligadas al consumo, cuyo dinamismo será menor que el previsto anteriormente.

Agrega que la balanza comercial acumula un superávit superior al consignado en el IPoM, debido a precios favorables en exportaciones no cobre y una mayor debilidad del gasto interno.

En materia de inflación, señala que el registro del mes de abril sorprendió al alza por un incremento mayor al esperado en los ítems *core*. Ello, más una mayor persistencia de la inflación de servicios, ha conducido a corregir al alza la proyección de inflación en el escenario de corto plazo.

Asimismo, hace notar que en el primer trimestre del año, los salarios nominales crecieron a un ritmo mayor que el observado en igual período de 2013.

Consigna además que el tipo de cambio real tuvo una fluctuación importante en el último mes y una apreciación en la última semana, manteniéndose al cierre estadístico de esta Reunión sobre su promedio histórico y en niveles similares a los observados en la RPM del mes de abril.

A título de último hecho destacado del mes, manifiesta que las expectativas para la TPM se han ajustado al alza, esperándose solo un recorte adicional; y que para esta Reunión, el mercado espera mayoritariamente su mantención en 4%.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación, planteando que en materia de actividad, el PIB del primer trimestre tuvo un crecimiento de 2,6%, con las actividades Resto y la demanda final en línea con el IPoM. La demanda interna, por su parte, registró un crecimiento de -0,1%, menor que la expansión de 0,8% contemplada en dicho Informe, impulsada por una desacumulación de inventarios muy significativa. Agrega que la demanda final creció 2,1% en dicho período, dos décimas menos que lo consignado en el Informe, y que el PIB desestacionalizado creció 1% en términos anualizados.

Hace presente que el bajo crecimiento del gasto interno se explica en gran parte por la pérdida de dinamismo del consumo privado, que a su vez responde a una notoria desaceleración del consumo durable; y que el consumo no durable también se ha desacelerado frente a lo observado en el año 2013, pero mantuvo una tasa de crecimiento algo mayor que lo esperado. Agrega que la ralentización del consumo se ha notado con fuerza en el componente de servicios, que cerró con un crecimiento en torno a 3%, casi 1,5 puntos menos que lo supuesto en el IPoM.

Comenta que la menor expansión del consumo se ha dado en un contexto de desaceleración de la masa salarial, impulsada mayormente por el menor dinamismo de los salarios reales, que se han visto afectados por los elevados registros inflacionarios del primer trimestre del año; así también, por un cambio en la composición del crecimiento del empleo, que si bien se ha mantenido estable en los últimos meses, la incidencia del empleo asalariado es cada vez menor.

Añade que las expectativas no registran mayor variación en términos desestacionalizados respecto del último trimestre de 2013, salvo en lo referente al componente de consumo durable. De hecho, consigna que las expectativas para compras de durables han tenido un deterioro más notorio e intenso que el índice agregado del IPEC.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si en relación con los cálculos para la determinación de la masa salarial, se le asigna la misma tasa de crecimiento a los trabajadores por cuenta propia. El señor Miguel Fuentes precisa que el ajuste respectivo se efectúa considerando los niveles de participación en la fuerza laboral de este segmento y el hecho que son menores niveles de ingreso en promedio. Al respecto, el señor Presidente señor Rodrigo Vergara plantea la conveniencia que estos cálculos consideren la corrección por horas, dado que pueden demostrar cambios de relevancia, sin perjuicio que se presume que cuando es por cuenta propia son menos horas de jornada.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación haciendo referencia a los componentes de la inversión. Sobre el particular, señala que las importaciones de bienes de capital mantuvieron un nivel acotado en el mes de abril y que la construcción cerró con un crecimiento en torno a 1% en el primer trimestre, en un contexto en que las expectativas del sector sugieren un fuerte deterioro para dicho mes, tanto aquellas de las empresas ligadas al rubro inmobiliario, como las de sociedades que se enfocan a las obras de ingeniería. Agrega que las ventas de viviendas nuevas registraron un crecimiento de 6,6% en el trimestre y que también se advierte una participación relevante de las ventas de viviendas en proceso de construcción.

Además, resalta que de acuerdo con el catastro de la Corporación de Bienes de Capital, la inversión en construcción y obras para el presente año se corrigió a la baja, pero mantiene una tasa de crecimiento positiva y creciente a lo largo del año.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por la forma como se contabiliza la inversión pública en la estimación de construcción y obras que realiza Cuentas Nacionales, ya que a su entender, el referido catastro considera únicamente a las empresas privadas.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña manifiesta que se obtiene información directa del Ministerio de la Vivienda, del Metro y Codelco, y que ella está comprendida en el indicador de obras.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y menciona que las expectativas empresariales se deterioraron en todos los sectores, que la construcción y la industria se sitúan en terrero pesimista, mientras que el comercio sigue optimista.

Por otra parte, informa que la balanza comercial registró un superávit cercano a US$600 millones en el primer trimestre del año, mayor que el previsto en el IPoM, debido a mayores exportaciones y menores importaciones. Acota que este resultado se ha dado en un contexto de precios favorables de las exportaciones no mineras, como es el caso de aquellas del sector agro-frutícola e industrial.

A continuación, el señor Miguel Fuentes presenta un análisis pormenorizado del sector agro-silvícola.

Sobre el particular, señala que de acuerdo con el dato de Cuentas Nacionales, este sector sorprendió positivamente al registrar un crecimiento del orden del 8% en el primer trimestre del año, explicado por un dinamismo de todas sus líneas. En efecto, la parte agrícola, que corresponde a los cultivos orientados mayormente al consumo interno, y la parte frutícola, que comprende las líneas asociadas a las exportaciones, como manzanas y arándanos, han tenido un crecimiento muy relevante.

Hace presente que la proyección interna de este sector era menor, debido a la disminución que experimentó el nivel de empleo agrícola después de las heladas. No obstante, al analizar su evolución desde el año1986 a la fecha, se advierte que este no ha registrado mayor variación desde entonces; de hecho, hoy en día, el número total de trabajadores empleados en dicho sector es muy similar al observado casi 30 años atrás, lo que implica que ha habido crecimientos importantes en materia de productividad.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que el fenómeno de *outsourcing* en la agricultura es creciente, y que si bien desconoce si estos servicios se contabilizan como empleo agrícola o en la categoría de servicios empresariales que prestan servicios a la agricultura, podrían explicar la caída tan significativa del empleo agrícola en los últimos dos o tres años.

Además, hace notar el fuerte crecimiento del PIB agrícola, consignado en la Minuta de Antecedentes como parte de la corrección de la proyección de actividad del primer trimestre desde 2,4% a 2,6%; y la disminución de las exportaciones agrícolas en términos de *quantum*. Atendidos estos antecedentes, consulta si ello se ha traducido en una acumulación relevante de inventarios en dicho sector.

El señor Miguel Fuentes indica que la producción agrícola destinada a la exportación se ha reorientado al consumo doméstico; de hecho, los datos de ODEPA dan cuenta de un significativo aumento de la entrada de frutas y verduras a los mercados en el Gran Santiago, que correspondería a la producción que por la sequía y las heladas, presumiblemente no alcanzó los estándares de calidad requeridos para su envío al exterior. Destaca que su reorientación al consumo interno permitió sostener el crecimiento del sector.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación mencionando que el sector silvícola también sorprendió positivamente al exhibir un dinamismo muy superior al registrado en igual trimestre del año 2013, en línea con el mayor vigor que exhiben las exportaciones industriales de celulosa. Acota que este mayor dinamismo ha llevado a corregir al alza la proyección de la industria para el segundo trimestre frente a lo contemplado en el último IPoM.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Claudio Soto plantea que la medición del PIB agrícola referida a la parte frutícola se basa en las exportaciones, razón por la que debiera haber una coherencia directa entre ambas variables.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña expresa que dicha relación no es tan directa, porque la producción del año se estima sobre la base de una estimación de las exportaciones agrícolas para dicho período.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta si ello significa que la producción agrícola no exportada y reorientada al consumo interno no se contabiliza como exportaciones, llevando, por tanto, a corregir la producción a la baja. El señor Ricardo Vicuña acota que en el caso de exportaciones no materializadas, ellas se incorporan como parte de la producción del trimestre respectivo en que la exportación estaba prevista.

El señor Presidente consulta cómo se obtiene el producto en lo referente a la producción agrícola, específicamente en cuanto a si para determinarlo se acude a las exportaciones, por ejemplo en el caso de la producción frutícola.

El señor Miguel Fuentes indica que para efectos de estimar la producción agrícola se combinan las estimaciones de las exportaciones, del rendimiento efectivo de las cosechas y del consumo interno, basado este último en información de los mercados mayoristas.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta su aprehensión respecto de la fortaleza de la actual proyección de producción y exportaciones agrícolas para el presente año, similar a la consignada en el IPoM, y previene sobre una eventual, sorpresiva y fuerte corrección a la baja de la producción agrícola en el segundo o tercer trimestre del presente ejercicio.

El señor Ricardo Vicuña señala que la metodología empleada para estimar la producción y exportación agrícola en el año evita correcciones significativas de dichas proyecciones.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación haciendo referencia a las proyecciones. Indica que en esta ocasión se ha incorporado el componente agro–silvícola para efectos de destacar la significativa sorpresa que representó su registro de 8,0% del primer trimestre del año frente al 2,6% consignado en el último IPoM, así como su incidencia en la revisión del PIB en los dos primeros trimestres del año. En contraposición, hace notar que el comercio se ha revisado a la baja desde 2,8% a 2,3%, en línea con el menor dinamismo del consumo, como también los servicios financieros y empresariales, desde 4,5% a 3,0%.

Agrega que parte del dinamismo del sector agro–silvícola ha sido traspasado al segundo trimestre, atendidos sus componentes inerciales; que la proyección del sector minería se ha revisado a la baja; y que con ello, el PIB del segundo trimestre se ha corregido marginalmente a la baja, desde 3,1% a 2,9%.

En lo atinente a la demanda final, destaca la corrección a la baja para el primer trimestre, desde el 2,3% consignado en el IPoM a un 2,1%, asociada al menor crecimiento del consumo privado, explicado a su vez por el componente servicios.

El consumo de Gobierno, en cambio, se ha corregido fuertemente al alza con respecto a lo contemplado en dicho Informe, desde 3,4% a 9,6%, impulsado por el componente extrapresupuestario informado por la Dirección de Presupuestos. Añade que este mayor dinamismo se ha traspasado al segundo y tercer trimestre del año.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por los componentes del consumo de servicios que se han desacelerado, para efectos de dilucidar la incidencia de las expectativas y del ingreso disponible en dicho retroceso.

El señor Miguel Fuentes comenta que los servicios personales tuvieron una caída relevante en el primer trimestre; los servicios de educación privada y pública, los servicios de salud y los servicios financieros exhibieron un retroceso algo menor; y los servicios de restoranes y hoteles registraron un crecimiento del orden del 1%.

Hace presente que las proyecciones de consumo del segundo y tercer trimestre del año no dan cuenta de nuevas caídas, debido a efectos base relevantes por el lado de su componente de servicios. A título ejemplar, comenta que el año pasado, el servicio doméstico registró una fuerte caída y el consumo en casinos disminuyó cerca de 35% por un ajuste de la ley de tabacos. Este año, en cambio, no solo han comenzado a repuntar, sino que también se observará un impulso por efectos base.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación mencionando que el IMACEC del mes de abril estaría en torno a 3,0%. Advierte que esta proyección es más incierta que lo usual, porque aún se desconoce la serie de IMACEC consistente con el crecimiento trimestral de 2,6%, ya que será publicada el próximo lunes 19. El mercado, en tanto, anticipa una variación de 3,0%.

El Consejero señor Pablo García hace referencia a una presentación de indicadores líderes, donde se mencionaba que el IMCE incide de manera importante en las proyecciones de corto plazo. Consulta, por tanto, si las actuales proyecciones tienen incorporado los últimos datos de dicho indicador.

El señor Miguel Fuentes señala que dicha información está incorporada en las proyecciones, y precisa que este indicador no tiene una buena capacidad predictiva tratándose del sector construcción.

El señor Miguel Fuentes menciona que en términos nominales, las colocaciones de consumo mantienen su ritmo crecimiento, las hipotecarias exhiben una leve aceleración, las colocaciones a empresas registraron una desaceleración relevante, y las de comercio exterior presentan tasas de crecimiento negativas.

Agrega que las tasas *benchmark* de la economía se mantienen bajas, pero no continuaron cayendo respecto de la RPM previa, en un contexto en que las expectativas de crecimiento para los próximos dos años, medidas por la Encuesta de Expectativas Económicas, volvieron a ajustarse a la baja por el menor crecimiento esperado para este año.

Por otra parte, destaca que el tipo de cambio se apreció 1% desde la RPM anterior, en línea con lo que sugieren los fundamentos, esto es, el diferencial de tasas, la depreciación multilateral del dólar y los movimientos del precio del cobre. Con ello, el tipo de cambio real se ubicó en 96,9 al cierre de este Informe.

Hace presente que los salarios nominales volvieron a crecer por sobre los valores registrados en el mes de marzo de 2013, en un contexto en que el crecimiento de la economía es significativamente menor que un año atrás. Añade que estos incrementos se observan en todos los sectores y que todas las medidas de salarios nominales exhiben en la actualidad crecimientos superiores a los promedios históricos.

En materia de inflación, manifiesta que el IPC del mes de abril registró una variación muy superior a la esperada internamente, debido a las sorpresas provenientes principalmente de los ítems *core,* tanto en bienes como servicios.

Con respecto al comportamiento de la inflación en el primer cuatrimestre del año, precisa que frente a lo proyectado, la sorpresa alcanzó a 0,87 puntos porcentuales, 0,47 de los cuales se concentraron en los ítems de servicios que tienen una alta correlación con el crecimiento de los salarios, que a su vez han mostrado una resiliencia mayor que lo anticipado dado el estado del ciclo actual. Agrega que en la proyección de corto plazo, la inflación de servicios no cede.

Manifiesta que para efectos de tener una mirada detallada sobre la inflación de servicios, se dividió en tres grupos: los servicios asociados a educación y salud; los servicios ligados a salarios; y los servicios resto, que comprenden los servicios de alimentación, transporte y arriendo, y tarifas de agua. Hace notar que la inflación efectiva de los dos primeros grupos fue algo mayor que lo proyectado internamente, pero no explica el grueso de la sorpresa; mientras que el grupo de los servicios resto exhibió una tasa de crecimiento del orden del 2% en el cuatrimestre, frente a una variación del orden del 0,5% el año pasado y una proyección interna cercana a 0%, porque se estimó que la desaceleración esperada de la actividad se traduciría en una desaceleración de esos sectores.

Destaca que el sector transporte, que incluye el trasporte interurbano, taxis colectivos, tarifas de pasajes aéreos y servicios que podrían registrar alzas significativas asociadas al tipo de cambio, como los combustibles, sorprendió al alza de manera muy significativa frente a lo proyectado; los servicios de alimentación también tuvieron una incidencia importante en el error de la proyección; y los arriendos y las tarifas de agua, si bien no constituyeron una mayor sorpresa en el mes de abril, se han acelerado respecto de lo observado el año pasado y también frente a lo anticipado previamente.

En síntesis, expresa que el tipo de cambio, la indexación y los salarios explican mayormente las subestimaciones de la inflación.

En relación con el transporte, agrega que luego de la estacionalidad del verano, en el mes de marzo las tarifas no disminuyeron acorde con lo anticipado, en parte, por la notoria alza de los combustibles a fines del año pasado.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a un análisis sobre inflación presentado en una sesión de Pre Consejo, que concluye que el aumento de la inflación se explica mayoritariamente por el tipo de cambio, los salarios y los servicios vinculados a tipo de cambio e indexación. No obstante, en los gráficos que se contienen en la lámina N° 59, que tratan explicar de manera más casuística la sorpresa inflacionaria, esta no aparece muy asociada a ítems relacionados con salarios.

El Consejero señor Pablo García plantea que el análisis antedicho no sugería que la sorpresa inflacionaria estuviera vinculada a un rol de los salarios excepcional o mayor al anticipado, o que los salarios estuvieran evolucionando de manera anómala dado el desempleo, sino que la regresión de inflación de servicios daba como resultado una brecha de medio punto entre el efecto salarios y el efecto del tipo de cambio, sorpresa que era inexplicable y que sugería que el traspaso de la depreciación del tipo de cambio ha sido mayor que el previsto.

Por otra parte, hace notar que de acuerdo con el gráfico que se contiene en la lámina N° 58 de la presentación, se proyecta que los salarios nominales crecerán en torno al 7% o 7,5% de aquí a cinco meses más. No obstante, a su juicio, ello no se condice con la revisión a la baja de las proyecciones de los componentes más persistentes de la demanda, en particular el consumo, el cual se reduce prácticamente en un punto, y que es el elemento que más debiera afectar a esta dinámica salarial; por lo que plantea la posible existencia de una contradicción en lo que se reflejan en este análisis.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera reconoce la existencia de ciertas tensiones en la información que se refleja en este gráfico, las que, a su juicio, son fruto del análisis de los hechos desde distintos ángulos o puntos de vista.

En segundo lugar, señala que el tipo de cambio incide en varios ítems como un porcentaje de los costos, razón por la que puede ser el factor que, en el margen, empuja un alza de la inflación; no obstante, también se debe tener presente que los mercados y márgenes se han estrechado en algunos sectores, como el relacionado con el agua, aumentando la posibilidad de que estas alzas se materialicen.

Asimismo, hace notar que el análisis considera las proyecciones de corto plazo como punto de referencia. Hace presente que en esas proyecciones no aparecen sorpresas ahí, porque se mantiene básicamente la misma inercia de los trimestres anteriores.

Manifiesta que la nota de cautela radica en que, en el margen, los salarios, que son muy importantes para algunos ítems, sí han presentado algún grado de aceleración nominal y si bien podría ser transitoria, no ha sido incorporada directamente en la proyección de servicios. Aclara que no se está estimando un repunte en el nivel de los salarios, sino que podría haber otros elementos que podrían generar una aceleración de los mismos, más que la correlación específica con el costo de la mano de obra.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y expresa que la revisión de la inflación de servicios, cercana a una décima, es el principal ajuste de la proyección de corto plazo y se explica principalmente por la tarifa del agua potable, que tiene un componente inercial importante y, por lo tanto, debe sumarse un nuevo ajuste en los datos del mes de abril al ya realizado. Agrega que la inflación SAE también se ha revisado al alza en el horizonte de proyección.

El IPC, en tanto, se ha corregido desde 0,1 a 0,3% para el mes de mayo, en parte importante por el alza de gasolina observada en el mes de abril; y el registro en doce meses alcanzaría su punto máximo en dicho mes, en torno a 4,6% de acuerdo con la canasta de referencia, y a 4,4% al término del año.

Deja constancia que para efectos de esta proyección se ha supuesto un tipo de cambio de $563, que corresponde al valor promedio registrado en los diez días previos a su realización, y que el considerar un tipo de cambio de $550 se traduciría en torno a una décima menos de inflación en el mes de septiembre próximo, desde 3,8% a 3,7% en doce meses.

Por último, deja constancia que las expectativas de inflación de más largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3%.

Al concluir su presentación, manifiesta que las expectativas de TPM evidencian recortes de menor magnitud en los próximos meses; y que la curva *forward* se ha movido hasta un mínimo de 3,75%.

Agrega que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas, más del 60% de los analistas consultados espera la mantención de la TPM en esta oportunidad y el resto, un recorte de 25 puntos base; en tanto que la encuesta Bloomberg y la Encuesta de Operadores Financieros reflejan un grado mayor de consenso en cuanto a su mantención en esta Reunión.

Para el mes de junio, en tanto, las opiniones de mercado están más divididas, ya que si bien la opción mayoritaria es un recorte de 25 puntos base, cerca del 40% anticipa su mantención y el 10%, una baja de 50 puntos base.

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

El Vicepresidente señor Enrique Marshall plantea la conveniencia de contar con un diagnóstico más afinado respecto del comportamiento del empleo por cuenta propia en los últimos meses. Lo expresado, atendido que se ha puesto énfasis en que la caída del consumo se relaciona con señales de debilidad del mercado laboral, específicamente con un crecimiento comparativamente mayor del empleo por cuenta propia respecto del empleo asalariado.

En su opinión, para tener un mejor diagnóstico sería preciso considerar también que los salarios se mantienen o exhiben una leve alza en el margen, como también los antecedentes sobre el sector agrícola, donde la producción aumenta, pero el empleo disminuye, lo cual daría cuenta de un fenómeno de carácter más estructural que cíclico.

Por último, manifiesta su preocupación por la inflación, superior a 4% anual en los últimos meses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar el significativo aumento del empleo asalariado y por cuenta propia en el año 2011, la caída de este último en el año 2012 y su aumento a partir del segundo trimestre del año pasado, que se intensifica durante el primer trimestre del año en curso. Lo anterior, podría reforzar la opinión referida a que el empleo por cuenta propia es más frágil, lo que podría explicar su evolución, pero manifiesta su duda en cuanto a si ese razonamiento puede extenderse para justificar estas cifras.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que de acuerdo con los antecedentes disponibles, se observa sistemáticamente que en los ciclos positivos, el empleo aumenta y el de cuenta propia cae, y viceversa, y que el efecto del empleo por cuenta propia es bastante incierto.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:30 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 16:00 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 210, incorporándose a esta Sesión el Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de noviembre de 2014 se efectuará el día martes 18 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

En lo concerniente al escenario externo, indica que las condiciones financieras internacionales han continuado mejorando, como se refleja en el descenso de los premios soberanos y bancarios, el repunte de las bolsas de valores y la apreciación de las monedas de economías emergentes frente al dólar estadounidense; que las proyecciones de crecimiento de las economías desarrolladas siguen marcando una recuperación liderada por Estados Unidos de América, mientras que las proyecciones de consenso para las economías emergentes se han corregido levemente a la baja; y que los precios de las materias primas no muestran cambios significativos, aunque destaca el aumento reciente del precio del cobre.

En el plano local, señala que los indicadores de actividad y de demanda final del primer trimestre evolucionaron de acuerdo con lo contemplado en el último IPoM; y que el empleo crece en torno al 2% anual y la tasa de desocupación se mantiene en la parte baja de sus valores históricos, aunque exhibe aumentos en los últimos meses.

En materia de inflación, menciona que el registro del mes de abril superó lo previsto por las expectativas de mercado y también por las proyecciones internas, sumándose a sorpresas anteriores en la misma dirección. Además, resalta que todas las mediciones —subyacente y volátiles, de bienes y servicios— mostraron un repunte en este período, pero las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno al 3%.

Por último, informa que para esta Reunión no se esperan cambios en la TPM, pero para las próximas Reuniones el mercado ha ajustado levemente al alza la trayectoria esperada para dicha tasa, anticipando ahora solo un recorte adicional de 25 puntos base.

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

En primer término, plantea que el panorama internacional descrito es similar al analizado en la última Reunión y también al contenido en el IPoM del mes de marzo, salvo por una mejora marginal en las condiciones financieras globales; y que continúa la preocupación por el crecimiento económico y también por la fortaleza financiera de China.

En segundo lugar, indica que los antecedentes internos confirman que la actividad resto y la demanda final crecen a un ritmo moderado y similar al proyectado en el último IPoM, esto es, en torno a 2,5 y 2,0%, respectivamente, continuando el patrón que se viene observando desde mediados del año pasado. Agrega que la brecha negativa entre demanda y producto implica una moderación del déficit de la cuenta corriente, que ha sido algo más intensa de lo anticipado en dicho Informe. Plantea además, que el ritmo de expansión del PIB, inferior a las estimaciones habituales de crecimiento potencial, significa en el tiempo un menor uso de la capacidad instalada, que a mediano plazo debiera contribuir a reducir las presiones inflacionarias internas. Sin embargo, advierte que la estimación de la magnitud de estas holguras disponibles es imprecisa. Al respecto, consigna que la tasa de desempleo continúa en niveles bajos en términos históricos, aunque en los últimos meses se han observado señales de descompresión, incluyendo la menor creación de empleos asalariados, la disminución de vacantes laborales y el aumento de los trabajadores por cuenta propia.

En materia de inflación, manifiesta que el registro del mes de abril sorprendió nuevamente al alza y que en los últimos cuatro meses, el IPC y el IPCSAE han acumulado aumentos superiores a 2%, comportamiento que refleja, en lo sustantivo, el impacto de la depreciación del peso y la influencia de alzas en los precios internacionales de los alimentos, especialmente de los cereales. Sin embargo, también llama la atención el repunte de la inflación de servicios, que refleja la incidencia de diversos reajustes tarifarios, en parte influidos por la evolución reciente del tipo de cambio. Al mismo tiempo, aquellos rubros que están más directamente vinculados a la evolución de las remuneraciones muestran un comportamiento inercial. Sobre este aspecto, destaca que en los últimos meses, los salarios nominales han presentado un cierto repunte, mientras que los salarios reales muestran una desaceleración como consecuencia de los mayores registros inflacionarios.

El señor Luis Óscar Herrera señala que la sorpresa inflacionaria del mes de abril afectó las expectativas en los plazos más próximos. Sin embargo, a plazos mayores no se observan cambios relevantes en las expectativas inflacionarias, que se mantienen en torno al 3% anual, lo que refleja que estas sorpresas han sido evaluadas como efectos transitorios y que se espera que las holguras de capacidad contribuyan más adelante a reducir estas presiones inflacionarias.

En cuanto a las opciones de política monetaria para esta Reunión, expresa que la de mantener la TPM se puede justificar en que esta se ha recortado en 100 puntos base en los últimos meses, las tasas de corto y largo plazo en el mercado han disminuido, el tipo de cambio real se encuentra depreciado respecto de su promedio histórico, mientras que la inflación se encuentra transitoriamente sobre el límite superior del rango de tolerancia. Además, mantener la tasa en esta oportunidad, sin descartar la posibilidad de introducir ajustes más adelante, permitiría acumular mayores antecedentes sobre la persistencia de las sorpresas inflacionarias que se han observado en los últimos meses. No obstante, aunque en el escenario más probable este aumento de la inflación por sobre 4% será transitorio, la sucesión de sorpresas al alza amerita algún grado de cautela en esta materia. En cuanto a los aspectos tácticos, indica que la decisión de mantener la TPM coincide con las expectativas mayoritarias.

Por su parte, plantea que la alternativa de recortar la TPM es coherente con la proyección de que seguirán acumulándose holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería contribuir a reducir las presiones inflacionarias. Este escenario, como se señaló en el último IPoM, podría requerir un impulso adicional para asegurar que la inflación permanezca en torno a la meta en el horizonte de política. En cuanto a los aspectos tácticos, indica que un recorte de la TPM en esta oportunidad sería sorpresivo y podría entregar una señal equívoca considerando el tono de los registros inflacionarios recientes.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que por las razones antedichas, recomienda mantener la TPM en 4,0% anual y el sesgo a la baja en el Comunicado de esta Reunión, pero expresando mayor cautela por el comportamiento reciente de la inflación.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y no habiendo comentarios por parte del *staff*, ofrece la palabra al Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco.

El señor Alejandro Micco inicia su intervención agradeciendo a los señores Consejeros y a los profesionales presentes, y manifiesta su satisfacción por ser esta la primera Reunión de Política Monetaria en la que participa en calidad de Subsecretario de Hacienda.

El señor Alejandro Micco menciona que los antecedentes de cuentas nacionales del primer trimestre del año ratifican la fuerte desaceleración que ha registrado la economía y que comenzó hace más de un año.

En lo atinente a la demanda, señala que los datos conocidos en esta Reunión muestran que la inversión en capital fijo se contrajo más que lo anticipado y que los inventarios se siguen desacumulando. Agrega que el antecedente más destacado que presenta esta cifra sería la importante desaceleración que exhibe el consumo privado que, como es sabido, es uno de los componentes más estables de la demanda interna y se ha corregido en más de 1% a la baja respecto de lo estimado en el último IPoM. Además, ello se da junto con un incremento en la tasa de desempleo en el último trimestre móvil y un empleo asalariado que crece a tasas muy bajas.

En su opinión, ello anticipa que la actividad seguirá con un crecimiento bajo su potencial en los próximos trimestres, tal como se desprende de las nuevas proyecciones de la Gerencia de División de Estudios, con lo cual las brechas de holgura se seguirán ampliando.

Hace presente que en el último mes sorprendió el registro de inflación, que estuvo bastante por sobre las proyecciones de mercado y del propio Banco Central. A su juicio, es más probable que este elevado registro refleje el impacto rezagado de la fuerte depreciación del peso experimentada entre fines de 2013 y comienzos de este año, y que en menor medida sea el resultado de las estrecheces de holguras que en algún momento se observaron a mediados del ejercicio pasado.

Señala que lo importante a destacar es que si bien las expectativas de inflación de corto plazo se han movido al alza, a mediano plazo se mantienen perfectamente alineadas con la meta.

Consigna que a pesar de los registros inflacionarios, el mercado sigue esperando que el Banco Central le dé un impulso adicional a la economía. En efecto, tanto las Encuestas de Expectativas como las curvas *forward* anticipan al menos una reducción adicional en la tasa de política monetaria.

El señor Alejandro Micco estima que la decisión de política de esta y las próximas Reuniones debe considerar el impulso monetario más adecuado dada la trayectoria más probable para la inflación, de manera que esta converja a la meta en su horizonte de política, y sopesar adecuadamente los riesgos que se plantean.

En cuanto a la trayectoria para la inflación, es sabido que está determinada por factores externos, por los movimientos del tipo de cambio y por las holguras de capacidad. Respecto de los primeros, hace notar que a comienzos de año se registraron importantes movimientos al alza, en parte por conflictos geopolíticos en Asia Central, mientras que en los últimos meses se ha observado una caída en los precios de los *commodities*.

En lo concerniente a los efectos del tipo de cambio, expresa que tienden a ser bastante inmediatos en la inflación y que de no mediar depreciaciones adicionales de la moneda, no se debiesen observar presiones inflacionarias relevantes en adelante. Por último, señala que las holguras de capacidad se han ampliado y probablemente lo sigan haciendo en los próximos trimestres, de acuerdo con las propias proyecciones del Banco Central.

En razón de lo expresado, considera que todos los elementos apuntan a que la trayectoria más probable para la inflación será a la baja y que su convergencia a la meta en el horizonte requiera de un impulso monetario adicional.

En materia de riesgos, plantea que hoy existe el riesgo de corto plazo de que la inflación pueda aumentar aún más por factores puntuales. A su juicio, ello podría llegar a incidir en las expectativas de mediano plazo, lo cual dificultaría el manejo monetario. Si bien considera que es un riesgo relevante, que es necesario tener en consideración, por otro lado existe el riesgo de que la actividad se desacelere más de lo proyectado.

Añade que las expectativas de las empresas se han deteriorado y que la trayectoria que traen los componentes más persistentes de la demanda es a la baja, por lo cual este es un riesgo con una probabilidad de materialización relativamente alta.

Al finalizar su intervención, el Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco señala que atendidos los rezagos con los que actúa la política monetaria, demorarse en enfrentar una desaceleración más profunda implica no solo un riesgo para la convergencia de la inflación en el horizonte de política, sino que también conlleva un costo social innecesario.

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

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo el análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios y del *staff* de la Institución, los antecedentes proporcionados para esta Reunión, así como también los análisis recibidos en las reuniones de Pre Consejo y de preparación del IEF, que complementan las discusiones del día de hoy.

En primer lugar, indica que en términos de crecimiento y su composición, lo más relevante es la evaluación de que, a pesar que el ritmo agregado de expansión del PIB es similar al previsto en el IPoM, el consumo privado y los sectores de oferta ligados a servicios están mostrando una desaceleración más pronunciada. En efecto, estos últimos están creciendo un punto y medio menos de lo previsto y el consumo, en torno a un punto menos, lo que motiva a revisar en medio punto a la baja las perspectivas de crecimiento para el tercer trimestre de este año.

Congruente con lo expresado es lo que se observa en el mercado laboral, donde se está manifestando la situación cíclica de desaceleración en las cifras de desocupación, el empleo asalariado —que lleva tres trimestres móviles contrayéndose en términos desestacionalizados— y las vacantes. A ello se suma la situación desmedrada de la inversión y las caídas adicionales de los indicadores de expectativas. Hace notar que ello también está teniendo incidencia en el encuadre de ahorro e inversión, como se puede advertir en las cifras de cuentas externas, que al analizarlas en términos de su magnitud y el hecho de que no están vinculadas al precio del cobre, debiesen ser equivalentes en el orden de un punto más de saldo en cuenta corriente para el año respecto de lo previsto en el IPoM.

Añade que la evolución de los mercados financieros también sugiere que lo anterior responde a una debilidad persistente de la demanda. A su juicio, esta es la forma como se puede compatibilizar el hecho que los agregados crediticios se desaceleren, las primas por riesgo bajen, y se advierten caídas sustanciales de las tasas de los bonos de largo plazo del Banco Central y de la Tesorería General de la República. Acota que el comportamiento alicaído de la demanda también es congruente con la depreciación real del peso.

En cuanto a la forma como ello se puede encuadrar con las noticias de inflación, considera que sería errado deducir conclusiones estructurales de la mayor inflación de algunos meses. En este sentido, los antecedentes presentados por la Gerencia de División Estudios indican que las mayores sorpresas se han materializado en ítems que habrían respondido más que lo esperado a la depreciación del tipo de cambio. En todo caso, señala que siempre se puede hacer una evaluación de tipo más bien holística, donde esto es producto de un entorno cíclico más estrecho. No obstante, para considerar hipótesis alternativas de menores holguras, no basta con observar más inflación, sino que es necesario descartar una o dos situaciones. En primer lugar, que el ciclo del mercado laboral está de cierta forma atrasado respecto de patrones normales, pero sigue operando normalmente y, por lo tanto, reaccionará en los próximos trimestres; o que el coeficiente de traspaso está siendo mayor que lo previsto. En su opinión, no hay evidencia por ahora que permita descartar esas dos alternativas.

En este contexto, donde las condiciones financieras son más holgadas, con primas, tasas y agregados respondiendo más lentamente debido a la evolución del ciclo de demanda, estima que el Consejo no debiese exagerar el impacto expansivo que la estructura de tasas de interés de mercado puede estar induciendo. Por el contrario, esta estructura de tasas, junto con expectativas de inflación en el horizonte de política en la meta, sugiere que se precisa un impulso monetario adicional.

En estas circunstancias, cree que sigue siendo necesario implementar la estrategia de política monetaria prevista en el IPoM y no sobre reaccionar a noticias coyunturales que muy bien pueden ser transitorias, como de hecho lo indican las expectativas privadas de inflación, que sugieren que la inflación debería volver al centro del rango meta hacia el próximo año. No obstante, estima que en esta ocasión se deben considerar factores tácticos vinculados al cambio en las expectativas privadas, tanto respecto de la TPM como de la inflación en el corto plazo, luego del dato más reciente de IPC. En este sentido, y como lo consigna la Gerencia de División Estudios en la Minuta de Opciones, reducir la TPM en esta oportunidad no es esperado por la gran mayoría de los agentes y los observadores, razón por la que una acción de este tipo puede llevar a confusión y ser difícil de comunicar. En su opinión, una alternativa sería reducir la tasa en 25 puntos base y eliminar el sesgo, de manera de complementar el mensaje de política monetaria. Sin embargo, dada la evolución que se observa en el ciclo económico y la persistencia probable de la debilidad en el consumo de los sectores vinculados a los servicios, rebajar la TPM a 3,75% podría ser insuficiente, ya que una vez que se disipen los efectos de una sola vez de los registros inflacionarios podría ser necesario continuar reduciendo la tasa.

En razón de lo expresado precedentemente, el Consejero señor Pablo García manifiesta que su voto es por mantener la TPM en esta ocasión, pero conservando el sesgo asociado que refleje la posibilidad de recortes adicionales en el futuro.

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

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el apoyo de los personeros de la Gerencia de División Estudios y expresando su reconocimiento por el esfuerzo especial por incorporar nuevos elementos al análisis, muchos de los cuales se han reflejado en las Reuniones previas, y atender las peticiones que se han formulado para fines de un mejor entendimiento del acontecer económico y financiero nacional e internacional.

En relación con la decisión que corresponde tomar en esta Reunión, manifiesta que hace suyo el análisis de la Gerencia de División Estudios consignado en la Minuta de Opciones, con excepción de lo que respecta a algunas consideraciones relativas a las holguras de capacidad existentes, por las razones que pasará a explicar a continuación. En consecuencia, señala que en esta ocasión, su voto es por mantener la TPM en 4% y por suavizar el sesgo en el Comunicado.

Sin embargo, atendido que se está en vísperas de la preparación del IPoM del segundo trimestre del año, presentará un análisis más extenso que lo habitual, que apunta a la orientación de la política monetaria en una perspectiva de más largo plazo. Por este motivo, solicita que los planteamientos siguientes se excluyan de la Minuta de esta Reunión, sin perjuicio de que queden incorporados en el Acta de la Sesión.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que, a su juicio, la evidencia reciente apunta a la existencia de menores holguras de capacidad que las observadas un tiempo atrás. Lo expresado, basado en los siguientes elementos. En primer lugar, la inflación ha sorprendido al alza por varios meses, y si bien aún está en niveles tolerables, la experiencia indica que ello puede cambiar bastante rápido. Deja constancia que su temor radica en que nuevas sorpresas al alza pueden comenzar a afectar las expectativas de inflación a plazos de un año o más.

En segundo término, la cuenta corriente presenta un déficit del orden del 3% del PIB, tanto en términos nominales como a precios de tendencia. En su opinión, ese nivel, por lo menos a nivel de precios de tendencia, es adecuado y representa una corrección importante respecto de los que se observaban y proyectaban tiempo atrás. Sin embargo, cree que también está cerca del límite que dicta la prudencia si es que entramos a un período de menor abundancia de financiamiento externo.

Por último, las tasas de desempleo se ubican en niveles históricamente bajos, y si bien han aparecido señales de algún alivio en la evolución del empleo, todavía los salarios nominales crecen a tasas excesivas y en lo más reciente se ha advertido una aceleración de los mismos.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que frente a esta situación, cabe preguntarse cuál es la respuesta de política económica óptima.

Manifiesta que su impresión es que la economía viene saliendo de un período de fuerte expansión, liderada por la demanda interna y, en particular, la inversión, que llevó a que el PIB transitara por un nivel por encima de su potencial durante varios años. Sobre el particular, indica que está plenamente consciente de que esta es una afirmación controversial, porque nuestras mediciones de PIB potencial no muestran aquello. Sin embargo, estima que la evidencia apunta a que el PIB de tendencia no refleja adecuadamente las restricciones de capacidad que enfrenta la economía, y que los datos recientes parecen sugerir que la tasa de desempleo y la evolución de la cuenta corriente a precios de tendencia estarían reflejando de mejor manera las limitaciones que enfrenta la economía en la actual coyuntura. Si bien la inflación durante un buen tiempo no respondió a dichas limitaciones, cree que ello se debió a la apreciación cambiaria, pero una vez que el tipo de cambio se ha ajustado, dichas restricciones de capacidad también se han empezado a reflejar en la inflación.

Hace presente que su lectura de los datos es que la desaceleración actual, impulsada por un ajuste mayor que el anticipado en la inversión, es una corrección saludable, que acerca a la economía a su PIB de tendencia, pero desde arriba, no desde abajo. En estas circunstancias, señala que el rol de la política monetaria y fiscal es suavizar ese ajuste e intentar impedir una caída excesiva de la demanda interna, pero aceptando que la eliminación de los desequilibrios acumulados pasa porque la economía transite por algunos trimestres por un crecimiento menor al de tendencia.

Mirando hacia adelante, considera que el presupuesto vigente para el año 2014 tiene ya un claro sesgo expansivo, especialmente si se considera el bajo nivel de ejecución de la inversión pública en el 2013.

En lo que respecta a la política monetaria, consigna que el nivel actual de la TPM de 4% es inferior a la inflación efectiva y a la esperada en los próximos seis meses. Por otra parte, las tasas de interés de mercado se encuentran en niveles muy bajos, comparables a las prevalecientes cuando se estaban aplicando las medidas de estímulo cuantitativo en el año 2009.

Mientras tanto, en Estados Unidos de América se comienza a retirar el estímulo monetario y en muchos países emergentes han comenzado a subir las tasas de interés de mercado, y en algunos de ellos, también las de política monetaria.

En este contexto, estima que salvo que aparezcan señales claras de desviaciones significativas respecto de nuestro escenario base, las tasas de interés deberían permanecer en los niveles actuales, y en la medida que el crecimiento del PIB se recupere, debería ajustarse al alza para acercarse a niveles más cercanos a los de una tasa neutral. Si bien desconoce el nivel exacto de dicha tasa, que por lo demás depende también de las tasas de interés internacionales, manifiesta su seguridad en cuanto a que es claramente positiva en términos reales.

El Consejero señor Joaquín Vial finaliza su intervención planteando que, en su opinión, este debería ser el foco del debate en la preparación del próximo IPoM.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención destacando los siguientes aspectos.

En lo concerniente al ámbito externo, señala que no se aprecian grandes novedades que justifiquen un panorama distinto del anticipado, en cuanto a que continúa la recuperación en Estados Unidos de América, mientras que en Europa destacan el bajo dinamismo e inflación, que anticipan un mayor impulso monetario hacia adelante. No obstante, estima que las dificultades estructurales en la Zona Euro continúan sin mayores modificaciones. En las economías emergentes, en tanto, algunas señales de mayor estabilidad han contribuido a mantener estables los precios de los *commodities* y las condiciones de financiamiento externo, aunque los riesgos de un deterioro mayor en algunas de estas economías continúan vigentes.

En lo atinente al ámbito interno, indica que la actividad y la demanda han consolidado un proceso de desaceleración algo mayor que el anticipado hace algunos meses, pero en línea con lo previsto en el último IPoM. No obstante, resalta algunas diferencias en la composición, derivadas principalmente del mayor ajuste en los indicadores de consumo y un mayor dinamismo en las exportaciones. A su juicio, en el neto, estos patrones son coherentes de alguna manera con la trayectoria observada del tipo de cambio real.

En su opinión, contrasta con este ritmo de desaceleración la trayectoria que exhibe el mercado laboral, que tanto en la dinámica de los salarios como de empleo da cuenta de que las holguras que podrían haberse generado en la actividad aún no han tenido un correlato marcado en dicho mercado.

A su vez, los indicadores agregados de crédito siguen mostrando una trayectoria de normalidad, donde destaca un mayor dinamismo de los créditos y un menor crecimiento de los créditos comerciales. Considera que estos antecedentes deben ser seguidos con mayor atención en adelante, aunque en lo fundamental siguen dando cuenta de un sistema financiero que ha acomodado adecuadamente la situación cíclica por la cual atraviesa la economía nacional. Acota que las bajas tasas de interés en los mercados monetario y a plazos más largos también dan cuenta de ello.

Manifiesta que la inflación fue lo más llamativo en el último mes, tanto por su alto registro como porque viene a confirmar una tendencia de mayor inflación respecto de lo anticipado hace algunos meses. Precisa que parte de ello se explica por los efectos de una depreciación del tipo de cambio, lo que es un fenómeno central en el mecanismo de ajuste cíclico de la economía chilena. En conjunto con el dinamismo mostrado por los salarios, se deduce que la lectura que se puede hacer de ello es que las presiones de márgenes a que han estado enfrentadas muchas empresas han impulsado la inflación algo más allá de lo que se pudo haber anticipado algunos meses atrás, y esto debiera llevar a que la inflación se sitúe por sobre el 4% durante gran parte del año.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, estos fenómenos debieran ser interpretados como transitorios, como cree que lo ha interpretado el mercado y lo ha internalizado en sus precios, tanto porque los efectos de la depreciación real de carácter permanente sobre la inflación debieran ir amainando en el tiempo, como por el hecho que las presiones sobre el mercado laboral también debieran disminuir a medida que la actividad mantenga un dinamismo acotado. Sin embargo, estima que los registros de inflación y las señales que se derivan de ello sugieren claramente una mayor cautela en la interpretación de los datos y en nuestro accionar.

Con respecto a la trayectoria futura de la TPM, recuerda que el análisis efectuado con ocasión del último IPoM sugería que esta se encontraba *grosso modo* en un nivel adecuado dada la posición cíclica de la economía, aunque algún ajuste adicional podría ser requerido. Señala que esa es la comunicación que se hizo en ese momento y la que se ha venido sosteniendo.

Plantea que desde entonces hay dos novedades relevantes. La primera de ellas, que la actividad y la demanda se han mantenido en torno a los niveles anticipados, aunque se espera una menor desaceleración en adelante, en niveles que todavía están por evaluarse; y la segunda, que los registros de inflación han sido mayores y ello *per se* podría inducir una mayor dinámica inflacionaria en adelante, aunque ese riesgo se encuentra acotado por ahora, dado que las expectativas se ubican en un nivel de 3% hacia el próximo año. Sin embargo, estima que la mayor novedad respecto del mensaje que está entregando este mayor registro de inflación es un tema objeto de discusión y evaluación, que da cuenta de un entorno de brecha y presiones salariales algo más incierto.

El Consejero señor Sebastián Claro considera que, por ahora, sigue vigente la posibilidad de que se requiera algún ajuste futuro de la TPM, pero respecto de la situación de hace algunos meses, estima que este no es inminente y que se precisa más información para llevarlo a cabo.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 4% anual y por introducir algún cambio en el Comunicado que dé cuenta de una mayor inquietud por la inflación.

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

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

Manifiesta que, en su opinión, la noticia más relevante del último mes es el sorpresivo registro inflacionario del mes de abril, ya que en lo demás, los desarrollos están bastante en línea con lo contemplado en nuestro escenario base.

En lo concerniente al frente externo, indica que las señales de recuperación en las economías desarrolladas se afianzan, con los matices, las diferencias y los vaivenes que han marcado este proceso en el último tiempo; las economías emergentes continúan presentando indicadores más bien débiles; y los mercados financieros internacionales han permanecido relativamente estables, consolidándose sentimientos más favorables.

Sin perjuicio de lo señalado, plantea que desde la perspectiva de Chile, lo que prevalece son condiciones externas que se han deteriorado en el último tiempo.

En lo atinente al ámbito interno, advierte que el último IMACEC confirma el lento crecimiento de la demanda y la actividad, con las diferencias entre sectores económicos y componentes de la demanda propias de un ciclo de esta naturaleza. Agrega que los indicadores de inversión continúan débiles y el consumo exhibe tasas de crecimiento en declinación, lo que parece encontrar explicación en las holguras que se estarían generando en el mercado laboral y en expectativas de los consumidores menos favorables.

Hace notar que el crédito muestra los efectos de una demanda que se ha debilitado en el margen y de una oferta que se ha tornado algo más restrictiva, respondiendo a una percepción de mayor riesgo en determinados segmentos, lo que se manifiesta con claridad en el crédito comercial. En todo caso, plantea que las colocaciones a las personas no muestran por el momento cambios perceptibles en su ritmo de crecimiento.

Añade que la inflación volvió a sorprender al alza, con lo cual el registro anual se ha ubicado sobre el 4%, y que se mantiene el diagnóstico de que este es un fenómeno transitorio, estrechamente relacionado con la devaluación del peso. Sin embargo, el incremento de la inflación subyacente lleva a pensar que la dinámica inflacionaria de corto plazo tendría una intensidad y/o persistencia algo superior a la proyectada con antelación, lo que se podría relacionar con el comportamiento de los salarios.

En todo caso, prevalece la visión de que este incremento de la inflación es transitorio, considerando la desaceleración de la actividad y la demanda hacia adelante; y que coherente con ello, el mercado ha elevado sus proyecciones de corto plazo, pero mantiene expectativas en línea con la meta para el mediano plazo.

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

En su opinión, la opción de bajar la tasa se podría justificar por la evolución observada y proyectada para la demanda y la actividad. Sin embargo, la inflación de corto plazo plantea la necesidad de proceder con prudencia y evitar que los pasos que se den sean mal interpretados por el mercado. En ese sentido, considera que un recorte en esta Reunión podría entenderse como una cierta despreocupación por la inflación de corto plazo y como una señal de excesiva confianza en que esta volverá a la meta.

A juicio del Vicepresidente señor Enrique Marshall, para efectos de la decisión en esta Reunión, se debe reconocer además que el nivel actual de la TPM no constituye una limitación, por lo menos no una limitación severa, para que el proceso de ajuste o recomposición del crecimiento continúe, y que en esta perspectiva, se debe tener presente el relativamente bajo nivel de las tasas largas y de las tasas de financiamiento del sector corporativo. En ese contexto, estima que no existe excesiva premura para mover la tasa y es perfectamente posible esperar hasta tener mayores antecedentes.

Expresa que las consideraciones antedichas lo llevan a preferir la opción de no innovar en materia de tasa en esta Reunión y por reflejar en el Comunicado alguna mayor preocupación por el curso de la inflación de corto plazo. Acota que próximamente se iniciará la preparación del IPoM del segundo trimestre, lo que brindará la oportunidad de efectuar una revisión completa, como es del caso, de nuestras proyecciones y evaluar con mayor precisión y detalle la orientación de la política monetaria.

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

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

En lo concerniente al escenario externo, señala que se consolida una recuperación en el mundo avanzado, a pesar de los bajos datos de crecimiento del primer trimestre en Estados Unidos de América, que se estima fueron transitorios y producto de las condiciones climáticas. Resalta que el desempleo sigue cayendo en esa economía y que las últimas cifras de creación de empleo son más sólidas. Además, si todo va de acuerdo con lo proyectado, a fines de año la Reserva Federal terminaría con la compra de activos y a mediados del próximo empezaría el alza en sus tasas de interés de política monetaria. Agrega que la moderación de las tasas largas da cuenta de un proceso esperado gradual, aunque no se pueden descartar volatilidades mayores hacia adelante.

Hace presente que en Europa se tuvo un nuevo trimestre de crecimiento positivo, aunque moderado, y que la baja inflación y las declaraciones de sus autoridades monetarias llevan a pensar que podría haber estímulos monetarios adicionales. Japón, por su parte, sorprende por su elevado crecimiento en el primer trimestre, aunque podría ser transitorio debido a un adelantamiento de consumo producto del alza esperada del IVA.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en Chile, una noticia muy relevante desde nuestra perspectiva fue la inflación del mes de abril, significativamente superior a la proyectada. En su opinión, fue relevante no por el dato puntual, sino porque con ello se completan varios meses de inflaciones mayores que las esperadas, llevando a que esta variable acumule en el año, tanto en su totalidad como en su componente subyacente, cifras superiores a 2%. Consigna que, en doce meses, la inflación total llega a 4,3%, mientras que la subyacente está en la parte alta del rango de tolerancia del Banco Central; y que se estima que la inflación total se mantendrá por sobre el límite superior de este rango por varios meses y la proyección para el año estará bastante por arriba de la consignada en el IPoM de marzo.

Menciona que una parte relevante de este aumento en la inflación dice relación con la depreciación del peso, lo que implicaría un efecto transitorio sobre la inflación, pero no puede minimizarse el hecho que el aumento en la inflación parece algo más amplio que solo eso. Añade que los salarios nominales también han tenido un comportamiento al alza en los últimos meses, coherente con un mercado laboral que sigue estrecho; y que las expectativas inflacionarias a corto plazo han subido, pero en el horizonte de proyección siguen ancladas a la meta.

Por último, indica que la actividad sigue mostrando cifras de crecimiento bajas y además, con una demanda interna creciendo por debajo de la actividad, lo que implica que se estarían generando brechas de producto que hacia adelante debieran traducirse en menores presiones sobre los precios. A ello se agrega un mercado laboral, que aunque estrecho, parece también ir generando algunas holguras, tal como se desprende del Informe de Percepciones de Negocios y de la mayor preponderancia que ha ido adquiriendo el componente cuenta propia en la creación de empleos.

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

A juicio del Presidente señor Rodrigo Vergara, es importante recalcar que la TPM ya se ha recortado en 100 puntos base desde el pasado mes de octubre y que las tasas de largo plazo se mantienen en niveles particularmente bajas. Además, los costos de financiamiento, tanto para el corto como para el largo plazo, se encuentran en niveles que no se habían visto en años, e incluso en algunos casos son mínimos históricos. En otras palabras, hay un impulso vía tasas de interés que ya es bastante importante.

Por otra parte, resalta que son ya varios meses con una inflación superior a la esperada. Ello, junto a que parece cubrir precios de productos y servicios cuyos determinantes van más allá del componente cambiario, llaman a proceder con mayor cautela. Considera que es importante dar la señal que en materia inflacionaria el Consejo no va a tolerar que las expectativas se desanclen y que hará lo que sea necesario para que ello no acontezca. Por todas las circunstancias antes mencionadas, señala que este es un momento clave para dar ese mensaje. Enfatiza que es la mejor contribución que el Banco Central puede hacer para lograr un crecimiento sostenido.

Plantea que es cierto que el bajo dinamismo de la actividad y de la demanda debieran reducir las presiones sobre los precios a futuro. No obstante, en un ambiente donde el impulso monetario ya es elevado, los precios han subido por un tiempo mayor que lo proyectado y la inflación supera el rango de tolerancia, una señal de baja de tasas en esta oportunidad podría generar la percepción de un Banco Central menos comprometido con su meta de inflación.

Por lo demás, estima que en las actuales circunstancias, esperar un tiempo antes de seguir dando mayor estímulo monetario no produce gran efecto en cuanto a que las condiciones de tasas de interés a los distintos plazos ya son particularmente expansivas. Por el contrario, una decisión de esa naturaleza podría entregar un mensaje equívoco.

Por los motivos antedichos, expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,0% anual y el sesgo expansivo, pero dando una señal en el Comunicado que una mayor expansividad de la política monetaria está sujeta a señales más claras que las hoy disponibles y a menores presiones inflacionarias.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,0% anual.

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

N° 210-01-140515 - Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, los antecedentes recientes confirman las perspectivas de recuperación de las economías desarrolladas, en tanto que se mantienen las proyecciones de un crecimiento moderado para las emergentes. Las condiciones financieras externas mostraron una mejora en el último mes y el dólar se depreció a nivel internacional. Respecto del precio de las materias primas, destaca el repunte del precio del cobre. La inflación de las economías desarrolladas sigue acotada, por lo que los mercados continúan anticipando una lenta normalización de sus políticas monetarias.

Los antecedentes de la economía local confirman el bajo dinamismo de la actividad y la demanda, en línea con el escenario base del IPoM de marzo. Aunque se observan señales de menor dinamismo del mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene baja. La inflación de abril superó lo previsto, situándose en 4,3% anual. Las medidas de inflación subyacente y la variación de los salarios nominales también mostraron un repunte en el último mes. Las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3% anual. En el escenario más probable, se estima que el aumento de la inflación —vinculado entre otros factores a la depreciación del peso— será transitorio, lo que se seguirá monitoreando con especial atención.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17:25 horas.

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente

JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ALEJANDRO MICCO AGUAYO
Subsecretario de Hacienda

PABLO GARCÍA SILVA
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe