



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 196 celebrada el día jueves 14 de marzo de 2013

En Santiago de Chile, a 14 de marzo de 2013, siendo las 11:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Asesor de la Presidencia,
don Víctor Riquelme Peñaloza; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 196, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de septiembre de 2013 se celebre el día jueves 12 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín ha informado que asistirá a esta Sesión de Política Monetaria únicamente en la parte de ella que se reiniciará a las 15:30 horas, de manera de estar presente en el análisis de las opciones de política monetaria y la adopción de los acuerdos correspondientes.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los hechos destacados en materia de mercados financieros desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que a pesar de la incertidumbre política en Italia, las condiciones financieras no presentaron un deterioro, e incluso más, que la volatilidad ha retrocedido, llevando al VIX a niveles cercanos a sus mínimos históricos.

En segundo lugar, informa que las bolsas de las economías desarrolladas han presentado aumentos en sus precios y que se habrían producido movimientos de fondos desde economías emergentes, cuyos mercados exhiben un desempeño más modesto.

En tercer término, indica que el nuevo Presidente del Banco Central de Japón se ha alineado con los criterios de la política fuertemente expansiva del gobierno.

Comenta, además, que Moody's redujo la calificación de riesgo del Reino Unido de "Aaa" a "Aa1" y que Fitch hizo lo propio con la de Italia de "A-" a "BBB+", mientras que Standard & Poor's mantuvo la de Japón en "AA-". Hace notar que ello no revistió mayor sorpresa, no así la mejora del *outlook* de México por parte de esta última agencia clasificadora, situándolo en "BBB".

A título de último hecho destacado en el ámbito de los mercados financieros, hace presente que han primado las decisiones en orden a mantener las tasas rectoras, así como las políticas de estímulo en las economías desarrolladas. En este sentido, consigna que el Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke reiteró su compromiso de mantener tasas bajas por un período prolongado, a pesar de las divisiones existentes en el Comité Federal de Mercado Abierto de ese organismo que quedaron en evidencia en la Minuta respectiva.

En lo concerniente a noticias de carácter político que tienen algún efecto en el plano económico, el señor Sergio Lehmann expresa que en Estados Unidos de América, los recortes del gasto fiscal por un monto de US\$ 85 billones en el año 2013, comenzaron a regir el 1 de marzo en curso y que el Partido Republicano presentó una moción para aprobar la continuación del presupuesto del año 2012 hasta el mes de septiembre próximo. Precisa que dicha moción debería aprobarse antes del 27 de marzo para que el gobierno estadounidense pueda seguir operando.

En cuanto a la Zona Euro, manifiesta que los Ministros de Finanzas mostraron mayor disposición para implementar políticas presupuestarias expansivas y evitar una contracción mayor de la actividad, como asimismo, situaciones de inestabilidad política y financiera. A pesar de ello, comenta que Alemania ha acelerado su ajuste fiscal y actualmente plantea en términos formales su interés de alcanzar un balance en materia fiscal en el año 2015, adelantando su compromiso original.

En lo referente a Italia, expresa que se mantiene la incertidumbre política sobre la conformación de un gobierno y el desarrollo de nuevas elecciones.

Asimismo, reitera que asumió el nuevo Presidente del Banco Central de Japón, señor Haruhiko Kuroda, quien ha apoyado las medidas del gobierno tendientes a impulsar esa economía.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, destaca que los líderes del G20 se han comprometido a no devaluar sus monedas con fines competitivos, frente al temor de una nueva "guerra de divisas".

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, señalando que los CDS soberanos muestran ligeras caídas en las economías desarrolladas y con alguna mayor fuerza en el caso de Japón; que una situación equivalente se observa en Australia y Nueva Zelanda; mientras que en las economías periféricas se mostraron estables, registrando solo un leve aumento tras las noticias políticas de Italia, que luego tendió a moderarse. Agrega que en las economías emergentes, los cambios han sido bastante menores, observándose un leve incremento en Brasil, estabilidad en China y algunos descensos en algunas otras economías, particularmente en México, a propósito del cambio de *outlook* otorgado por Standard & Poor's a esa economía.

Señala que los *spreads* bancarios no exhiben cambios importantes en Estados Unidos de América ni en Europa, y que se mantienen en niveles relativamente elevados en los bancos de economías periféricas.

A continuación, exhibe el conjunto de gráficos que se contienen en la lámina N°7 de la presentación, que dan cuenta de la relación existente entre los CDS bancarios y los CDS soberanos. Hace notar que tratándose de las economías periféricas, la estabilidad de los bancos está más correlacionada con la percepción de los riesgos soberanos, ya que su capital es bastante menor que el de los bancos de economías desarrolladas y, por lo tanto, la agudización de sus problemas de solvencia conllevarían un compromiso soberano. Acota que en Estados Unidos de América y las denominadas economías *core* de Europa, esta vinculación es prácticamente inexistente, aunque tal vez algo mayor en Francia, en que se ha observado un compromiso bancario levemente más significativo.

Comenta, asimismo, que se incrementó la volatilidad como consecuencia de las elecciones en Italia, revirtiéndose posteriormente. Sobre el particular, resalta que el VIX alcanza en esta fecha un nivel muy cercano a los mínimos históricos registrados entre los años 2006 y 2007, en torno a 10% y 12%, dando cuenta de una mayor tranquilidad en los mercados en lo más reciente. Añade que los premios por riesgo corporativo exhiben cambios menores en Estados Unidos de América y también en las economías emergentes.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, el hecho que el VIX se sitúe en los mínimos históricos de los años 2006 y 2007 constituiría una cierta anomalía, por cuanto en dicho período reinaba la calma en los mercados, situación que dista de lo observado en la actualidad. En razón de ello, consulta acerca de la lectura que se puede hacer de los datos de volatilidad expuestos, ya que ellos reflejan que los riesgos de eventos extraordinarios no solo han disminuido, sino que se encuentran en sus mínimos históricos; y si existen interpretaciones alternativas al VIX. Por último, enfatiza en la importancia de esta observación, porque esta lectura se incorpora en los análisis y modelos en carácter de una medida de riesgo de los mercados financieros.

El señor Sergio Lehmann comparte la apreciación del Consejero señor Sebastián Claro. A su juicio, es probable que actualmente no exista una vinculación directa entre la percepción de los riesgos y la volatilidad en los mercados. Al respecto, indica que también se han observado caídas en los *spreads*, particularmente de títulos *high yielders*, si bien aún superan los niveles alcanzados en su momento más atractivo. Expresa que una explicación posible sería la existencia de una percepción muy optimista en los mercados, que no se condice necesariamente con la realidad en materia de actividad o de riesgo vinculada particularmente con la crisis europea.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace referencia a la imposibilidad de dilucidar si la propia Reserva Federal y otros círculos han comenzado a cuestionar mayormente los efectos financieros y las distorsiones financieras que podrían estar introduciendo las políticas de relajamiento cuantitativo y expansividad sobre los mercados financieros. Hace presente que desde un principio, el espíritu y propósito de la política del Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke fue la de inducir un mayor apetito por riesgo para reactivar la economía. En su opinión, a medida que comienza a avanzar la recuperación económica, surge en términos más claros esa disyuntiva.

El señor Sergio Lehmann indica que las bolsas de valores de economías desarrolladas han exhibido aumentos importantes en los precios y con especial fuerza en Japón con motivo de los planteamientos de mayor expansibilidad de la política económica, mientras que en las economías emergentes, los movimientos han sido significativamente menores, especialmente en China y Chile, y con cierta volatilidad en India y Brasil.

Plantea, además, que en los últimos dos años, el desempeño bursátil de las economías desarrolladas ha resultado muy superior al de las economías emergentes, pero que al considerar el año 2010 la situación es inversa, porque las economías emergentes registraron un desempeño más positivo y pudieron salir de la crisis del período 2009 – 2010 con mayor rapidez.

Asimismo, señala que las tasas largas han disminuido ligeramente en las economías desarrolladas, y que se compensan las señales de mantener la alta expansividad de la política monetaria planteada por la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y también por el Banco de Inglaterra, con el mayor apetito por riesgo mencionado, lo que ha influido en que se invierta en activos de renta variable que se refleja en algún grado en el incremento de la tasa de interés.

En lo atinente a flujos de capitales, el señor Sergio Lehmann manifiesta que los vinculados con las economías emergentes se han moderado en todas las regiones, pero con especial fuerza en Asia emergente, lo que habría contribuido a la reducción de las presiones apreciativas observadas en semanas anteriores.

El señor Sergio Lehmann se refiere a continuación a los tipos de cambio. Sobre el particular, destaca la depreciación mayoritaria de las monedas respecto del dólar norteamericano; que el peso chileno no muestra cambios relevantes; que el euro se ha depreciado entre 2 y 3%; y que el peso mexicano se ha apreciado a pesar del sorpresivo recorte de la tasa de política en 50 puntos base decretada por el Banco de México. Hace presente que esta última medida respondería a la revisión del *outlook* mexicano por parte de Standard & Poor's, y a la percepción de que la política monetaria en ese país busca dar mayor fuerza a la demanda privada, dado el espacio que dejaría el sector público con motivo de avances en el balance fiscal.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el gráfico que se contiene en la lámina N° 14 de la presentación, que muestra el grado de variabilidad que tuvieron las monedas durante el último mes. Sobre el particular, resalta la alta variabilidad del peso mexicano, que registró inicialmente una depreciación del orden de 1% y que luego se revirtió, exhibiendo finalmente una apreciación relativamente importante. Añade que el peso chileno igualmente se depreció durante el período, lo que se revirtió posteriormente.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en el caso de México se debe tener presente su vinculación con Estados Unidos de América, por lo que las mejores perspectivas para esta última economía no solo favorecen a México, sino que sus respectivas monedas también presentan movimientos similares. Añade que, en general, las monedas que exhiben una depreciación mayor pertenecen a economías menos dolarizadas, como es el caso del Reino Unido y de Suiza.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de intervenciones cambiarias, consigna que se mantienen con fuerza en Colombia, disminuyen en Perú y que en Brasil son prácticamente inexistentes. Agrega que en Corea del Sur también se advierte un número menor de intervenciones, porque las tensiones con Corea del Norte estarían afectando la cotización del won coreano en lo más reciente.

En lo referente a la actividad y precios, el Gerente de Análisis Internacional precisa que Estados Unidos de América ha revisado al alza el crecimiento correspondiente al cuarto trimestre del año 2012; que el mercado laboral muestra mejoras; que no se alcanzó un acuerdo fiscal, razón por la cual los recortes del gasto público comenzaron a regir el día 1 de marzo último; y que su libro Beige confirmó una expansión que va de modesta a moderada y destacó el mayor dinamismo del mercado inmobiliario.

Hace presente que Japón también revisó al alza el PIB del cuarto trimestre y reafirmó la estrategia de ir fortaleciendo su economía a través de políticas expansivas. Agrega que las perspectivas industriales para Alemania han mejorado, mientras que la Zona Euro no presenta mayores cambios.

Menciona, además, que China mantiene su meta de crecimiento en 7,5%, anunció medidas para enfriar el mercado inmobiliario y manifestó preocupación por el aumento de la inflación; y que en América Latina, la actividad industrial ha mostrado resultados mixtos, esto es, avances en Brasil y retrocesos en México.

Por último, consigna que la inflación global ha tendido a moderarse, salvo en China y Brasil, donde ha experimentado algún repunte.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el cuadro que resume las distintas cifras, esperadas y efectivas, de actividad en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. En cuanto a Estados Unidos de América, resalta el predominio de noticias más positivas que lo anticipado, particularmente en materia de ventas minoristas, sector inmobiliario y empleo.

En relación con la Zona Euro y Japón, manifiesta que los datos son mixtos, ya que las cifras sobre ventas minoristas son algo mejores, pero la producción industrial se deteriora.

Asimismo, destaca que en China, el PIB del cuarto trimestre fue superior a lo previsto, en tanto que en materia de comercio exterior, las exportaciones sorprendieron al alza, mientras que las importaciones fueron inferiores a lo anticipado, reflejando un debilitamiento de la demanda interna.

Por último, señala que la producción industrial brasileña superó las expectativas, como también las ventas minoristas, que habían mostrado retrocesos en el mes anterior.

En materia de perspectivas, comenta que son positivas en las economías desarrolladas, acorde con lo informado respecto del mercado financiero. De esta forma, precisa que en Estados Unidos de América, los ISM manufacturero y de servicios fueron superiores a lo previsto, lo mismo que los PMI manufacturero y de servicios en la Zona Euro y lo concerniente a la encuesta IFO de Alemania, sobre clima empresarial. Añade que Japón aparece más optimista, en línea con los anuncios del gobierno de dar mayor estímulo a la economía, mientras que China figura con una perspectiva algo menos positiva, aunque sus PMI superan el pivote de 50.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann hace referencia a los indicadores de ventas minoristas, producción industrial, exportaciones e importaciones de Estados Unidos de América, la Zona Euro, Japón y China. Hace presente que las cifras de exportaciones de China registraron un aumento muy superior a lo anticipado, mientras que las importaciones anotaron una caída significativa. Explica que estas variaciones responderían al hecho que el año pasado, el Año Nuevo Chino correspondió al mes de enero y este año, al mes de febrero.

En cuanto al destino de las exportaciones chinas, destaca el significativo incremento de los envíos a Estados Unidos de América y a la Zona Euro, lo cual constituye una excepción atendida la situación por la que ha atravesado esta región en los últimos meses. Reitera que las importaciones exhiben retrocesos, porque tendrían el componente asociado al Año Nuevo Chino antes mencionado. Por último, resalta también el alza de las importaciones efectuadas por China desde Australia, que reflejaría un avance en el margen de las perspectivas sobre esta última economía. De hecho, informa que en el día de hoy se dieron a conocer algunos indicadores positivos que fortalecen el dólar australiano.

En relación con el mercado laboral norteamericano, señala que el desempleo ha caído por una mayor creación de puestos de trabajo y que el dinamismo en el empleo proviene fundamentalmente del sector construcción.

En lo concerniente a América Latina, menciona el repunte de la producción industrial en Brasil y México, no obstante lo cual hace referencia a la fuerte caída de las ventas minoristas en México, que darían cuenta de un debilitamiento de la demanda interna que habría motivado la decisión de rebajar la tasa rectora.

Por último, se refiere al *heat map* que muestra las tendencias del PIB respecto del crecimiento efectivo de las economías analizadas y hace notar especialmente las correcciones en Asia emergente, como también el caso de Estados Unidos de América, donde las perspectivas han mejorado conjuntamente con indicadores algo más positivos.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición destacando que se ha moderado la inflación en prácticamente todas las regiones y países que se analizan habitualmente. Precisa que las excepciones las constituyen Brasil y China, que presentan un incremento muy significativo de los precios de alimentos. Hace el alcance que en el caso de esta última economía, estas alzas podrían haber sido consecuencia del Año Nuevo Chino, motivo por el cual habrá que agregar evidencias para corroborarlo. De todas maneras, las autoridades de ese país han manifestado su disposición para adoptar medidas con el propósito de moderar este comportamiento de los precios.

En cuanto al análisis del *heat map* de inflación, reitera que salvo las dos excepciones antedichas, se advierte baja inflación en los países analizados, la que además figura en la parte inferior de los rangos meta de los respectivos países e incluso bajo dicho rango.

En lo atinente a política monetaria, consigna el predominio de las decisiones de mantener las tasas rectoras, así como las rebajas de 25 puntos base efectuadas en Hungría y Colombia, y de 50 puntos base en México. Añade que la trayectoria de expectativas, probablemente influida por la decisión mexicana, figura algo por debajo de lo observado en el mes anterior y da cuenta de que en prácticamente todas las regiones se esperan aumentos de tasas de interés recién a comienzos del año 2014.

Agrega que los contratos futuros para las economías desarrolladas no reflejan variaciones respecto del mes pasado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente a precios de *commodities*, el señor Sergio Lehmann destaca que el precio del petróleo disminuyó en relación con la Reunión precedente, compensando parcialmente el alza registrada hasta la primera mitad del mes de febrero, debido a una percepción de que se han moderado los riesgos geopolíticos y que se espera mayor producción de petróleo en los países que forman parte de la OPEP.

En este contexto, hace presente que las negociaciones con Irán por el programa nuclear que lleva a cabo ese país no muestran avances, aunque continuarán durante el presente mes de marzo.

Resalta que el precio del cobre ha retrocedido acorde con el de otros metales, motivado por cifras algo más débiles en China y aumentos de inventarios. Plantea que la mayoría de los precios agrícolas también han caído, por la mejora en las condiciones climáticas para la cosecha de trigo de invierno en Estados Unidos de América, mientras que el precio del maíz está presionado al alza por retrasos en los envíos desde Argentina y Brasil.

Por último, comenta que el índice FAO no registró variación en el mes de enero pasado, mientras que en doce meses su caída alcanzó a 2,5%, en medio de una corrección al alza de la producción de cereales para el presente año.

El señor Sergio Lehmann resalta la caída prácticamente generalizada de los precios de los *commodities*, excepto en el caso del maíz y de la soya. Precisa que el precio del petróleo Brent exhibe una disminución de 8,6% y el petróleo WTI, de 4,8%; que el precio del cobre ha retrocedido 5,4% y que en el caso de los índices agregados, oscilan entre 4,5% y 6,8%. Acota que el índice FAO cereales registró al cierre del mes de febrero una variación de -1,0% en doce meses.

En cuanto al precio de los metales, consigna que la disminución de su valor es generalizada, destacando el retroceso del precio del oro ante una percepción de menor incertidumbre.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional presenta un informe detallado sobre el cobre. En primer término, menciona que las importaciones de ese metal desde China cayeron en el mes de febrero último. En segundo lugar, explica que la caída de su precio tiene un componente asociado al aumento de los inventarios y que ello también se encuentra acorde con los indicadores de China, cuyas perspectivas dan cuenta de una moderación de su actividad.

En lo referente a los inventarios de cobre, exhibe el gráfico que se contiene en la parte inferior derecha de la lámina N° 31, que muestra su aumento en la Bolsa de Metales de Londres. En cuanto a los elementos que explican dicho incremento, señala, en primer término, que se ha reducido el uso del cobre en China a título de garantía o colateral ante un aumento de la liquidez en esa economía, lo que ha llevado a reducciones de las tenencias en bodegas, que se han trasladado a las bolsas de metales. En este sentido, explica que el cobre se utilizó en alguna medida como un colateral o suerte de activo de garantía para la obtención de préstamos por parte de las empresas chinas, lo que ha tendido a disminuir en la medida en que ha aumentado la liquidez de esa economía.

En segundo término, indica que se ha reducido la preocupación sobre la disponibilidad de ese metal ante perspectivas de mayor oferta en el transcurso del presente y el próximo año. Sobre el particular, comenta que parte de los inventarios de cobre que se mantuvieron en bodega estuvo asociada a inquietudes respecto de la disponibilidad del citado metal, particularmente en el año 2011, cuando se produjo un déficit de producción. Hace presente que esta situación también ha motivado movimientos de inventarios desde bodegas a bolsas de metales, lo que refleja una perspectiva más holgada para este mercado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A título de tercer elemento, menciona que la Bolsa de Metales de Londres ha puesto incentivos en términos de costos para atraer inventarios, generando movimientos desde la Bolsa de Shanghái hacia Malasia, donde se ubica uno de los centros de acopio más importantes que tiene la Bolsa de Metales de Londres en el mundo.

Plantea que un cuarto elemento incide en el control que ejercen los grandes bancos sobre las existencias de metales en la Bolsa de Metales de Londres, asociado con las emisiones de instrumentos que utilizan los metales en carácter de garantía o colateral, particularmente en el caso del cobre, lo que podría sugerir que un bajo porcentaje de existencias se encuentra disponible para los consumidores. Acota que esta hipótesis es compartida por CRU, CODELCO y COCHILCO.

Por último, manifiesta que no se advierte un cambio sustancial en el balance de cobre para este año, agregando que se presenta en el margen un superávit más holgado en materia de oferta frente a la demanda que lo previsto en los últimos dos meses, con motivo de un componente de producción y perspectivas de una demanda china más moderada durante el presente año.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que la disminución de las importaciones chinas de cobre no podría ser interpretada como un cambio de tendencia, porque se trata de información correspondiente únicamente a un mes. En su opinión, el precio del cobre debería converger y estabilizarse en torno al de equilibrio igual a su costo de producción estimado, esto es, en alrededor de US\$3 la libra, en la medida que la economía mundial vaya normalizándose.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición y señala que el nivel actual del índice de precios de alimentos es similar al observado en la RPM pasada, mientras que en términos de composición, se advierte una caída en los precios de cereales y alzas en el caso de los lácteos.

Al concluir su presentación, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 34, que dan cuenta que los precios del petróleo WTI, petróleo Brent y de los combustibles se han movido a la baja desde la última Reunión ante perspectivas de mayor oferta de petróleo. Agrega que el precio del gas licuado en Europa, que constituye el valor de referencia para efectos de los contratos en Chile, figura en un nivel algo mayor en el margen, pero en términos de convergencia es similar a lo observado previamente.

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

El Consejero señor Sebastián Claro alude al hecho que la bolsa de valores norteamericana alcanzó recientemente su máximo nivel desde el año 2007. En su opinión, es probable que ello esté asociado en parte a una percepción sobre la recuperación más fuerte de la actividad y mayores utilidades de las empresas, como también, a la existencia y perspectivas de mantención de tasas de interés muy bajas por un tiempo prolongado.

Plantea que atendido este comportamiento bursátil y la evolución que han tenido las monedas, el precio del cobre y los metales, no sería descartable que en el corto plazo estos movimientos tan bruscos reflejen reacciones financieras. Agrega que en un contexto de fuerte volatilidad, en que pueden producirse cambios bruscos en las tasas de descuento en periodos relativamente cortos, llama la atención la estabilidad de las tasas largas en Chile, especialmente aquellas provenientes de instrumentos en pesos, y también la del tipo de cambio. A su juicio, constituye una señal de estabilidad económica, pero al mismo tiempo podría estar sujeta a cambios frente a una mayor percepción de riesgos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, el escenario internacional no ha variado fundamentalmente. No obstante, plantea la conveniencia de seguir con atención varios elementos que podrían dar cuenta de mejores perspectivas, entre ellos, un cierto grado de rebalanceo en el portafolio de los inversionistas hacia renta variable; el aumento en el margen de las tasas largas; la apreciación del dólar estadounidense; la caída del VIX; y los reducidos efectos de la situación política reciente de Italia.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que le sorprende el comportamiento reciente de los precios de las acciones y de los flujos de capital, especialmente en el caso de Estados Unidos de América, cuyo mejor panorama y perspectivas ha llevado a un rebalanceo de los portafolios. En su opinión, si efectivamente se confirma la mayor fortaleza de la economía en Estados Unidos de América, es probable que comience a absorber un porcentaje mayor del exceso de liquidez mundial y que a su vez, la Reserva Federal termine adelantando el incremento de tasas de interés, como resultado de la eficacia de las medidas adoptadas, no así porque haya tenido un error de percepción.

Por otro lado, alude al efecto de los cambios en el escenario internacional sobre los *commodities*. En este sentido, comenta que tratándose de China, se puede descartar un enfriamiento de su economía, que ha dejado de crecer a tasas de dos dígitos, con el consiguiente efecto sobre su estructura de consumo y su demanda por materias primas.

En ese contexto, califica de muy interesante el análisis expuesto sobre el incremento de los inventarios de cobre en las bolsas de metales, aunque requiere ser complementado. En su opinión, los cuatro factores importantes que lo explicarían deben ser considerados con cautela. En este sentido, plantea que si las empresas, fundiciones o refinerías chinas ya no tienen la necesidad de mantener cobre refinado en carácter de garantía de créditos y lo están transfiriendo a las bolsas de metales, ello constituye una presión a la baja en los precios, que podría ser muy significativa por el tamaño de los montos involucrados.

Plantea que si a lo anterior se suma el segundo factor, esto es, la menor preocupación por disponibilidad del metal, es dable esperar que el desempeño del cobre sea inferior al de otras materias primas.

En lo referente a los incentivos puestos por la Bolsa de Metales de Londres, si bien reconoce que habría implicado un leve cambio en la estructura del mercado, considera que no explica mayormente el aumento de los inventarios en dicha bolsa, puesto que se observa también un incremento de ellos en la Bolsa de Shanghái.

A su juicio, el gran tema que corresponde analizar es el rol que desempeñan los bancos. En este sentido, cuesta creer que las emisiones de ETF que tienen cobre como garantía o colateral hayan alcanzado un volumen tan elevado para que tengan un peso significativo en el mercado, razón por la cual plantea la conveniencia de identificar el monto efectivo de cobre que representa el respaldo físico para las transacciones de estos instrumentos, porque ello incidiría en una disminución de cobre en el mercado, actuando definitivamente en el sentido opuesto. Hace notar que estos instrumentos podrían introducir volatilidad al mercado y afectarlo seriamente, como también al precio del cobre ante cambios en las decisiones de sus tenedores.

A título de conclusión, manifiesta la conveniencia de estar atentos a los nuevos desarrollos, porque si, por una parte, comienzan a normalizarse algunas economías desarrolladas y los precios de sus activos empiecen a tener mayores retornos, atraerán con ello nuevamente capitales y, por otro lado, si China crece a tasas menores que antaño, esta combinación podría llevar a la economía chilena a un ciclo en que se deterioren los términos de intercambio. En su opinión, se trata de un escenario que se comienza a configurar y que si bien no es de carácter crítico, amerita ser analizado con mayor atención y cuidado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que hay diversos puzzles que no tienen fácil respuesta, como el mencionado por el Consejero señor Sebastián Claro sobre la caída del VIX hasta mínimos históricos.

Entre esos puzzles, destaca el referido al tipo de cambio de equilibrio. Sostiene que de acuerdo con la lógica, si el dólar estadounidense se aprecia multilateralmente o si el precio del cobre disminuye, el peso chileno debiera depreciarse; asimismo, si todas las monedas de economías emergentes se deprecian, el peso chileno también debiera depreciarse, conservando todo lo demás constante. Sin embargo, se observa que la paridad del peso respecto al dólar estadounidense se mantiene y, en consecuencia, si el dólar estadounidense se ha apreciado, significa que el peso chileno también lo ha hecho. En su opinión, este es otro enigma que no ha podido ser resuelto.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón se refiere al tipo de cambio y sobre el particular, señala que de acuerdo con los fundamentos, el dólar estadounidense debería exhibir un valor entre 3 y 4 pesos superior, explicado básicamente por el precio del cobre. Agrega que los análisis dan cuenta de que el tipo de cambio *spot* se ha apreciado y que el tipo de cambio *forward* se ha depreciado entre 4 y 5 pesos a los plazos entre 90 a 360 días.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera se refiere a la incertidumbre en torno al precio del cobre y, en este sentido, alude a un par de minutas elaboradas por esa Gerencia que coinciden en una tendencia a la baja de su precio en relación a su oferta, tanto por los proyectos futuros, la curva de costos de expansión, y tratándose de la demanda, por concepto de la recomposición del crecimiento de China desde inversión a consumo, el posible repunte de las economías avanzadas y el consiguiente mayor interés de China por acelerar su proceso de recomposición.

En lo concerniente al puzzle que representa el tema cambiario, plantea que la percepción del mercado sobre una mayor posibilidad de intervención al precio actual de la divisa estadounidense, tiende a frenar la apreciación del peso y, por lo tanto, a mantener el tipo de cambio frente a movimientos de depreciación.

El Consejero señor Enrique Marshall observa que la caída de los precios de los *commodities* constituye un fenómeno bastante generalizado. A su juicio, podría obedecer a los movimientos financieros aludidos precedentemente o, tal vez, al inicio de un proceso de normalización de la economía mundial en que estos precios tienden también a normalizarse.

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

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

En primer término, expresa que la actividad ha crecido levemente por sobre lo esperado, impulsada en lo más reciente por la minería.

En segundo lugar, plantea que la demanda interna del año 2012 sorprendió al alza, fundamentalmente por la inversión fija y por el repunte del consumo privado en línea con la expansión de la masa salarial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, manifiesta que las inflaciones total y subyacente han sido inferiores a lo esperado, ubicándose la primera por debajo del 2% y la subyacente, bajo el 1%. Agrega que las expectativas de mediano plazo para la inflación se han mantenido en torno a la meta de 3% anual.

Indica, además, que la paridad peso-dólar se ha mantenido en niveles similares a los observados en la Reunión pasada, pero más apreciada en términos multilaterales y reales.

A título de último hecho destacado del mes, señala que el mercado espera que la tasa de política monetaria permanezca en torno al nivel actual por varios trimestres y que se inicie un moderado ascenso a fines de este año o comienzos del próximo.

El señor Claudio Soto consigna que el PIB creció 5,6% en el año 2012 y la demanda interna en 7,1%. Hace presente que en lo relativo a los datos de IMACEC conocidos previamente, las sorpresas más importantes a fines del año estuvieron vinculadas principalmente a los sectores de recursos naturales, específicamente, al crecimiento significativo de la minería. Agrega que la demanda también se corrigió de manera importante respecto de lo proyectado en el IPoM del mes de diciembre último, destacando la revisión del consumo, que finalizó el año con un dinamismo elevado, como también de la inversión, sobre todo aquella en maquinarias y equipos.

Asimismo, menciona que las correcciones del PIB Resto fueron menores en la segunda parte del año, marginalmente al alza en el cuarto trimestre y a la baja en el segundo y tercer trimestre. De esta forma, indica que, en términos anuales, el PIB Resto no presenta mayores cambios que lo anticipado. Añade que la velocidad en el margen tampoco fue particularmente elevada. De hecho, consigna que destacó la velocidad del segundo trimestre, mientras que la del tercero y del cuarto trimestre estuvieron más bien alineadas con el crecimiento del PIB potencial.

El señor Claudio Soto resalta que las tasas de crecimiento de la demanda han presentado una trayectoria al alza y que las velocidades implícitas de la demanda final han sido bastante elevadas, en torno a 10% en los últimos dos trimestres, impulsadas tanto por la inversión como por el consumo.

Destaca que en el margen, el dato de IMACEC también sorprendió al alza en el mes de enero, al anotar un crecimiento de 6,7%, superior al 6,2% anticipado. Con ello, señala que la proyección se ha revisado al alza debido al incremento que exhibe el sector recursos naturales, no así el sector Resto, cuyo comportamiento ha llevado a corregir la proyección del PIB Resto levemente a la baja para la primera parte del presente año.

Indica que el crecimiento de IMACEC antedicho no es coherente con el cierre de Cuentas Nacionales y en este sentido, el Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña precisa que la revisión marginal de este dato es de dos décimas, desde 6,7% a 6,5%.

El señor Claudio Soto señala que en el contexto de la revisión de Cuentas Nacionales, destaca la corrección al alza del consumo, explicada fundamentalmente por el indicador de ventas del comercio minorista del INE, que tiene una trayectoria ascendente, y también por el repunte en las tasas de crecimiento de la masa salarial, impulsado a su vez por un mayor crecimiento de los salarios reales.

Asimismo, menciona que los últimos datos sugieren que se mantendrá el dinamismo de la demanda. En este sentido, comenta que los datos de importaciones correspondientes al primer bimestre del año fueron elevados, particularmente en el mes de



BANCO CENTRAL DE CHILE

enero, oportunidad en que se registró un crecimiento de 20% en términos reales. Agrega que las exportaciones de dicho mes también fueron elevadas, mientras que en febrero sorprendieron en la dirección opuesta, sobre todo los envíos mineros.

En lo concerniente a la minería, plantea que el IMACEC del sector registró un crecimiento de 10,2% en el mes de enero, al anotar los niveles de producción más altos en 10 años para dicho mes. Precisa que ello se explica fundamentalmente por el avance de un proyecto de la empresa minera La Escondida que se conoció hacia fines del 2012, específicamente el proyecto Ore Access que entró en operación. Señala, además, que los menores niveles de producción exhibidos por dicha empresa minera durante el año 2012 se debieron a cambios en los procesos y a la implementación del proyecto antedicho; por lo tanto, durante el presente ejercicio deberían observarse niveles muy superiores a los registrados el año pasado.

En todo caso, precisa que en las proyecciones se considera que los planes de producción de Codelco no crecerán en términos anuales respecto al año 2012, porque el yacimiento Collahuasi ha tenido un desempeño bastante bajo y no existen elementos que permitan esperar una reversión en el corto plazo. En síntesis, manifiesta que el sector minero crecerá alrededor de 4% este año, cifra superior al 2% previsto en el IPoM de diciembre último.

En lo relativo al rubro inmobiliario y de edificación, comenta que los indicadores de demanda de insumos y empleo se han desacelerado a partir de niveles elevados, lo que podría sugerir alguna moderación en el sector construcción. En todo caso, advierte que esta evidencia no solo es de carácter preliminar, sino que además algo contradictoria con otros indicadores como el de ventas de viviendas, que siguen bastante dinámicas y cuyo componente sobre aquellas que se encuentran en proceso de construcción refleja que aún existe bastante actividad futura para cubrir esas ventas.

En concordancia con lo anterior, señala que las expectativas de las empresas del sector construcción se mantienen muy optimistas a pesar de registrar cierta moderación, y que siguen siendo las más optimistas entre los sectores analizados.

Por otra parte, indica que las expectativas de los consumidores siguen repuntando, lo cual ha tenido una correlación con la trayectoria del consumo y sugiere que su dinámica podría seguir elevada en los próximos trimestres.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto plantea que las condiciones financieras son algo más favorables que las exhibidas hace algunos meses. Sin embargo, se aprecian ciertas reversiones en el margen del índice sintético de riesgo para Chile en el mes de enero pasado, explicado en parte importante por un cierto aumento del EMBI.

En relación con las tasas de las colocaciones, señala que exhiben alzas en algunos segmentos, como es el caso de las tasas de las colocaciones comerciales y de consumo pertenecientes al tramo entre 90 y 360 días, mientras que las correspondientes a los créditos hipotecarios muestran alzas marginales.

Además, hace notar que las colocaciones exhiben una trayectoria descendente, especialmente las de consumo, que se mantendría en los próximos meses; que las colocaciones hipotecarias continúan bastante estables y no registrarían cambios en adelante; que los créditos comerciales presentan una desaceleración algo más tenue que los de consumo; y que los referentes a comercio exterior muestran un rebote, principalmente asociado al mayor dinamismo de las importaciones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, destaca que la tasa de desempleo alcanzó el mínimo de 6% principalmente por factores estacionales. Agrega que la tasa de crecimiento del empleo se ubicó en torno a 1,5% en el período agosto-septiembre y que a partir de esa fecha ha registrado un cierto repunte en el crecimiento del empleo, alcanzando actualmente cifras cercanas al 2%. Hace presente que la mayor creación del empleo se explica fundamentalmente por el aumento del empleo asalariado, tanto agrícola como de los sectores comercio y servicios.

En materia de proyecciones, resalta la corrección del dato de demanda interna correspondiente al cuarto trimestre de 2012 desde 6,7% a 8,2%, que es la más importante respecto de lo contemplado en la Reunión previa, y que se explica en parte por la corrección del consumo desde 6,5% a 7,3%. Añade que también se ha revisado al alza el componente de inversión, tanto en construcción como en maquinarias y equipos, razón por la cual se ha reevaluado la proyección de la demanda interna para el primer trimestre de este año desde 7,3% hasta un 8%, así como también la del consumo privado desde 6,1% a 7,3%.

El Consejero señor Sebastián Claro observa que se mantiene la velocidad del componente construcción y obras en el primer trimestre de 2013, mientras que con ocasión de la discusión del próximo IPoM de marzo se hizo alusión a un fuerte aumento de la parte de obras de ingeniería, por lo que consulta si ello sugiere una caída en el crecimiento de la edificación.

El señor Claudio Soto precisa que se ha combinado la tasa de crecimiento del componente obras, que no ha variado, con una leve moderación de la tasa de crecimiento de la parte de edificación, lo que lleva a revisar a la baja el componente construcción desde 8% a 6% en el primer trimestre y desde 8% a 7,1% en el segundo trimestre de este año. Añade que el componente obras de ingeniería mantiene tasas de crecimiento elevadas, en torno a 10%, y que la parte de edificación está contribuyendo a ello entre 2% y 3%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace referencia a la fuerte revisión al alza del PIB correspondiente al primer trimestre del año en curso, desde el 5,1% contemplado en el IPoM de diciembre último a 5,8%, y consulta por las razones que la explican.

El señor Claudio Soto aclara, en primer lugar, que el dato de IMACEC no se encuentra incorporado en estas proyecciones, porque se desconoce hasta ahora. En segundo término, plantea que la dinámica del PIB hasta fin de año varió levemente al corregirse el dato del cuarto trimestre desde 5,2% a 5,7%, explicado fundamentalmente por la parte de recursos naturales. Agrega que de acuerdo con los antecedentes correspondientes al mes de enero último, recursos naturales continuará con mucho dinamismo por la parte de minería, motivo por el cual se ha corregido desde 3,1% a 5,3% en el primer trimestre. Agrega que el componente de sectores Resto del primer trimestre se corrige solo 3 décimas al alza respecto de lo contemplado en el último IPoM, desde 5,5% a 5,8%; no obstante, una vez que se conozcan los datos del IMACEC, es posible que este dato se corrija marginalmente a la baja hasta 5,7%.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto señala que persiste la estrechez del mercado laboral, pero que la trayectoria de salarios se ha moderado levemente. De hecho, da cuenta de cierta atenuación en el ritmo de expansión de los salarios nominales, especialmente en el sector construcción y también en el sector minería.

Hace presente que los salarios reales también muestran una cierta atenuación en el margen, a pesar de los bajos registros de inflación, y en este sentido, acota que los salarios superan los patrones de indexación habituales.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo que concierne al tema cambiario, menciona que el tipo de cambio no ha registrado mayor variación, mientras que los fundamentales sugieren en el margen una depreciación por la caída del precio del cobre, la apreciación del dólar en términos multilaterales e incluso por una cierta reversión en el diferencial de tasas de interés. Añade que el tipo de cambio real se ha apreciado en el margen por la apreciación multilateral del peso.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que el tema referido a las tasas de interés es motivo de preocupación para los bancos centrales y que, de hecho, varios de ellos han adoptado medidas de política monetaria para efectos de protegerse de los arbitrajes. En su opinión, este tema amerita ser analizado con mayor detalle, ya que podría estar explicando en parte la dinámica del tipo de cambio a corto plazo.

Hace presente que el modelo expuesto precedentemente trata de explicar los fundamentales de largo plazo, no obstante que la discusión de los temas cambiarios en prácticamente todos los países se relaciona con contenidos vinculados a la lógica financiera. En su opinión, ello debiera incluirse en este o en algún otro modelo para tratar de explicar esa parte específica atendida la importancia de determinar si la dinámica del mercado cambiario se verá afectada por elementos de orden financiero.

El señor Claudio Soto expresa que el citado modelo ya incluye un diferencial de tasas de interés y que, además, se han efectuado pruebas alternativas utilizando para ello otros diferenciales, las que serán presentadas en una próxima Reunión de Política Monetaria o de coyuntura.

Agrega que en todo caso, dicho modelo muestra las fluctuaciones de dirección del tipo de cambio respecto de las variaciones de los fundamentales, y que si bien da cuenta de que el diferencial de tasas ha disminuido levemente, reconoce que el nivel del tipo de cambio relacionado con el tamaño del diferencial de tasas no queda capturado en su totalidad y que probablemente, la versión alternativa de diferencial de tasas tampoco lo hará, porque el nivel del tipo de cambio no se encuentra definido.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con su presentación precisando que el IPC de febrero fue de 0,2%, inferior a las expectativas del mercado y a la proyección interna. En cuanto a la proyección de dicho índice, hubo sorpresas a la baja en todos los componentes, siendo mayor la correspondiente a bienes, y que ello ha incidido en la moderación de la trayectoria de inflación.

En lo atinente a las proyecciones inflacionarias, destaca el comportamiento de los precios de las gasolineras. En este sentido, señala que se ha considerado una trayectoria de estabilidad de precios, porque se ha supuesto que el SIPCO seguirá operando, evitando alzas derivadas de una relación más estrecha entre los precios domésticos e internacionales. Consigna que también se ha contemplado una significativa revisión a la baja en el precio del gas y una corrección al alza en los precios de cigarrillos, que se explicaría en parte por los efectos rezagados del alza de impuestos que se materializó a comienzos de año y que incide en media décima de inflación.

De acuerdo con lo expuesto, manifiesta que la trayectoria de corto plazo considera que la inflación debería aumentar gradualmente en términos interanuales, alcanzando a 2% aproximadamente en el mes de junio, oscilando a partir de entonces en torno a esa cifra. Indica que la inflación subyacente, en tanto, se mantendría estable, en torno a 1% por varios meses, y comenzaría a incrementarse a mediados de año. Por último, anticipa que para el mes de marzo se prevé un registro de 0,5%, superior al 0,4% que espera el mercado, que considera principalmente el componente estacional habitual de los reajustes de las matrículas educacionales y el alza de cigarrillos aludida.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace notar, además, que la proyección interna para el mes de marzo es algo superior a la que reflejan los seguros de inflación, mientras que a partir del mes de julio, la proyección del mercado supera la estimación interna. Agrega que los modelos alternativos también sugieren mayor inflación hacia los próximos cuatro o cinco meses y darían cuenta de que la proyección interna estaría levemente sesgada a la baja respecto de la visión que tiene el mercado.

A continuación, y en lo relativo a algunos indicadores del mercado financiero, menciona que la bolsa de valores retrocedió respecto de la RPM anterior y que su caída es más intensa que la exhibida por centros bursátiles de otras economías.

En materia de tasas de interés, consigna que las tasas reales han experimentado un retroceso; que las tasas *swap* se mantuvieron sin mayor variación; y que las tasas de los bonos nominales, BCP, disminuyeron marginalmente, probablemente por una percepción de menor riesgo inflacionario.

En cuanto a las expectativas de inflación, expresa que se encuentran muy estables en torno al 3% anual, incluso por los próximos doce meses.

El señor Claudio Soto explica que la caída en las tasas de los BCP ha llevado a una revisión marginal a la baja de la trayectoria *forward* de la TPM respecto de la analizada en la RPM pasada, la que se encuentra alineada con las encuestas, particularmente, con la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE. En todo caso, hace notar que la EEE refleja por primera vez un alza adicional de la TPM hasta 5,5%, que se materializaría a comienzos del año 2015.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que para esta Reunión, una amplia mayoría de los encuestados espera la mantención de la TPM.

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

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por la trayectoria del tipo de cambio que se encuentra asociada a la trayectoria de inflación consignada en la lámina N°63 de la presentación. El señor Claudio Soto responde que por una razón de orden metodológico, se considera el tipo de cambio promedio de los cinco días previos a la RPM y se asume que prevalecerá en el horizonte de proyección de seis meses.

A continuación, el Consejero señor Joaquín Vial formula sus comentarios relativos al escenario interno expuesto precedentemente.

Plantea que el cuadro general ha cambiado levemente, en el sentido que se detuvo la desaceleración de la demanda interna, quedando entre uno y dos puntos por sobre el crecimiento del PIB. En su opinión, ello genera una situación compleja para el Consejo, porque en términos de una cuenta corriente a precios constantes, significaría que nos encontramos en una trayectoria en que el déficit de cuenta corriente se deteriora entre uno y dos puntos al año de manera indefinida, lo que implica una situación de mayor vulnerabilidad y riesgo.

Agrega que cuando el exceso de demanda se traslada al exterior, lo normal es que ello se vea reflejado parcialmente en mayores presiones de precios. No obstante, ello no habría ocurrido, en parte por la apreciación del peso, permitiendo la no materialización de presiones inflacionarias. Agrega que bajo el supuesto de que el peso seguirá apreciándose, se debería esperar que constituya un efecto por única vez y que luego, la inflación comience a manifestarse.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Lo expresado deja a la economía interna en un escenario de mayor vulnerabilidad frente a un eventual deterioro externo y con un problema de decisión de política complejo, por cuanto si no se produce un ajuste entre demanda y PIB, será necesario adoptar medidas. Sostiene que en el mundo de las políticas óptimas, lo lógico sería que estas fueran adoptadas en el ámbito de la política fiscal, lo que no ocurriría este año, razón por la cual habría que plantearse con bastante más urgencia una política que la sustituya.

El Consejero señor Enrique Marshall destaca la calidad del análisis expuesto y la cobertura de todos los puntos de interés.

Expresa que, a su juicio, el actual escenario da cuenta de una evolución de la economía algo mejor de lo proyectado meses atrás. Hace presente que los ajustes en la demanda siempre son mucho más graduales que lo deseado y que, de hecho, es lo que se advierte actualmente con las revisiones en materia de crecimiento de la demanda.

Resalta el hecho que la mayor expansión de la economía provenga del sector recursos naturales y en particular de la minería, lo que en su opinión reduce la preocupación, porque si el sector minero comienza a crecer y se efectúan inversiones en ese sector, ello deberá reeditar en algún momento. Agrega que si la minería crece más rápido que lo proyectado, podría incidir en un aumento del PIB potencial a un nivel algo superior a 5%.

En cuanto al sector construcción, estima positivos los indicios de un cierto grado de moderación de su expansión y, a su juicio, es necesario continuar con el seguimiento de la evolución de este sector.

En lo referente a la bolsa de valores, considera que sus movimientos recientes introducirán algún elemento de freno, porque las empresas no son indiferentes al comportamiento que tienen sus respectivas acciones. A título ejemplar, cita la revisión de planes de expansión, reducción de plantillas o la introducción de elementos de eficiencia, lo que puede generar riesgos, porque las sociedades reciben una fuerte presión por permanecer en un cierto nivel. En su opinión, resulta necesario estar atentos porque puede anticipar desarrollos futuros.

Asimismo, estima que los bajos registros inflacionarios también deben ser objeto de seguimiento porque afectan el nivel de nuestra tasa de política monetaria, que no solo es alta comparada con otras economías, sino que también lo es si se considera el nivel de la inflación interna.

A título de síntesis, el Consejero señor Enrique Marshall señala que, en su opinión, el escenario no ha variado mayormente, aun cuando habría aumentado levemente el riesgo derivado de la materialización de un mayor impulso de la economía; y, por otra parte, la TPM es una tasa de interés relativamente elevada, razones por las cuales ello debe ser objeto de monitoreo permanente.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca el dinamismo de la demanda, el crecimiento del PIB Resto en torno a 5,5% por varios trimestres y el fuerte cambio de tendencia que exhibe la demanda, que se refleja en el análisis sobre la cuenta corriente.

Manifiesta que le sorprende la dinámica que exhiben la demanda interna y la inversión en los últimos trimestres, especialmente la formación bruta de capital fijo, por lo que, en su opinión, la proyección de estas variables representa un reto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, considera que la proyección de la parte edificación plantea los mayores desafíos, tanto por el comportamiento reciente de los sectores inmobiliario y de la construcción como por sus implicancias para el sistema financiero, sino que también asociado a la dinámica que genera en términos de inversión y su financiamiento. A su juicio, hay elementos que son algo contradictorios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán destaca la presentación y análisis expuesto, que también califica de muy bueno, y expresa su preocupación por las elevadas tasas de crecimiento que exhibe la economía chilena acompañadas de registros inflacionarios relativamente bajos. Plantea que ello genera una sensación de vértigo, en el sentido de que se desconoce si dicho crecimiento tiene justificación.

En razón de lo expuesto, consulta por la velocidad del crecimiento de la economía y por la tasa de crecimiento esperada, atendido además, que en los últimos IPoM se ha venido proyectando una desaceleración del PIB y de la demanda que no se concretan. En su opinión, las cifras actuales no aconsejan repetir este mensaje en el próximo Informe, porque se terminará desgastando un instrumento de política económica que es importante. Por este motivo, declara compartir la apreciación del Consejero señor Joaquín Vial en el sentido que es necesario pensar en medidas calificadas como *second best* para lograr una desaceleración de la demanda interna que favorezca los equilibrios macro y la misión institucional.

El Presidente señor Rodrigo Vergara también expresa su reconocimiento a la Gerencia de División Estudios por las presentaciones expuestas precedentemente.

En primer término, alude a los dos riesgos que se han identificado en la economía chilena, esto es, el riesgo externo que va en la dirección de menor crecimiento y menor demanda; y un riesgo interno que va precisamente en la dirección contraria, los cuales tienen distintas consecuencias en materia de decisiones de política por parte del Consejo.

A su juicio, el riesgo externo, que se visualizaba muy complejo, se ha reducido levemente atendido el mejor panorama que exhibe la economía norteamericana, mientras que el riesgo interno se ha tornado más relevante.

En lo que concierne al ámbito interno, plantea que el crecimiento del PIB de 5,6% en el año 2012 no le genera mayor preocupación, porque se explica en el margen por el sector recursos naturales, además que la diferencial frente al crecimiento potencial es bastante menor. En su opinión, constituye motivo de inquietud el crecimiento de la demanda, cuya dinámica actual es mayor que la óptima.

En este contexto, plantea que se debe velar por que no se generen desequilibrios financieros y en este sentido, destaca que el bajo crecimiento de las colocaciones constituye una noticia positiva.

En lo referente a la inflación, considera que no es motivo de preocupación en el corto plazo, aunque sí se advierten riesgos de mediano y largo plazo.

En materia de política monetaria, destaca el hecho que Chile es el país que tiene la tasa de interés más alta en el mundo, lo cual constituye una cierta ventaja en el sentido que no favorece los desequilibrios en materias financieras, que finalmente son los que pueden producir reversiones importantes, con eventuales efectos finales sobre actividad y precios, entre otros.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, manifiesta que comparte plenamente el planteamiento de buscar instrumentos de política diferentes y, en este aspecto, expresa que representa un desafío para el Consejo y que los resultados que se obtengan deberán ser analizados antes de la elaboración del IPoM correspondiente al mes de septiembre próximo.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan alude a los riesgos financieros, señalando que se dispone de instrumentos de primer nivel. En particular, indica que en el último Informe de Estabilidad Financiera se identificaron dos riesgos, el derivado de la banca mediana en el sector inmobiliario y el relativo a la flexibilidad cambiaria y las tasas de interés. En cuanto al primero, menciona que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras cuenta con herramientas específicas para abordar el riesgo inmobiliario, que se califican de primer nivel. En ese sentido, estima que es importante transmitir el análisis que se ha efectuado en el Comité de Estabilidad Financiera sobre la materia y que el avance de los planteamientos de esa Superintendencia sobre la forma de ir abordando estos riesgos constituya una medida que se puede calificar en ese nivel.

En cuanto al tema de la flexibilidad cambiaria y las tasas de interés, plantea que resulta relativamente evidente que el interés por los activos chilenos y el consiguiente ingreso de capitales al país no es solo función de las tasas libres de riesgo externas. En su opinión, la discusión se centra actualmente en que más allá de los programas de *Quantitative Easing* y otras medidas, la perspectiva del retorno y riesgo sobre otros activos en las economías desarrolladas pueden tener efectos relevantes sobre la demanda de otros activos, tales como renta fija y renta variable. Por consiguiente, en la medida que la economía norteamericana se recupere, se podría advertir una menor demanda de no residentes por activos en Chile, lo cual debería tenerse presente en la oportunidad en que se definan las opciones de política, por cuanto hay ciertos márgenes que pueden abrirse conforme el escenario base siga mejorando.

Por último, el señor Kevin Cowan manifiesta compartir la visión de que el escenario de riesgo sigue siendo muy complejo, porque la situación política financiera en Europa es de larga resolución. No obstante, estima que el escenario base ha mejorado en el margen y que, en ese contexto, se genera un espacio que debería ser objeto de análisis en el marco del próximo IPoM.

Al no formularse otros comentarios, siendo la 13:25 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar las opciones de política monetaria.

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 196, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de septiembre de 2013 se efectuará el día 12 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado para 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 internacional, señala que a pesar de la mayor incertidumbre política que se ha observado últimamente en Italia, las condiciones financieras internacionales no han presentado un deterioro y se mantienen los progresos observados desde la publicación del último IPoM.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, plantea que los indicadores de actividad y empleo de Estados Unidos de América fueron algo mejores que lo esperado, mientras que los antecedentes de la Eurozona confirman que esta región continúa en recesión. Agrega que las autoridades económicas de Japón han anunciado políticas más expansivas tanto en lo monetario como fiscal, mientras que la situación opuesta ha ocurrido en el caso de China.

Por último, indica que el dólar estadounidense se apreció en los mercados internacionales, principalmente respecto del yen, y que los precios internacionales de las materias primas, alimentos, energía y metales, incluido el cobre, mostraron un retroceso en las últimas semanas.

En lo atinente al plano local, consigna que durante los últimos meses se han observado indicadores de actividad y demanda interna que han evolucionado algo por encima de lo proyectado en el último IPoM. Hace presente que en el caso de la actividad, este repunte ha estado vinculado al mayor dinamismo de la minería, mientras que tratándose de la demanda interna, tanto la inversión como el consumo privado contribuyeron a este resultado.

En materia de inflación, resalta que los registros recientes han sido menores que lo esperado; que tanto la inflación total como la inflación subyacente se ubican en torno a 1% anual; y que las expectativas de mediano plazo se mantienen alrededor de la meta de 3% anual.

Añade que la paridad peso-dólar estadounidense se encuentra en un nivel similar al registrado en la Reunión anterior, pero más apreciada en términos multilaterales y reales.

Por último, informa que las Encuestas de Expectativas Económicas señalan para esta Reunión que se mantendrá la Tasa de Política Monetaria, la que continuaría estable por varios trimestres en adelante.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que este conjunto de antecedentes lleva a proponer en carácter de única opción para esta oportunidad, la de mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

En primer término, menciona que los antecedentes que se han conocido desde la publicación del IPoM del mes de diciembre no han cambiado en forma significativa el escenario base para la economía internacional.

Sin embargo, en lo concerniente a los riesgos externos plantea que aun cuando la situación fiscal y financiera de la Eurozona se mantiene frágil, las probabilidades de escenarios negativos para Estados Unidos de América o para China se han moderado. Por el contrario, destaca que se observa algún grado de mayor confianza en los mercados internacionales que podría en lo futuro inducir mayores flujos de capital hacia las economías emergentes, aunque ello no se ha observado aún en los meses recientes.

En lo atinente al plano local, destaca que la tasa de desempleo ha continuado disminuyendo y que las condiciones de capacidad interna se mantienen estrechas; que la actividad ha venido creciendo algo por encima de las estimaciones de tendencia, impulsada por la demanda interna y especialmente por la inversión; y que el repunte reciente del consumo privado ha ido acompañado de un mayor crecimiento del ingreso laboral, que refleja tanto la evolución del empleo y los salarios, como también la reciente caída de la inflación medida por el IPC. Por su parte, menciona que el endeudamiento de los hogares ha venido moderándose, particularmente en su componente de créditos de consumo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que las mayores presiones de demanda que se han observado se manifestaron en un aumento de las importaciones y en un déficit más abultado de la cuenta corriente, moderando así sus efectos sobre el uso de los recursos internos y la inflación. Agrega que la inflación subyacente ha continuado cayendo, tanto en su componente de bienes como de servicios, ubicándose en 0,8% anual, mientras que la inflación total se sitúa en 1,3% anual. En este aspecto, llama la atención sobre la moderada evolución de la inflación en relación con el dinamismo que ha mostrado el gasto interno, el producto y el empleo. En su opinión, esta trayectoria refleja la influencia transitoria de algunos factores recientes, como son la apreciación del peso, la normalización de *shocks* previos en precios de perecibles y la reducción del impuesto de timbres y estampillas, aunque no se pueden descartar influencias más duraderas, como un mayor crecimiento de la productividad.

En este sentido, deja constancia que por el momento la Gerencia de División Estudios mantiene el diagnóstico de que se trata de un fenómeno transitorio que debería tender a disiparse dentro del horizonte de proyección, lo que constituye una hipótesis a seguir evaluando. Sin perjuicio de esta normalización esperada, plantea que las caídas observadas recientemente en los precios internacionales de alimentos y las menores tarifas reguladas que se contemplan para los próximos meses atenuarán su manifestación en el corto plazo.

En cuanto a la decisión de política monetaria, indica que al igual que en ocasiones anteriores, la opción de reducir la tasa rectora se podría justificar como respuesta frente a una caída persistente de la inflación. Sin embargo, señala que el dinamismo acumulado por el gasto, la actividad y el empleo, junto con la estabilidad de las expectativas inflacionarias en torno a la meta y la moderación de los riesgos externos, llevan a estimar que los bajos registros inflacionarios recientes constituyen un fenómeno más bien transitorio que debería normalizarse dentro del horizonte de política. Por el contrario, agrega que un recorte de la tasa de interés podría inducir un mayor dinamismo de la demanda interna, exacerbando los riesgos de mediano plazo para la inflación, así como otras variables como el déficit de cuenta corriente, lo que hace desestimar la opción de recortar la tasa de política monetaria.

Por otra parte, plantea que la opción de aumentar la tasa de política monetaria se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del producto y su eventual impulso sobre la trayectoria de inflación. No obstante, aunque constituye un riesgo relevante para el mediano plazo, por el momento los indicadores de inflación total subyacente no solo se encuentran significativamente por debajo del centro del rango de tolerancia, sino que esta situación probablemente continuará en los próximos meses considerando la influencia de los precios internacionales de materias primas. Asimismo, las expectativas privadas de inflación se mantienen en valores coherentes con la meta y, por su parte, los componentes de la inflación de servicios y de salarios no muestran señales de una aceleración. Por lo tanto, este conjunto de consideraciones lleva a descartar en esta ocasión la opción de aumentar la tasa de política monetaria.

Sin perjuicio de lo anterior, hace presente que el ritmo de expansión de la demanda interna puede ser un riesgo por sus implicancias para el déficit de cuenta corriente y las necesidades de financiamiento externo, por lo que en su opinión, para abordar este tema se requiere de la coordinación del conjunto de políticas económicas y financieras, más allá de la política monetaria.

Por lo expuesto, y considerando este conjunto de antecedentes, la Gerencia de División Estudios recomienda la opción de mantener la tasa de política monetaria, lo que coincide con la expectativa de consenso en el mercado, por lo que no debería afectar la evolución de la curva de tasas de interés.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que conforme a las consideraciones expuestas, esa Gerencia propone al Consejo mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, a continuación, ofrece la palabra a los Gerentes del Banco, sin que los asistentes planteen comentarios.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín inicia su exposición señalando que en la Zona Euro, los datos sectoriales dan cuenta de que el escenario recesivo se mantiene, y que la producción industrial en el mes de enero se contrajo 1,3% en doce meses, lo mismo que las ventas minoristas. Sin embargo, en ese contexto de contracción, la situación es de mayor estabilidad, lo que se ve reflejado en los mercados financieros.

Por otra parte, plantea que la economía de Estados Unidos de América deberá realizar ajustes de gastos que conllevan efectos potenciales negativos sobre el débil crecimiento económico de ese país. A pesar de ello, se han producido buenas noticias, con una corrección al alza del crecimiento del cuarto trimestre y una creación mensual de empleos de 236.000 puestos de trabajo en el mes de febrero pasado, superando ampliamente los 119.000 del mes anterior. Acota que la Reserva Federal reafirmó su intención de mantener el programa QE3 por un tiempo prolongado.

En lo concerniente a China, precisa que las cifras de producción industrial en los dos primeros meses del año mostraron un incremento de 9,9%, y que la inflación en doce meses escaló hasta 3,2%, tras el 2% registrado el mes de enero, generando preocupación en las autoridades de ese país, quienes han dejado entrever que están dispuestas a permitir un menor ritmo de expansión de la economía a fin de contener las presiones inflacionarias.

En definitiva, estima que el escenario económico internacional actual sigue influido por los efectos de la crisis en la Zona Euro, por la incertidumbre respecto a los efectos del ajuste fiscal en Estados Unidos de América y la posibilidad de un menor ritmo de expansión en China.

En lo atinente al ámbito interno, el Ministro de Hacienda destaca que la actividad económica se aceleró fuertemente en el primer mes del año, alcanzando un incremento de 6,7%, en el cual incidieron principalmente los sectores minería en primer lugar, y luego, servicios y comercio. Agrega que el consumo sigue mostrando fortaleza, permitiendo mantener el dinamismo de la economía, y que las ventas del comercio minorista en el mes de enero último crecieron 9,5% en doce meses, lideradas por el consumo de bienes durables, que creció 18%. A su juicio, es posible que se sustente por el favorable desempeño del mercado laboral, que sigue evidenciando un buen ritmo de creación de puestos de trabajo.

En este sentido, consigna que el reporte del trimestre noviembre a enero registró un crecimiento del empleo de 2%, en tanto que la tasa de desempleo llegó a 6% y por su parte, los salarios reales muestran un comportamiento fuerte y siguen creciendo sobre 4%, en línea con el aumento en la productividad media del trabajo en ese período.

El señor Felipe Larraín enfatiza que el sector externo chileno sigue afectado por la situación internacional y al efecto, señala que en el mes de enero de 2013, el valor de las exportaciones a la Unión Europea se contrajo 8,3% anual, y que en febrero último, el valor de las exportaciones totales cayó 6% en doce meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que la inflación registró una variación mensual de 0,1% en febrero pasado, alcanzando un nivel de 1,3% en doce meses. Hace presente que en el resultado del mes de febrero destacó el aumento en el precio de la gasolina, acorde con lo ocurrido ese mes en el mercado internacional de este producto. Expresa que sin embargo, el precio del petróleo Brent ha caído desde niveles en torno a 120 dólares por barril desde la última Reunión, hasta cerca de 109 dólares en la actualidad, con motivo de una mayor disponibilidad del producto y la moderación de algunos riesgos geopolíticos.

Añade que la inflación subyacente se mantiene acotada; que el IPC y el IPCX1 se encuentran en niveles de 1 y 1,5%, respectivamente; y que las expectativas de inflación se mantienen ancladas en 3% anual, tanto para el presente año como para el 2014, de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile. Por lo expuesto, estima que la inflación se mantiene bajo control, atenuando las preocupaciones sobre la posibilidad de un sobrecalentamiento de la economía chilena.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín manifiesta que en este escenario parece prudente mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, validando las expectativas del mercado. Señala que si bien Chile ha mostrado robustez frente a los eventos de la economía, no es inmune a ellos y que además persisten aún varios elementos de incertidumbre tanto en las economías desarrolladas como emergentes, por lo que en su opinión, es necesario seguir observando detalladamente la evolución económica internacional y sus posibles consecuencias para la economía chilena.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

Al proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio al proceso de votación de la Opción planteada por la Gerencia de División Estudios y, en primer término, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el excelente análisis del equipo de la Gerencia de División Estudios, que en esta ocasión ha sido especialmente enriquecedor y ha aportado nuevos antecedentes muy útiles para informar las decisiones que adopte el Consejo.

Expresa que el cuadro económico que surge a partir de dicho análisis es positivo, pero plantea dilemas complejos al Banco Central de Chile, ya que por una parte hay mejores noticias en el plano internacional, si bien persisten riesgos importantes en Europa; y, por la otra, la economía chilena sigue creciendo a un ritmo cercano a su potencial, con tasas de desempleo bajas y tasas de inflación que no solo son bajas, sino que han caído transitoriamente por debajo de la meta. Señala que los dilemas surgen porque en medio de este cuadro muy positivo se pueden estar incubando desequilibrios que en el mediano plazo impongan ajustes costosos para la economía del país. Enfatiza que el problema para el Banco radica en que mientras ellos no se manifiesten, la efectividad de la política monetaria para prevenirlos es limitada.

Del escenario internacional descrito, destaca tres elementos. En primer término, plantea que una consolidación de la recuperación, todavía lenta de la economía norteamericana, parece haber sido suficiente para propiciar un rebalanceo de canastas de activos financieros, que ha impulsado al alza los precios de acciones, fortalecido el dólar estadounidense, reducido los flujos de capital a países emergentes y debilitado los precios de *commodities*. En segundo lugar, da la impresión que el crecimiento económico de China se está consolidando en tasas de un dígito, acompañado por un crecimiento más moderado en el uso e importaciones de todo tipo de materias primas y energía. Por último, expresa que se



BANCO CENTRAL DE CHILE

acrecienta el riesgo político en Europa con claros indicios de fatiga de reformas, por lo que no se puede descartar aún un escenario de riesgo sistémico en esa región, especialmente en un contexto en que la recuperación de la actividad y el empleo se ven algo más lejanas.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que en esta ocasión se presentó un análisis más detallado que lo habitual del mercado del cobre, planteándose diversas explicaciones para el brusco aumento de los inventarios en bolsas observados en el último trimestre. Concluye de ese análisis que es muy difícil inferir que dicho aumento obedezca a un exceso de oferta en ese mercado, dado el rol de los agentes financieros y la existencia de grandes inventarios fuera de bolsa que se podrían estar trasladando a ellas. Sin embargo, estima que ello sí deja al mercado del cobre más expuesto a una caída brusca de precios si se llega a consolidar una visión más pesimista respecto del futuro de su precio. En su opinión, constituye un riesgo a monitorear, que debería ser considerado por el sector público y privado en su toma de decisiones.

En lo referente al plano local, destaca que si bien el crecimiento del PIB se ha estabilizado en torno al de su potencial, no ha ocurrido lo mismo con la demanda interna, que se expande cerca de dos puntos por sobre este. Atendido que se partió de una situación de déficit de cuenta corriente, señala que esto implica que a precios constantes, el déficit en cuenta corriente se encuentra en una trayectoria creciente en el tiempo. Agrega que este exceso de demanda normalmente se reflejaría también en mayores presiones inflacionarias, lo que no ha ocurrido por la apreciación del peso, ganancias de productividad posiblemente por una sola vez y la reversión de alzas transitorias de costos previas.

Por otra parte, puntualiza que el crecimiento excesivo de la demanda tiene un componente transitorio, asociado a la aglomeración de grandes proyectos mineros y de energía. Además, los bajos niveles actuales de la inflación y los elevados flujos de inversión extranjera directa dan algún tiempo para buscar fórmulas que permitan optimizar las respuestas de política económica para eliminar los excesos de demanda interna aludidos anteriormente.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Joaquín Vial estima que la TPM se debe mantener aún en 5% anual.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención indicando que el alza en los precios de una amplia gama de clases de activos en el mundo mezcla dos elementos: en primer término, el reflejo de una mayor calma en los mercados financieros internacionales; y, en segundo lugar, una perspectiva de recuperación en algunos países, especialmente en Estados Unidos de América. Mientras tanto, señala que los datos en Europa siguen dando cuenta de una situación deteriorada que debiera mantenerse por largo tiempo.

Expresa que estos cambios en las percepciones de riesgo y la mantención de tasas de interés muy bajas por mucho tiempo podrían generar cambios en la disponibilidad a tomar activos en países emergentes, como lo evidencian, de hecho, ciertos antecedentes en el último tiempo. En este sentido, señala que hasta esta fecha, los precios de los activos en Chile han permanecido bastante estables, dando cuenta de la solidez y estabilidad de su economía, pero también sugieren que ciertas condiciones de financiamiento externo que han sido extremadamente favorables, podrían corregirse en algún grado en lo futuro. A su juicio, estos temas deben seguir siendo objeto de evaluación.

En lo atinente al ámbito interno, menciona que la actividad en el mes de enero sorprendió en algo al alza, aunque un análisis de los últimos trimestres refleja que la velocidad de expansión del PIB Resto, esto es, excluyendo el componente más volátil



BANCO CENTRAL DE CHILE

asociado a recursos naturales, ha permanecido relativamente estable, en algo más de 5,5%. Si bien esta cifra es levemente superior que lo anticipado en IPoM anteriores y de las estimaciones de crecimiento tendencial, estima que no sugieren en lo general una dinámica excepcional más allá del contraste que obviamente genera con la debilidad que están mostrando los países desarrollados.

Además, hace notar que la trayectoria de la demanda interna da cuenta de una mayor fuerza, la que ha aumentado en el último tiempo, y destaca que ello se refleja especialmente en la inversión, principalmente en maquinaria y equipos, aunque la construcción y obras también han mostrado un dinamismo importante. En su criterio, existen buenos argumentos para estimar que una parte relevante de este dinamismo obedece al *boom* minero y que también es consecuencia y causa a su vez, de un tipo de cambio relativamente apreciado. Con todo, considera que la dinámica de la inversión constituye el fenómeno que requiere más seguimiento por parte del Banco.

Consigna que la inflación se ha mantenido baja, tanto en los registros agregados como los subyacentes y que es especialmente relevante la disminución que ha mostrado la inflación de no transables en el último tiempo. La trayectoria futura de la actividad y de la demanda sugiere que la inflación debiera mantenerse relativamente baja por unos meses, para alcanzar cerca del 3% anual a fines del presente año o comienzos del próximo.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, todos estos antecedentes conducen a dos conclusiones, la primera de ellas es que el ciclo externo sigue siendo positivo para Chile, más allá de los riesgos que existen en Europa, que no son menores; y, en segundo lugar, que de los elementos del ciclo doméstico, el más relevante a observar es el dinamismo de la inversión. En este sentido, indica que si bien las cuentas externas de la economía chilena son muy sólidas, considera importante cautelar que no se incuben riesgos financieros significativos. A su juicio, constituyen herramientas relevantes en un contexto como el señalado la normalidad en el crecimiento de los agregados crediticios, el seguimiento de algunos sectores específicos y la flexibilidad cambiaria.

En lo concerniente a la política monetaria, concuerda con la Minuta de Opciones en orden a que mantener la tasa rectora es la opción que claramente domina. En este sentido, expresa que el ciclo actual no sugiere espacio para bajar la tasa, aún con la inflación baja, y que un alza en la tasa de interés no necesariamente contribuiría a mitigar los principales riesgos que se avizoran.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado en esta Reunión de Política Monetaria y manifiesta que las noticias del último mes no introducen cambios apreciables en el panorama económico.

En lo atinente al frente externo, señala que los mercados financieros se han mostrado bastante estables y permanecen embargados por un relativo optimismo; que en ese marco, se destaca la positiva tendencia de los mercados bursátiles en las economías desarrolladas; y que también merece mención que los efectos de la incertidumbre política en Italia hayan permanecido bastante acotados y circunscritos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con todo, plantea que estas percepciones no han modificado sustancialmente las proyecciones de crecimiento, las que siguen reflejando una recuperación económica moderada, con ajustes marginales en algunas regiones y un rebalanceo entre lo que se espera para este y el próximo año. Otro antecedente importante es que si bien los riesgos siguen presentes, ha disminuido la probabilidad de que estos se materialicen. En este contexto, expresa que llama un tanto la atención el descenso bastante generalizado en los precios de las materias primas.

En lo que concierne al frente interno, destaca que la actividad y la demanda continúan observando bastante dinamismo. En este sentido, expresa que las últimas cifras han estado por sobre las esperadas, lo que ha llevado al sector privado a elevar gradualmente sus proyecciones de crecimiento para este año; y que en el caso de la actividad, las mejores cifras se explican en buena medida por el comportamiento de la minería, lo que atenúa cualquier preocupación sobre los potenciales efectos que de ello se podrían derivar. A su juicio, sí despierta inquietud la lentitud con que se modera el comportamiento de la demanda interna, especialmente, por los riesgos que ello conlleva hacia adelante.

Comenta, además, que las condiciones financieras no han experimentado cambios relevantes en el último mes y que el crédito mantiene un dinamismo menor al observado en otros ciclos expansivos, por lo que no parece ser la principal fuente de impulso para la demanda interna.

En materia de inflación, indica que si bien continúa mostrando registros anuales relativamente bajos, los riesgos inflacionarios no han desaparecido del horizonte de política. En su opinión, la evaluación del panorama inflacionario, y particularmente la de sus implicancias para la política monetaria, requiere tener presente no solo el comportamiento aislado de la inflación, sino un conjunto más amplio de antecedentes macroeconómicos, entre los que habría que mencionar sin duda, el vigor de la economía interna y las escasas holguras de capacidad que permanecen disponibles. Por último, consigna que las expectativas del mercado, coincidentes con esta visión, apuntan a una convergencia de la inflación anual a 3% en horizontes de uno y dos años.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que con estos antecedentes, la opción de política monetaria que vuelve a predominar ampliamente es la de mantener la tasa rectora y que, en tal sentido, coincide con lo manifestado en la minuta de la Gerencia de División Estudios. Además, agrega que ello es acorde con lo que espera el mercado.

Hace presente que los riesgos para el escenario base han experimentado un cierto rebalanceo en el último tiempo; que la importancia o peso relativo de cada uno de ellos ha tendido a cambiar; y que los riesgos externos se han atenuado y los internos han adquirido mayor fuerza. A su juicio, ello requiere un seguimiento en lo futuro.

Sin embargo, considera que el actual nivel de la TPM es relativamente alto con cualquier parámetro que se mida, de manera que ello brinda suficiente holgura para facilitar la convergencia de la economía y particularmente de la inflación.

Por último, resalta que los análisis que conlleva la preparación ya iniciada del próximo IPoM de marzo aportarán antecedentes valiosos para volver sobre este y otros temas.

En virtud de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 5% anual y por no introducir cambios mayores en el tenor del Comunicado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Consejero señor Enrique Marshall y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su presentación agradeciendo al *staff* por el muy buen informe expuesto en esta Reunión, y señala que hace suya la lista de antecedentes incluida en el inicio de la Minuta de Opciones, a los cuales agrega los siguientes elementos y comentarios.

En lo relativo a la economía internacional, observa el hecho que no se haya mencionado que el 1 de marzo último se desencadenaron los ajustes automáticos de la política fiscal de Estados Unidos de América, aun cuando le ha parecido acertado que se hayan omitido, por cuanto se resolvieron anticipadamente los principales problemas que estaban vinculados con materias tributarias.

Sin embargo, expresa que sigue pendiente un nuevo problema fiscal, esto es, la aprobación oportuna de la Ley de Presupuesto. Sobre el particular, recuerda que se produjo un episodio similar en el gobierno del ex presidente Bill Clinton, que finalmente se zanjó con una transacción en el Congreso de ese país que significó una rebaja muy significativa del impuesto a los tabacos y a los combustibles en esa economía, lo que no se ajusta a las recomendaciones sobre manejo fiscal, por lo que espera que en esta oportunidad no se cometan tales errores, aun cuando considera que en esa ocasión se trató de una situación anómala de corto plazo.

A continuación, plantea que durante el último mes se registró una apreciación multilateral del dólar estadounidense y, en general, una depreciación de las monedas de la mayoría de los países emergentes, quizás con la sola excepción de México. Resalta que Chile, de alguna manera, también constituyó una excepción en tanto no se registró una variación significativa en su tipo de cambio, pese a que hubo movimientos importantes que deberían haber apuntado hacia la depreciación del peso, como es el caso de la disminución del precio del cobre superior a 5%.

Hace presente también que México rebajó su tasa de política monetaria en 50 puntos base, decisión que no adoptaba desde el año 2010. Con ello, concluye que Chile, Malasia y Perú figuran entre las pocas economías que no han reducido sus respectivas tasas de política monetaria en los últimos quince meses, y que en estos dos últimos países son inferiores a la chilena. A su juicio, en la mayoría de los casos, esos movimientos a la baja de las tasas de interés no están justificados por medidas anticíclicas, sino que corresponden básicamente a respuestas en defensa de sus paridades cambiarias frente a los estímulos de las políticas monetarias de Estados Unidos de América y la Zona Euro, y que actualmente, con una probabilidad muy alta por el caso de Japón, se agudizarán aún más.

En lo que concierne al ámbito interno, destaca el alto registro de actividad del mes de enero, explicado principalmente por los sectores de recursos naturales. Plantea que el sector resto, sobre el cual se pone mayor atención porque acumula presiones sobre la medición de la inflación del IPC, crece a velocidad moderada, en tanto que el nivel de gasto agregado y de la demanda interna lo hacen a cifras muy elevadas.

En opinión del Vicepresidente señor Manuel Marfán, todo parece indicar que Estados Unidos de América viene saliendo de su crisis financiera, y que si bien aún tiene pendiente una agenda de temas importantes, no existen elementos que hagan pensar que los riesgos de cola o escenarios extremos sigan presentes o tengan una probabilidad relevante de ocurrir. Sin embargo, expresa que el presidente de la Reserva Federal mantiene su discurso y proyecta una política monetaria plana por largo tiempo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo atinente a Europa, considera que sus riesgos de cola siguen siendo muy altos, observándose una serie de elementos que son preocupantes, tales como el agotamiento de los procesos de ajuste, lo que es evidente en varias economías. Menciona que Italia no era un país objeto de crítica, y que a pesar de que solía incluirse dentro del conjunto de países del sur de Europa, constituye una economía cuyo tamaño es sistémico para la Zona Euro. Agrega que, en general, su sector privado es disciplinado en materia financiera, no así su sector público. De hecho, expresa que la deuda pública italiana es muy elevada y que entre sus acreedores no italianos figuran, en primer lugar, los bancos franceses, lo cual lleva a suponer efectos concatenados relevantes que generan inquietud.

Por otra parte, indica que se mantiene una tendencia a la fuga de depósitos hacia bancos alemanes. En este sentido, señala que el exceso de liquidez de estos bancos es depositado en el Banco Central Europeo, el que a su vez, otorga liquidez a los bancos que efectúan los depósitos, con lo cual se genera un proceso en que el Banco Central Europeo está actuando prácticamente de intermediario, pero asumiendo obligaciones que crecen sostenidamente en un proceso que no converge, y que estos elementos conllevan la probabilidad de un aumento de los escenarios de cola mencionados si no se generan cambios sustantivos. En todo caso, agrega que el hecho que Estados Unidos de América esté saliendo de su crisis financiera determina que el escenario promedio para Chile sea más auspicioso.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que para el Consejo, el puzzle de política al cual se ha hecho referencia anteriormente continúa presente, lo que significa que se siguen acumulando ciertas presiones en tanto los indicadores de estrechez de los mercados internos siguen latentes. En este sentido, menciona que la tasa de crecimiento de la masa salarial no corresponde a una tasa de crecimiento de equilibrio estacionario, como tampoco lo es la tasa de crecimiento del gasto interno. Agrega que a pesar de la existencia de elementos transitorios en el gasto interno, como la inversión en minería y algunas inversiones de empresas de transporte, hay otros elementos que aconsejarían medidas de política que tiendan de manera preventiva a frenar esa dinámica.

Al mismo tiempo, se presenta un escenario internacional que recomendaría, al igual como lo han hecho otros países, tener tasas de interés que tiendan a alinearse de mejor manera a las tasas de interés internacionales, a fin de descomprimir eventuales desalineamientos o alteraciones de los precios relativos. En este sentido, manifiesta que los tipos de cambio flotantes son útiles y contribuyen de manera importante; no obstante, cuando se producen distorsiones persistentes provenientes del exterior, como es el caso de las tasas de interés prevalecientes en las economías norteamericana y europea que no son de equilibrio y las perspectivas apuntan a que se mantendrán durante un tiempo relativamente extenso, en ese caso pasan a ser relevantes las presiones que eventualmente pudieran existir sobre los precios relativos de las distintas economías.

En consecuencia, resalta que se mantiene un puzzle de política, por cuanto coexisten elementos importantes que recomendarían subir la tasa de interés y otros elementos también relevantes que aconsejarían reducirla.

En este contexto, expresa que su voto es por mantener la tasa rectora en su nivel actual, manteniendo el sesgo del Comunicado.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente al escenario externo, señala que las condiciones financieras internacionales se mantienen en niveles más favorables que los exhibidos en el último Informe de Política Monetaria. Asimismo, que los riesgos en Europa persisten, porque las cifras de actividad en dicha región siguen siendo muy desfavorables y que a ello se agrega el riesgo político en algunos países. Por su parte, Estados Unidos de América muestra signos de mayor dinamismo y mejoramiento en el mercado laboral; en tanto que Japón sigue con problemas y anuncia medidas expansivas adicionales; y en China surgen algunas preocupaciones por la inflación.

Agrega que la expansividad de la política monetaria en las economías avanzadas sigue poniendo presiones sobre los países emergentes y que algunos de estas últimas economías, en especial aunque no exclusivamente productoras de materias primas, exhiben alto dinamismo de la demanda y el empleo, baja inflación, apreciaciones de sus monedas y ampliaciones del déficit, o bien, reducciones del superávit en cuenta corriente.

Por último, expresa que el precio del cobre, al igual que el de otros metales, presenta algún retroceso.

En lo que respecta a Chile, indica que se mantiene el dinamismo de la actividad, con una desaceleración más lenta de lo previsto; que sobresale el dinamismo de la demanda interna; que tanto el consumo privado como la inversión exhiben cifras de crecimiento importantes; y que esta última está influida en forma relevante por la inversión en minería, parte de la cual podría ser transitoria.

Añade que el crecimiento de los salarios nominales se ha reducido a 6% y que las colocaciones de consumo y comerciales siguen mostrando signos de moderación.

Asimismo, manifiesta que tanto la inflación como sus medidas subyacentes siguen bajando, manteniéndose por debajo del piso del rango de tolerancia del Banco Central de Chile, que las expectativas de mercado apuntan a que esta situación se mantendrá por un tiempo prolongado, mientras que las expectativas de mediano plazo se mantienen ancladas a la meta del Instituto Emisor. Agrega que el peso sigue relativamente apreciado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica que desde la perspectiva de la política monetaria, se mantienen las fuerzas opuestas de los últimos meses. En este sentido, expresa que si bien por una parte el escenario externo para Chile es relativamente favorable, persisten igualmente los riesgos de un deterioro principalmente en las economías avanzadas y en particular en Europa, lo que llamaría a una mayor expansividad de la política monetaria, que en la práctica ha sido el camino que han tomado diversas economías. Agrega además, que los riesgos que hasta hace poco se planteaban sobre Estados Unidos de América parecen alejarse, mientras que se encuentran plenamente vigentes los de Europa. Por otra parte, la demanda interna mantiene un crecimiento elevado, lo que requeriría de una política monetaria en la dirección contraria.

Sin embargo, hace presente que en los últimos meses se percibe en el margen un mejoramiento en el escenario externo, al menos en el escenario base, sin que se descarten escenarios extremos muy negativos; y que también en el mismo nivel se acentúa el riesgo interno, toda vez que la demanda sigue exhibiendo altos grados de dinamismo.

El déficit en cuenta corriente se amplía, lo que implica un riesgo futuro; no obstante, señala que este riesgo es mitigado por el hecho de que este déficit se puede explicar en parte importante por inversión más que por consumo, y porque esta inversión está dirigida al sector transable de la economía. Asimismo, el riesgo se ve aminorado por el hecho que, al menos hasta ahora, las cifras de endeudamiento de los distintos agentes de la economía se mantienen, sin mostrar signos de aumento.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En este escenario, estima que la opción planteada por la Gerencia de División Estudios es la apropiada. En su opinión, subir la tasa rectora es poco sostenible en un escenario en que la inflación y su medición subyacente siguen por debajo del rango de tolerancia del Banco Central de Chile. Además, aunque es cierto que el dinamismo de la demanda ha tenido su correlato en un mayor déficit en cuenta corriente, resulta evidente que en un escenario de presiones excesivas sobre las holguras de capacidad es inevitable que al fin se produzcan efectos sobre la inflación, lo que no ha sucedido, y tampoco el mercado espera que ello suceda. Añade que la inflación de servicios ha seguido disminuyendo y hoy se encuentra cerca de 3%, dos puntos menos que hace solo unos meses.

A juicio del Presidente señor Rodrigo Vergara, no se puede dejar de mencionar en este análisis que la Tasa de Política Monetaria en Chile es de las más altas del mundo. En este sentido, hace notar que varios países que exhiben un dinamismo similar al chileno y que presentan los mismos dilemas de política, tienen su TPM significativamente por debajo de la nuestra. Expresa que esta situación no es un hecho menor en un contexto en que lo que prima son tasas de interés excepcionalmente bajas en las principales economías del mundo y donde los relajamientos cuantitativos han aumentado la liquidez global en forma importante.

Asimismo, considera que la opción de bajar la tasa rectora tampoco es la adecuada en cuanto los signos de desaceleración de la demanda interna siguen siendo todavía tenues e inciertos y, de hecho, su nivel es todavía elevado.

Plantea que en estas circunstancias, no parece haber cambios mayores que justifiquen una posición distinta de la adoptada en la Reunión de Política Monetaria anterior.

Por consiguiente, el Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel de 5% anual.

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 5% anual.

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

196-01-130314 - 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 5% anual.

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

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

En el ámbito externo, las condiciones financieras se mantienen estables. Se observan indicadores de actividad más dinámicos en Estados Unidos, no así en la Eurozona, que continúa en recesión y mantiene una frágil situación fiscal y financiera. Las autoridades de Japón han indicado que desean dar más impulso a las políticas macroeconómicas, lo que



BANCO CENTRAL DE CHILE

se ha reflejado en la depreciación del yen. El dólar se ha apreciado en los mercados internacionales, mientras que los precios de materias primas, incluyendo el cobre, retrocedieron en las últimas semanas.

En el plano local, los indicadores de actividad y demanda han estado por sobre lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. La evolución de la actividad refleja un mejor desempeño de la minería, mientras que la demanda, liderada por la inversión, crece a un ritmo superior al del PIB. El mercado del trabajo sigue ajustado. La inflación total y la subyacente se sitúan en torno a 1% anual, mientras que las expectativas inflacionarias en el horizonte de política permanecen alineadas con la meta. El peso se ha apreciado en términos multilaterales.

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

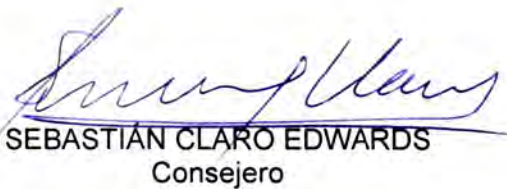
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:40 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



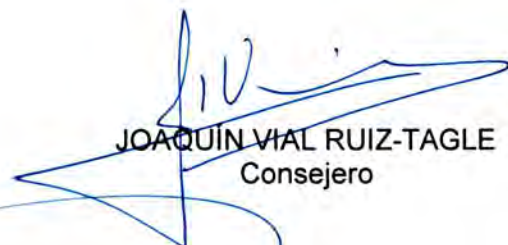
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

