



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 197
celebrada el día jueves 11 de abril de 2013

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

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

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División 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 Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesor de la Presidencia,
don Víctor Riquelme Peñaloza; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 197, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de octubre de 2013, se celebre el día jueves 17 de ese mes.



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 las principales noticias del ámbito político que han tenido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que el Senado de Estados Unidos de América aprobó la legislación para financiar agencias gubernamentales hasta el próximo 30 de septiembre, lo que ha contribuido a descomprimir la tensión en lo concerniente a la discusión del presupuesto en dicho país.

En lo referente a la Zona Euro, alude a las turbulencias financieras ocurridas en Chipre y sus consiguientes consecuencias, mientras que en Italia, luego que el líder de la centroizquierda señor Pier Luigi Bersani no logró conformar un gobierno, asumió esta tarea el Presidente señor Giorgio Napolitano, de manera que la incertidumbre política continuaría en ese país y es probable que se deba convocar a nuevas elecciones.

Asimismo, alude a que Corea del Norte declaró estado de guerra con Corea del Sur y ha amenazado también con atacar a Estados Unidos de América, lo que ha generado una reacción acotada en los mercados.

A título de último hecho destacado en el ámbito político, hace presente que Argentina presentó una oferta para pagar la deuda externa que mantiene con algunos acreedores y sobre este tema, se estima que la Corte de Apelaciones de Nueva York rechazaría esta oferta dentro de los próximos días, por lo que no se descarta un eventual *default* técnico de ese país.

En cuanto a los hechos destacados en materia de mercados financieros, cita, en primer término, el anuncio de Japón sobre un nuevo programa de compra de activos, que llevaría a duplicar su base monetaria dentro del término de dos años, principalmente mediante la compra de bonos de gobierno a largo plazo por montos de US\$80 billones mensuales.

En segundo lugar, menciona que la Minuta del Federal Open Market Committee de la Reserva Federal, FOMC, publicada el día anterior, sugiere que el programa de relajamiento cuantitativo QE3 podría comenzar a moderarse hacia fines del presente año, sujeto en todo caso al desempeño económico en materia de empleo y crecimiento, fundamentalmente. Sobre el particular, destaca que ello implica la voluntad por adelantar dicha acción, lo cual ha sido leído positivamente por los mercados.

En tercer término, indica que los mercados financieros han exhibido cierta volatilidad por el mayor riesgo geopolítico europeo y perspectivas menores que lo anticipado. Agrega que los CDS de bancos se han mostrado mayormente al alza.

Asimismo, expresa que las tasas largas han disminuido en las economías desarrolladas ante perspectivas más débiles junto a que se mantienen medidas monetarias relevantes.



Por último, resalta que los flujos hacia las economías emergentes han sido inexistentes en términos generales.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* financiero que se contiene en la lámina N° 5 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil, volatilidad, tasas de interés a 10 años, *spreads* y CDS *spreads*, respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2003 y abril del año en curso.

En primer lugar, destaca que los mercados bursátiles exhiben cierta heterogeneidad. En este aspecto, precisa que las bolsas norteamericanas muestran un comportamiento positivo; las de países periféricos, resultados más débiles; las bolsas japonesa y asiáticas un leve mejor desempeño; rendimientos en torno a la media en el caso de Europa emergente, y ligeramente sobre el promedio en América Latina.

En materia de volatilidad, plantea que es particularmente baja en Estados Unidos de América, no así en Japón.

Explica que en lo atinente a tasas de interés, las caídas se representan en color rojo, porque dan cuenta de indicadores de actividad más débiles, siendo el caso de las economías analizadas, esto es, Estados Unidos de América, Alemania, Reino Unido y Japón.

Agrega que los *spreads* también exhiben cierto grado de heterogeneidad, al figurar sobre su promedio en las economías periféricas, bajo ese nivel en los países emergentes y en torno a su media en América Latina.

Por último, comenta que los CDS *spreads* superan el promedio en el caso de las economías desarrolladas y particularmente en las economías periféricas de Europa.

A título de resumen, señala que esta visión más global del período correspondiente a los años 2007 al 2013 refleja que los desarrollos de los mercados financieros han estado en línea con la crisis que se produjo en los años 2008 – 2009 y con una recuperación débil y heterogénea en lo más reciente.

El Consejero señor Joaquín Vial sugiere incorporar una mayor graduación al *heat map*, de manera de poder distinguir con claridad la evolución de algunas de estas variables. A título ejemplar expresa que resulta extraño que el *spread* actual de España sea similar al observado hacia un año atrás.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, indicando que los CDS muestran leves aumentos, particularmente en Europa, derivados de la situación generada en Chipre y cierta tensión política en Italia, mientras que en Japón, el incremento es significativamente mayor y se asocia a un impulso fiscal muy importante y al aumento de la deuda pública, lo que será muy significativo los próximos dos años. Añade que el incremento es acotado en el caso de Corea y se vincula claramente a las mayores tensiones políticas.

Asimismo, plantea que los *spreads* bancarios también se han elevado, aunque de manera más bien limitada, impulsados por los desarrollos en Europa y los resultados de las pruebas de estrés aplicadas en Estados Unidos de América, que dejaron en evidencia la necesidad de algunos bancos de aumentar su capital.



En materia de vencimientos de deuda en el futuro cercano, destaca que España enfrenta vencimientos del orden de €27 billones durante el presente mes de abril e Italia, de alrededor de €50 billones, y que hasta ahora ambos países no han tenido mayores problemas para financiarlos. Asimismo, resalta que las tasas de los bonos de esos países a diez años han retrocedido en relación con lo observado el mes anterior. A título enunciativo, indica que en el día de hoy se colocaron bonos italianos a 3 años plazo, a una tasa relativamente positiva, en torno a 2,3% - 2,5% anual. Además, señala que España enfrentará vencimientos importantes en el mes de julio, e Italia en el mes de agosto próximos.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de conocer los saldos que mantienen en caja estos países para enfrentar tales obligaciones y añade que España tendría ya financiados los vencimientos de deuda hasta el mes de julio.

En relación con los mercados bursátiles, el señor Sergio Lehmann indica que las bolsas de valores de economías emergentes han tendido a retroceder y con especial fuerza en India y China, mientras que las de economías desarrolladas exhiben un comportamiento más heterogéneo. Además, destaca el fuerte incremento que ha experimentado la bolsa japonesa al alcanzar un nivel máximo en los últimos dos o tres días, a lo que en la presente jornada ha agregado un alza adicional de 2%, atribuible a las declaraciones del Presidente del Banco de Japón en cuanto a que no advierte, por ahora, mayores riesgos de burbujas en determinados precios de activos.

Agrega que las bolsas norteamericanas muestran leves alzas y que, en general, los diferentes mercados bursátiles revirtieron sus caídas en los últimos dos días ante señales más positivas vinculadas a China y una sensación de mayor tranquilidad asociada al dato de empleo y solicitudes de subsidio de desempleo en Estados Unidos de América, que están mostrando alguna tendencia positiva.

Hace presente, además, que las tasas de interés a 2 años tendieron a disminuir en las economías desarrolladas ante perspectivas más débiles y a que permanecen estímulos monetarios cuantitativos.

En materia de flujos capitales, consigna la atenuación en el ciclo positivo hacia las economías emergentes e inclusive un retorno de capitales en los últimos dos días a propósito de la recuperación de las bolsas de valores, particularmente asiáticas y brasileña. En todo caso, informa que hasta la semana pasada, el dato en el margen daba cuenta de entradas netas iguales a cero, explicadas fundamentalmente por salidas de acciones, no así tratándose de bonos.

El señor Sergio Lehmann se refiere a continuación a los tipos de cambio. Sobre el particular, resalta la depreciación del yen de 3,5%, acorde con los anuncios del Banco de Japón, y de 2,4% en el caso del won, con motivo de las tensiones geopolíticas en Corea. Hace notar que el peso chileno figura en la medianía de la lista de monedas analizadas habitualmente y que desde diciembre último acumula una apreciación similar a la que exhiben las monedas de otras economías exportadoras de *commodities*. Por último, comenta que en el curso de la última semana, ha sorprendido la depreciación de algunas monedas de economías exportadoras de *commodities*, tales como Sudáfrica y algunas asiáticas.

En términos de los movimientos de monedas en el último mes, subraya la variabilidad que tuvo el yen japonés, que inicialmente experimentó una apreciación del orden de 4%, la que se revirtió significativamente tras el anuncio del Banco de Japón.



En lo atinente a las intervenciones cambiarias, consigna que su ritmo no presenta cambios importantes, salvo en el caso de Corea que dejó de intervenir luego que el won se depreciara con motivo de las tensiones políticas, y de Colombia, que las duplicó desde principios de este año a la fecha, específicamente desde US\$20 millones hasta US\$40 millones diarios.

Al proseguir con su presentación, el Gerente de Análisis Internacional se refiere a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, señala que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OCDE, recortó las proyecciones de crecimiento de corto plazo, en línea con lo esperado y también con lo expuesto en el último Informe de Política Monetaria, IPoM. Hace presente que tratándose de Estados Unidos de América, si bien el crecimiento promedio del año 2012 no fue modificado, se revisó al alza el crecimiento correspondiente al cuarto trimestre de ese año, atendido el rebote que experimentó la actividad industrial en ese período.

En segundo lugar, indica que el mercado inmobiliario norteamericano exhibe movimientos mixtos e inferiores a lo esperado, aunque mantiene su tendencia a la recuperación.

Además, consigna la débil creación de empleo en Estados Unidos de América, aunque el desempleo retrocede a 7,6% ante una reducción en la participación laboral.

Añade que en América Latina, la producción industrial de Brasil y México ha tendido a disminuir y que las perspectivas se han moderado.

Expresa asimismo, que la inflación retrocedió en China reduciendo las expectativas de nuevas medidas contractivas, lo que impactó positivamente a los mercados, en tanto que en la Zona Euro se mantiene una tendencia de moderación, paralelamente con los precios de la energía.

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 dato de producción industrial que fue mayor que lo anticipado, mientras que la creación de empleo fue menor que lo previsto. Agrega que las señales relativas al mercado inmobiliario fueron mixtas, ya que se observó una caída en las ventas de viviendas nuevas, superior a lo esperado, mientras que su precio mantiene una trayectoria de cierta recuperación.

En relación con la Zona Euro y Japón, destaca el deterioro de los datos de producción industrial, el debilitamiento en el sector externo de Alemania y el incremento de las ventas minoristas en Japón.

Por último, hace presente que las importaciones chinas aumentaron significativamente por sobre lo previsto, mientras que la producción industrial brasileña resultó ser más negativa que lo anticipado.

En materia de perspectivas, señala que las lecturas fueron algo más negativas que lo proyectado. Precisa que en Estados Unidos de América, si bien siguen por sobre el pivote 50, dando cuenta de un crecimiento, este sería algo más moderado, como lo reflejan el ISM manufacturero e ISM servicios, inferiores a lo esperado; que en la Zona Euro, el PMI estuvo en línea con lo anticipado, por debajo del pivote 50, dando cuenta de que sigue la fuerte debilidad de esa región; que en Alemania, la encuesta IFO también estuvo ligeramente por



debajo de lo previsto; que Japón exhibió datos mixtos y con un mayor optimismo, de acuerdo con la encuesta Eco Watchers y el dato de PMI manufacturero; y, por último, que en China, el PMI servicios fue algo mejor que lo esperado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere al título de la lámina N° 18 de la presentación, que es del siguiente tenor: "Se moderan envíos chinos hacia ZE y EE.UU. Importaciones crecen más de lo esperado", dando su opinión en orden a que la referencia al crecimiento de las importaciones chinas no se deduce claramente del gráfico. A título ejemplar, comenta que si bien las importaciones desde Japón son muy significativas, ello no queda consignado en el gráfico, sino que da cuenta de su disminución en torno a 22% en doce meses. En razón de ello, solicita complementarlo con la información sobre importaciones totales.

El señor Sergio Lehmann expresa que se incorporarán las importaciones totales en los términos solicitados en la próxima presentación de este informe. Además, destaca el claro aumento de las importaciones desde Estados Unidos de América, que tiene una alta ponderación, mientras que aquellas desde Japón han registrado una nueva caída, asociada a elementos geopolíticos que han estado afectando el comercio con China.

El Consejero señor Joaquín Vial hace referencia a una nota aparecida recientemente en el diario Financial Times, en que se plantea una prevención sobre las cifras de exportaciones chinas, por cuanto podría existir un tema de sobrefacturación de exportaciones para atraer capitales, lo que constituye una forma de financiamiento de empresas. Por lo expuesto, plantea que estas cifras deben interpretarse con cautela, ya que podrían no estar reflejando necesariamente la fortaleza de la economía mundial.

En cuanto al mercado laboral de Estados Unidos de América, el señor Sergio Lehman menciona que la tasa de desempleo cayó a 7,6%, acorde con una menor participación y creación de empleo acotada.

A continuación, exhibe el gráfico que se ubica al lado derecho de la lámina N° 19 de la presentación, que da cuenta de la recuperación del empleo en diferentes ciclos y destaca que desde el año 2007 a la fecha es inferior al nivel observado en ese año y de hecho, precisa que actualmente el nivel absoluto de empleo es un 2% menor que el registrado en el año 2007. Asimismo, resalta que en este último ciclo, la recuperación del empleo ha sido muy distinta a la registrada en otros periodos recesivos, ya que en ellos las caídas fueron inferiores y las recuperaciones más rápidas, mientras que en este último ciclo se advierte un proceso de recuperación que ha sido especialmente lento y profundo.

En lo concerniente a América Latina, menciona que en Brasil se revirtió el alza de la producción industrial registrada en el mes anterior y se moderó el PMI manufacturero. Además, deja constancia que afectó a los mercados la lectura de cifras de actividad más débiles y un deterioro de las perspectivas, registrándose movimientos negativos en las bolsas de valores y otros indicadores financieros brasileños.

Por último, se refiere al *heat map* que muestra las tendencias del PIB respecto del crecimiento efectivo de las economías analizadas y hace notar que la única novedad que se registra es la mirada más positiva sobre Japón.

Al proseguir con su exposición, señala que continúa la moderación de la inflación en la Zona Euro asociada fundamentalmente a precios de energía, y que tratándose de China disminuyó desde 3,5% a 2% en el mes de marzo, explicada fundamentalmente por la caída de los precios de alimentos.



En lo atinente a política monetaria, consigna el predominio de las decisiones de mantener las tasas rectoras, como ha sido la tónica en los últimos meses; los recortes de 25 puntos base en India y Hungría y de 50 puntos base en Colombia; y el nuevo programa de estímulo en Japón.

En lo referente a las razones que explican la disminución de la tasa de política monetaria, TPM en Colombia, alude a una desaceleración importante de la actividad y perspectivas más débiles, y de hecho, indica que disminuye su producción industrial; se desaceleran las ventas minoristas; aumenta significativamente la tasa de desempleo, superando el 10%; y que, además, se efectúa una intervención importante en el mercado cambiario.

A continuación, señala que el efecto de las medidas anunciadas por el Banco Central de Japón generará incrementos en sus activos desde una cifra en torno al 35% del PIB hasta niveles cercanos al 55% del producto en el año 2014. A modo comparativo, hace notar que los activos de la Reserva Federal llegarían a niveles cercanos al 25% del PIB, en la medida que continúen las compras de bonos en los términos realizados hasta esta fecha.

Por último, expresa que, en general, el relajamiento monetario se mantendría durante el presente año y que las alzas de tasas de interés comenzarían a observarse en el año 2014.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a las medidas adoptadas por la Reserva Federal y Banco Central Europeo desde que se inició la crisis, que no solo han consistido en recortes de la TPM, sino que también en medidas de carácter cuantitativo para efectos de reactivar la economía. Indica que ahora se ha sumado Japón, que pretende duplicar su base monetaria en un plazo de dos años.

Señala que el efecto macroeconómico de estas medidas, que califica de audaces, no se desprende de este gráfico. En su opinión, se debería poder determinar claramente cuál es el impulso que generan desde un punto de vista macroeconómico, en una forma cuantitativamente correcta. A título ejemplar, plantea que en el caso de Estados Unidos de América, sería conveniente contar con un gráfico que dé cuenta de los distintos efectos cuantitativos de las políticas que ha adoptado, lo mismo que en el caso de Europa.

Por último, plantea la conveniencia de contar con un gráfico que exhiba algún agregado monetario y las proyecciones correspondientes, en razón de que la política monetaria que se está implementando y su mecanismo de transmisión buscan influir en los agregados monetarios.

El Presidente señor Rodrigo Vergara, si bien concuerda con que la base monetaria u otros indicadores pueden resultar más adecuados para reflejar las medidas monetarias adoptadas por los bancos centrales, estima que el gráfico presentado por el Gerente de Análisis Internacional sobre los activos de los bancos centrales de países desarrollados, que se contiene en la lámina N° 24, demuestra una audacia y un cambio relevante respecto de lo observado históricamente. A su juicio, el hecho que estos activos sean del orden del 25% al 30% del producto resulta muy ilustrativo sobre lo que ha sucedido en los últimos seis o siete años en la materia.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán precisa que, a su juicio, dicho gráfico no aporta toda la información que estima relevante. En este sentido, expresa que si los activos de la Reserva Federal aumentaron desde el equivalente al 6% del PIB a un 20% del producto en cinco años, y en un año más lo harán desde el 20% al 25% del PIB, ello influye en el estímulo



monetario. No obstante, estima que correspondería que se mida a través de los agregados monetarios, por ser la manera de entender los mecanismos de transmisión de la política monetaria, esto es, por tasa de interés, agregados monetarios o por expectativas, no únicamente por el tamaño de los activos.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación refiriéndose a los precios de *commodities*. Destaca la caída del precio de la gasolina ante señales de mayor capacidad de refinación en Estados Unidos de América y que el precio del petróleo presenta movimientos mixtos, porque mientras el petróleo WTI sube, el Brent cae. Asimismo, resalta el retroceso del precio del cobre, en línea con otros metales, por el aumento de los inventarios y débiles datos del PMI. Agrega que las perspectivas para el mercado del cobre apuntan a un balance positivo hasta el año 2015, vaticinándose a partir de esa fecha bajas en el precio de ese metal. Por último, informa que los precios de granos disminuyen debido a una demanda más débil y una oferta más sólida de lo anticipado, siendo ello particularmente importante en el caso del maíz y la soya.

Precisa que desde la última RPM, el maíz ha caído 13,9%%; la soya 5,8% y la gasolina 7,3%. Además, hace presente que el precio del cobre disminuyó 3,7%, pero a su vez registró una suerte de reversión en los dos días precedentes asociado al último dato de inflación de China, que sugiere que no se adoptarán medidas contractivas, así como a elementos relacionados con los inventarios.

En lo relativo a los precios de alimentos, señala que el índice FAO, publicado en el día de hoy, muestra un aumento que no se asocia al alza del precio de los granos, sino que al de la leche, que fue especialmente significativo y anuló íntegramente la disminución del precio del maíz y la soya.

En cuanto al precio del cobre, reitera que su caída se explica por una cierta desaceleración de las importaciones chinas, aun cuando el último dato de estas importaciones da cuenta de su aumento.

El Consejero señor Joaquín Vial observa que las importaciones chinas de cobre se incrementaron en relación al mes anterior, pero sin embargo disminuyeron alrededor del 20% comparadas con al año anterior por efecto de la celebración del Año Nuevo chino. Agrega que en todo caso, dichas importaciones ya dejaron de crecer al 10% o 20% como lo hicieron en los períodos *peak* y que se asociaron a acumulación de *stocks* en ese país.

En su opinión, las cifras de importaciones chinas se han estancado en los últimos meses en niveles del orden de 300 a 350 mil toneladas, lo que no ha sido acompañado de un significativo aumento de los inventarios de cobre en las bolsas de metales.

Por ello, se refiere al riesgo de que el mercado del cobre tenga una corrección significativa en su precio por las razones que pasa a describir. En primer lugar, señala que las importaciones chinas del metal han dejado de ser el elemento dinamizador de la demanda mundial de cobre, cuando crecían a tasas de 10 a 20% anual.

En segundo término, menciona que la producción de ese metal ha sorprendido al alza en los últimos seis meses, a lo que se suma una situación de inventarios bastante amplia. Sobre el particular, hace presente que la hipótesis del CRU respecto del aumento de los inventarios es que ellos eran invisibles y se han tornado visibles una vez que han sido transferidos a las bolsas de metales. Añade que se debe considerar también que China aún mantiene inventarios por magnitudes considerables.



El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que representantes de CESCO estiman que el precio del cobre se mantendrá en torno a US\$3 la libra por los próximos cuatro o cinco años y que no advierten un incremento importante en los niveles de producción. De hecho, han informado acerca de la paralización de algunos proyectos, como el caso del situado en Mongolia.

A juicio del Consejero señor Joaquín Vial, se estaría considerando un mercado del cobre bastante mejor abastecido y con menores tensiones que las observadas hace algún tiempo atrás.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación y menciona que han surgido posiciones especulativas netas negativas en lo más reciente, en línea con una percepción algo más pesimista en materia de precio del cobre.

Hace presente, además, que las trayectorias de los futuros son algo más bajas que las observadas el mes anterior, acordes con la caída del precio *spot*; y que los inventarios siguen aumentando y se concentran fundamentalmente en la Bolsa de Metales de Londres.

En cuanto al balance entre la producción y demanda de cobre, se espera un superávit para el año en curso, asociado en parte a la acumulación de inventarios y la liberación de aquellos que estaban en bodegas en China, y en línea con una perspectiva algo más débil del precio de este metal respecto del registrado el año 2012. Agrega que en el año 2014 habría un déficit y en el 2015 un superávit relativamente importante, atendida una sorpresa más bien positiva a propósito de nuevos yacimientos mineros que se explotan en distintas partes del mundo.

En materia de precios, informa que el CRU proyecta para este año un precio en torno a los US\$3,60 la libra, superior a las proyecciones contempladas en el último IPoM.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el gráfico que se contiene al lado derecho de la lámina N° 29 de la presentación, que da cuenta de la curva de costos de producción de algunos yacimientos mineros mundiales, y hace notar que en China son ineficientes, al registrar costos muy superiores a los que exhiben los yacimientos chilenos. Precisa que corresponden a costos netos de producción de otros productos, y en este sentido, explica que en el caso de Chile, que también produce molibdeno, los ingresos asociados a este metal se descuentan de los costos de producción de cobre.

Por otra parte, indica que las presiones a la baja sobre el precio del cobre comenzarán a evidenciarse en el año 2014 y que los actuales costos son inferiores al precio efectivo y proyectado.

En relación con la trayectoria del índice de precios de alimentos, resalta el aumento de precios en relación a la Reunión anterior como consecuencia del alza que experimentó el precio internacional de la leche en el mes de marzo, que fue superior a 10%.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 32, que dan cuenta de que en materia de precios del petróleo WTI, petróleo Brent y de los combustibles, los cambios son muy marginales respecto de la Reunión anterior. Destaca la significativa caída del precio de la gasolina, que fue superior a la prevista por los contratos futuros y que se explica por los aumentos de la capacidad de refinación. No obstante, indica que las trayectorias se encuentran muy alineadas con lo observado en la RPM de marzo.



Por último, hace notar que se observan leves variaciones en el caso del precio del petróleo Brent y del gas licuado.

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 en primer término a las dudas que han surgido sobre los datos referidos a las exportaciones chinas. En su opinión, ello se suma a algunas noticias no muy positivas que pasará a comentar. La primera de ellas se relaciona con la rebaja de la clasificación de la deuda externa del gobierno chino denominada en yuanes, que es reflejo del deterioro de la cartera de crédito de varios bancos e instituciones no bancarias de ese país

Sobre el particular, hace presente que luego de la considerable expansión del crédito en el año 2009, la banca no ha reconocido las pérdidas que pudieron haberse derivado de ello, como ha ocurrido en ciclos anteriores, cuando no solo hubo reconocimientos de pérdidas muy cuantiosas, sino que también una importante capitalización de la banca.

Agrega que ello ha generado gran volatilidad y que de hecho, las acciones de los bancos chinos han disminuido de valor, reflejando que la realidad económica y financiera de ese país no sería tan sólida y próspera.

Destaca la relevancia de lo expresado, en razón de que la disminución de las importaciones de *commodities* y de sus precios podría reflejar que la verdadera actividad y demanda en China serían más débiles que lo que las cifras indican.

En segundo lugar, se refiere a la caída significativa que exhibe la bolsa de valores chilena en lo que ha transcurrido del presente año, así como también de otras bolsas de economías emergentes, tales como China, India y Brasil. En su opinión, este aspecto debe ser analizado con mayor profundidad.

Por último, hace notar que la volatilidad y apreciación del peso chileno en las últimas dos o tres semanas ha sido inferior a la que exhiben las monedas de países emergentes, por lo que sería importante efectuar su seguimiento.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que los antecedentes expuestos llevan a concluir que el escenario mundial exhibe un grado de heterogeneidad. De hecho, indica que el optimismo observado en algún momento se ha atenuado, afectando levemente el escenario central, y que en lo que se refiere a Chile, el impacto más claro se observa en el precio del cobre.

El Consejero señor Joaquín Vial considera que la economía global se recupera a un ritmo pausado, en que los países desarrollados no exhiben mayores sorpresas y los emergentes, algunas señales menos alentadoras. En este sentido, señala que si bien China evitó un eventual sobreajuste, no da cuenta de una recuperación importante; que India y Brasil, que figuraban con un incipiente repunte, comienzan a exhibir cifras negativas en materia de ventas y otras variables; y que las economías emergentes aparecen actualmente algo más débiles, razón por la cual surge la conveniencia de analizarlas con un grado mayor de detalle.



En segundo término, manifiesta que, a su juicio, las políticas de estímulo monetario han tenido un efecto positivo en términos de mejorar las condiciones de financiamiento y facilitar la gestión a los gobiernos en problemas, no obstante, aún no se advierte un claro impacto en materia de actividad y precios.

Por último, se refiere a las señales crecientes de debilidad subyacente en el mercado del cobre, las que si bien no cambiarían el escenario base de proyección, salvo en los ajustes de precio que corresponda, plantean la conveniencia de analizarlas en el contexto de un escenario de riesgo específico asociado a problemas micro de dicho mercado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que fue importante el peso que alcanzaron las economías emergentes en algún momento para mantener algún grado de impulso en la economía internacional, aun cuando la experiencia indica que, a la larga, son las principales economías del mundo las que marcan el ritmo económico. En otras palabras, las economías emergentes por sí solas, sin un mercado relevante dentro de las economías desarrolladas, difícilmente tendrán un dinamismo propio.

En segundo lugar, resalta el diferencial de ciclo que se observa y que en el caso de Chile es particularmente notorio respecto de las economías desarrolladas, generando tensión en la política monetaria. Asimismo, destaca la aplicación en Japón de una política monetaria hiperexpansiva, más aún si se considera que es la tercera economía del mundo y que se suma a otras políticas monetarias de similares características implantadas por otras economías desarrolladas. Agrega que esta medida generará tensión sobre la política monetaria de las economías en desarrollo y especialmente será mayor en aquellas economías que se encuentran en un ciclo alto. De hecho, plantea que no resulta casual que aquellas economías más cercanas geográficamente a Japón, tales como Nueva Zelanda y Australia, estarían siendo atractivas para eventuales *carry trade* o alternativas de inversión frente a tasas de interés que se tornan menos ventajosas, lo que explica que estén exhibiendo apreciaciones fuertes y bruscas, las mayores desde la RPM anterior entre las monedas analizadas habitualmente. A su juicio, los efectos que genera una economía del tamaño de Japón no son inocuos a nivel internacional, razón por la que en algún tiempo llegarán a nuestro país.

Reitera que las políticas aplicadas por la Reserva Federal y el Banco de Japón tienen un grado de audacia que supera la forma tradicional de razonar de los economistas. Siguiendo su ejemplo, sugiere investigar sobre posibles alternativas de la misma naturaleza, siempre que cuenten con fundamentos, de manera que puedan emplearse en caso que las tensiones mencionadas comiencen a sentirse con más fuerza que hasta ahora.

El Presidente señor Rodrigo Vergara estima que el escenario internacional no ha cambiado en forma significativa, si bien comparte lo expresado previamente en cuanto a que en el margen aparece algo más incierto que hace un mes atrás. Asimismo, concuerda con las preocupaciones planteadas en torno al tema del cobre, que ameritan pensar en escenarios de equilibrio general, lo cual tiene efectos, entre otros, sobre el tipo de cambio real, como también en las importaciones y la demanda,

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 sorprendió a la baja en el mes de febrero, en parte por elementos de carácter transitorio.

En segundo lugar, plantea que la demanda final continúa dinámica, aunque ha sido corregida levemente a la baja porque se anticipa una menor inversión. Agrega que el consumo no exhibe mayores cambios.

Asimismo, hace presente que los paros portuarios han incidido en el comercio exterior en los meses de marzo y de abril, y podrían afectar la lectura de la demanda interna del primer semestre del año en curso.

Por otra parte, comenta que las condiciones financieras se perciben más restrictivas para la oferta y la demanda de crédito, constituyendo la primera vez que se advierte un cambio importante en la percepción por parte de los bancos.

En materia de inflación, consigna que el registro del mes de marzo estuvo algo por debajo de lo estimado internamente con motivo de la disminución del precio de los combustibles.

Añade que el tipo de cambio se ha apreciado en las últimas semanas, en parte importante por la significativa desinversión en el exterior por parte de las administradoras de fondos de pensiones, AFP.

A título de último hecho destacado del mes, señala que la trayectoria esperada para la TPM se mantiene estable y que para esta Reunión no se esperan cambios en la tasa rectora.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación mencionando que el IMACEC del mes de febrero alcanzó a 3,8%, lo que es inferior a lo proyectado internamente y a lo esperado por el mercado. Explica que parte de este bajo registro obedeció al efecto base, atendido que el 2012 fue un año bisiesto, lo que estaba parcialmente incorporado en las proyecciones internas y externas. Agrega que al considerar el IMACEC desestacionalizado, se observa una caída en el margen por segundo mes consecutivo, lo que sugiere un efecto más persistente en la lectura del dato de actividad del mes de febrero.

El señor Claudio Soto resalta que la demanda interna continuó con bastante dinamismo en el mes de febrero, a pesar que el dato correspondiente al promedio móvil fue cercano a 8%, por debajo del 10% registrado en el mes previo.

En concordancia con lo anterior, indica que las expectativas del mercado, consumidores y empresas se mantienen en terreno optimista y no exhiben cambios significativos. De hecho, comenta que el IMCE no reporta variaciones de importancia en la percepción de la actividad ni de las condiciones de demanda por parte de las empresas.

Señala que el indicador sintético de riesgo experimentó una caída en el margen, luego de haber aumentado desde comienzos del año en curso. A título ejemplar, menciona que algunos *spreads* se han comprimido, como también el EMBI. Añade que el indicador internacional ha mostrado volatilidad, pero en el margen se encuentra en niveles similares a los observados en la RPM anterior.

Asimismo destaca que la Encuesta Financiera de Hogares mostró por primera vez en varios trimestres una caída en la percepción de las condiciones de demanda por créditos de consumo. Sobre este aspecto, consigna que hace varios meses, las condiciones de



oferta de crédito de los bancos a las empresas se percibían más restrictivas, en particular a las empresas inmobiliarias y constructoras, pero esta vez los bancos perciben que la demanda por créditos de consumo también se ha vuelto más restrictiva.

En cuanto a las colocaciones, informa que no muestran un cambio relevante y que su trayectoria es más bien descendente tanto en las velocidades como en las tasas de crecimiento. No obstante, hace notar el leve rebote que exhiben las colocaciones hipotecarias por tercer mes consecutivo, que estaría validando, al menos parcialmente, la hipótesis planteada hace algunos trimestres en cuanto a que las elevadas ventas de viviendas en proceso de construcción se podrían traducir en algún momento en el aumento de los créditos hipotecarios.

En lo concerniente al mercado laboral, destaca una cierta atenuación en el ritmo de creación de empleo que va más allá de factores estacionales, de lo que resulta un leve incremento en la tasa de desempleo.

Manifiesta que esta atenuación en el ritmo de expansión del empleo, junto con una cierta desaceleración del correspondiente a los salarios reales, se ha traducido en tasas de crecimiento de la masa salarial algo menores en el margen. Sin embargo, resalta que las ventas, particularmente de bienes durables, no muestran signo alguno de atenuación y más bien mantienen la tendencia al alza observada por varios meses. A título ejemplar, alude a los datos de ventas de automóviles de ANAC que fueron elevados en el mes de marzo, lo que lleva a plantear que el consumo durable aún no refleja signos claros de que se atenúe su ritmo de expansión.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán observa que en esta oportunidad, la masa salarial considera el costo de la mano de obra, mientras que en Reuniones anteriores incluía el índice de remuneraciones, IREM, por lo que consulta sobre la forma de medir esta variable.

El señor Claudio Soto aclara que el costo de la mano de obra introduce pagos y compensaciones que suelen ser esporádicos, así como también los costos de capacitación, que no constituyen ingresos disponibles para los trabajadores, razón por la cual resulta más apropiado considerar el IREM para efectos de calcular la masa salarial.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, señalando que los datos de inversión muestran cierta atenuación en el margen, en especial los indicadores de edificación, que han exhibido retrocesos en sus tasas de crecimiento por varios meses. Añade que el dato de ventas de maquinaria y equipos correspondiente al mes de febrero también mostró una atenuación en su ritmo de crecimiento en doce meses, enfatizando su relevancia ya que explica parte de la corrección de la demanda final.

A continuación, el señor Claudio Soto hace referencia a los efectos del paro portuario que se inició a mediados del mes de marzo y que finalizó durante la segunda semana del mes en curso.

Indica que un primer efecto radica en la legalización de los embarques, que incide en la forma en que quedan registrados en las estadísticas, lo que se refleja en las exportaciones de cobre, por cuanto el último dato, correspondiente al mes de marzo, exhibe un castigo significativo que sería atribuible en gran parte a esta paralización. En todo caso, previene que Cuentas Nacionales no incorporará este dato sino hasta el cierre del trimestre.



El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que las cifras publicadas por el Banco dan cuenta de un crecimiento de las exportaciones en el mes de marzo, como también de los envíos de cobre, por lo que consulta si esta caída en las exportaciones de cobre atribuible al paro es significativamente mayor que la informada.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña explica que las cifras proporcionadas por el Servicio Nacional de Aduanas han sido revisadas a la baja en alrededor de US\$300 millones. Agrega que esta corrección, así como revisiones por otros conceptos, se incorporará recién al cierre del semestre, por cuanto forma parte de la política de revisión de las estadísticas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace notar que tratándose del cobre, de los productos mineros en general y de los productos no perecibles, que no tienen otro destino que no sea su exportación, un paro portuario solo posterga el momento en que los envíos se materializan.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la necesidad de interpretar las cifras de manera correcta, porque lo que constituía exportaciones figurará ahora como incremento de inventarios.

El señor Claudio Soto señala que la volatilidad de los datos correspondientes a la variación anual de las exportaciones dificulta la lectura del efecto de los paros sobre ellas, pero que no es el caso tratándose del cobre, cuyos inventarios exhibieron una clara acumulación en el mes de marzo pasado. Hace el alcance que se trataría de una acumulación indeseada de inventarios, en razón que las exportaciones de ese metal fueron muy inferiores a la producción estimada para dicho mes.

Por otra parte, informa que también se observan efectos relevantes del paro en los envíos frutícolas. De hecho, indica que al comparar los datos semanales del mes de marzo de 2012 y 2013, se advierte claramente que este año, las exportaciones frutícolas de las primeras semanas del mes fueron muy similares a las registradas en igual período del 2012, no así al término del mismo, cuando se produce una discrepancia importante que sería atribuible a la paralización de actividades en comento.

Por último, menciona que los efectos del paro también se hicieron sentir de manera importante en las importaciones de combustibles, al concentrarse en aquellos terminales por donde ingresan tales importaciones.

A título de resumen, el señor Claudio Soto consigna que esta paralización portuaria ha afectado tanto a las exportaciones como a las importaciones; quedará particularmente en evidencia en las cifras correspondientes al primer trimestre del año; y generará además una acumulación importante de inventarios.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que el gráfico que se ubica al lado derecho de la lámina N° 47 de la presentación muestra que el volumen de exportaciones frutícolas disminuyó al término del mes de marzo de 2013, dando cuenta del efecto del paro portuario, mientras que el monto de los envíos frutícolas en dicho mes, publicado recientemente, es similar al registrado en marzo del año pasado. En consecuencia, consulta si ello responde a un incremento de los precios de estos productos respecto de igual mes del año 2012.



El señor Ricardo Vicuña manifiesta que los precios para fines de exportación se estiman, ya que los envíos de fruta se efectúan a título de consignación. Explica que para tal efecto se realiza un ajuste histórico entre la estimación de precios que se hace cada año y los precios efectivos, resultando una estimación promedio. Agrega que ese ajuste está incluido en la cifra de exportaciones nominales del primer trimestre del presente año, dando cuenta de un aumento de precios.

Agrega que estas estimaciones se contrastan con la información proveniente de los embarques de los distintos puertos. Además, ODEPA publica información por puerto y país en forma diaria y, a título ejemplar, menciona que de acuerdo a ella, este año, el precio de la uva supera al del año pasado, mientras que el de las manzanas es inferior.

El señor Claudio Soto añade que en los meses de enero y febrero últimos, el valor de las exportaciones registraron tasas de crecimiento elevadas mayores que las tasas de crecimiento de las cantidades, y que ello probablemente ha sido extrapolado al mes de marzo, lo que reflejaría un efecto precio importante.

Por último, menciona que no se han incorporado las consecuencias del paro en los precios, porque podrían observarse caídas importantes en algunos productos y porque también significó una restricción a las importaciones de otros, como es el caso de los plátanos.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto se refiere a las proyecciones para el primer trimestre de 2013. En primer término, informa que el PIB se ha revisado a la baja atendido del dato del mes de febrero, que fue bastante más bajo, y que se ha estimado un crecimiento de 5,4% para el mes de marzo, algo superior a lo reflejado por la Encuesta de Expectativas Económicas, bajo el supuesto que la variación mes a mes será entre 0,8 – 0,9%. Advierte que en el evento que el dato efectivo resulte menor, significará que la actividad habrá registrado una desaceleración muy importante en el primer trimestre y modificará la proyección del último IPoM, rebajándola desde 5,8% a 5,3%. Agrega que la proyección para el segundo trimestre no ha sido revisada mayormente, pero que en todo caso hay un cambio en la composición por el lado de la oferta.

La demanda se ha corregido a la baja en relación al último IPoM, desde 8,6% a 7,5%, mientras que el consumo no presenta un cambio significativo. De hecho, indica que el consumo privado del primer trimestre se ha revisado marginalmente a la baja, desde 7,2% hasta 7,1%, y desde 6,1% a 6,0% para el segundo trimestre. Manifiesta que el cambio más importante se observa en la formación bruta de capital, tanto en la parte de maquinarias, cuyo dato de febrero fue inferior a lo esperado, como en la parte de construcción, cuyos indicadores parciales muestran una desaceleración sostenida. Por último, señala que los datos parciales sobre bienes de capital sugieren una desaceleración algo más intensa que lo contemplado; no obstante, en los próximos días se conocerá el catastro de dichos bienes, que podría llevar a una reevaluación de los datos del sector construcción.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si la revisión significativa a la baja de las exportaciones e importaciones en el primer trimestre, así como la corrección al alza en el segundo, obedecen al paro portuario.

El señor Claudio Soto responde que efectivamente se ha considerado que la mayor parte de la corrección a la baja en el primer trimestre responde a la paralización de los puertos y que alrededor de la mitad de la corrección se revertirá en el segundo, ya que se extendió hasta la primera semana de abril. Añade que se ha supuesto que la reactivación posterior al paro no es instantánea, razón por la que también podría tener un efecto en las estadísticas del segundo trimestre.



A continuación, el señor Claudio Soto alude a un leve cambio en la composición de la actividad. Hace presente que la parte Resto se ha corregido de manera más intensa y persistente a la baja que la correspondiente a recursos naturales. Explica que el rebote de esta última en el segundo trimestre responde más bien a una reevaluación del escenario pesimista para la minería que se contempló en el IPoM, que consideraba un castigo importante de la producción en el segundo trimestre basado en algunos antecedentes parciales de producción por yacimiento.

En lo concerniente a industria, anticipa que el dato del primer trimestre sería muy inferior a lo proyectado en el IPoM, porque el registro del mes de febrero fue particularmente negativo; la producción de cigarrillos, de gran relevancia en el sector, también lo habría sido en marzo; y porque se ha considerado además la revisión de la parte construcción, que afecta tanto a la demanda como a la oferta.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por la evaluación que la Gerencia de Análisis Macroeconómico ha realizado de la situación que afecta al sector salmonero.

El señor Claudio Soto responde que los antecedentes que se están recabando serán expuestos en la reunión de coyuntura de la semana próxima. Sin perjuicio de ello, sostiene que es muy probable que el problema del virus ISA que aqueja a dicha industria afecte la fuerte recuperación que había registrado la parte acuícola, acelerándola en el corto plazo y deprimiéndola posteriormente, si se considera que con motivo de una experiencia anterior, se observó una rápida labor destinada a vaciar las jaulas, que tuvo un efecto positivo en la actividad en el corto plazo, el que después fue negativo.

Agrega que la demanda final se ha corregido levemente a la baja, no así la demanda interna, debido a la acumulación indeseada de inventarios en el primer trimestre. De hecho, indica que su contribución al crecimiento de la demanda se ha corregido al alza desde -0,5% a 0,6%, en razón del efecto del paro comentado precedentemente, pero que se revertirá parcialmente en el trimestre siguiente.

A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere al mercado laboral. Sobre el particular, plantea que el empleo exhibe una cierta moderación en el margen y que las tasas de crecimiento de los salarios han retrocedido en los últimos meses. En efecto, precisa que durante el año 2011 y hacia fines del año pasado se observaron tasas de variación de salarios elevadas respecto de los promedios históricos, que se han revertido a partir de entonces y que, incluso, el dato del mes de febrero fue particularmente negativo.

Hace presente que la moderación del crecimiento de los salarios nominales responde fundamentalmente al menor ritmo de expansión de los sectores construcción y minería. Plantea que en el caso de la construcción, si bien ello es coherente con la desaceleración que exhiben los indicadores de actividad desde mediados del año pasado, se debe tener presente que las tasas de crecimiento de este sector superan a las de los demás sectores analizados. En este sentido, aclara que los salarios en el sector construcción no han caído, pero sí han moderado su ritmo de crecimiento.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por el gráfico que exhibe la evolución de los salarios conforme a cláusulas de indexación, y solicita que sea incluido en la parte principal de la presentación de manera permanente considerando la relevancia de determinar si la desaceleración de los salarios nominales obedece a una disminución de la inflación o por razones de lógica del mercado del trabajo.



En su opinión, el hecho de atribuir la moderación de los salarios nominales a la evolución de la actividad en el sector construcción, lleva a pensar que ellos se moderan de acuerdo a una dinámica de demanda laboral, en circunstancias que su impresión es que obedece a otro factor relevante, porque la inflación de los últimos seis meses ha sido anormalmente baja. En consecuencia, reitera la conveniencia de contar con el gráfico antedicho para efectos de favorecer una buena discusión sobre la materia.

El señor Claudio Soto precisa que los salarios se mantienen estables de acuerdo al patrón histórico. Comenta que en el evento que las cláusulas de indexación explicaran su moderación, debería afectar los salarios de todos los sectores; no obstante, solo se advierte en algunos de ellos. Para fines de corroborar su comentario exhibe gráfico solicitado por el señor Vicepresidente.

En lo atinente a inflación, consigna que el registro del mes de marzo alcanzó a 0,4%, debido a una contribución importante de los componentes subyacentes por factores estacionales.

Hace presente que en relación a lo proyectado, la principal sorpresa se produjo por los combustibles, seguida por los alimentos, mientras que en la parte subyacente se registró una sorpresa al alza explicada principalmente por el rubro servicios.

En materia de proyecciones, informa que se han incorporado los menores precios de combustibles. Agrega que en relación con el mes de agosto de 2012, la parte de combustibles se ha corregido a la baja en tres décimas; los alimentos, levemente al alza por el incremento esperado del precio de la leche en el mercado interno; y que también se ha revisado la parte de bienes, a fin de alinearla con el diagnóstico incorporado en el último IPoM.

Destaca que los anuncios sobre nuevas caídas de las tarifas eléctricas afectará el IPC de los próximos meses. En particular, anticipa que en el mes de abril se registraría una inflación especialmente baja, de -0,3%, que luego se revertirá y alcanzaría en el mes de agosto próximo a 2,2% en términos anuales.

Por último, plantea que las expectativas de inflación se han mantenido alineadas con la meta.

En lo atinente al tipo de cambio, resalta su caída importante en las últimas semanas. Menciona que de acuerdo con el modelo de seguimiento diario, parte de su apreciación se explica por la depreciación del dólar multilateral y por el comportamiento del índice Dow Jones, que tiene un efecto negativo en el modelo porque incorpora cierta visión de apetito por riesgo.

Hace notar que las medidas multilaterales también muestran caídas. En este sentido, indica que el TCM-5, que pondera solamente a cinco socios, exhibe una disminución más intensa porque la depreciación del yen tiene un peso mayor en esta medida multilateral. Agrega que el TCR no se advierte tan apreciado en el margen, en parte porque se utiliza la proyección de inflación para hacer la estimación del nivel de precios de abril, que sería negativa en dicho mes.

En cuanto al comportamiento de los flujos, informa que la inversión de cartera ha registrado importantes entradas de capitales en el último mes, explicadas principalmente por la venta de sus inversiones en el exterior por parte de las AFP.



El Presidente señor Rodrigo Vergara pregunta sobre los motivos que han llevado a las AFP a vender más de US\$1.000 millones en el mercado *spot* en los últimos cuatro días.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan expresa que hay dos razones que explican estos movimientos. En primer término, una venta importante de activos mantenidos en el exterior, del orden de US\$1.300 millones acompañada de la decisión de dejar vencer contratos *forward* por un monto aproximado de US\$1.000 millones, razón por la cual el efecto neto es de US\$300 millones y, por lo tanto, probablemente algo menor que el efecto cambiario que estas ventas sugieren.

Acota que el comportamiento de las AFP se relaciona con la señal dada por la organización Felices y Forrados a los afiliados que se encuentran suscritos a ellas en cuanto a la conveniencia de trasladar los recursos invertidos desde el Fondo A al E, lo que motiva que estas entidades deban efectuar ventas materiales importantes en la medida que estén dispuestas a mantener las posiciones existentes.

El señor Kevin Cowan reitera que si bien el monto de dichas ventas es considerable, el efecto cambiario ha sido acotado y que es muy probable que ello esté explicando una baja en las tasas de instrumentos de largo plazo en el mercado local y afectando también parte del mercado monetario.

El Gerente de Estabilidad Financiera señor Luis Opazo hace presente que parte importante del cambio estimado de recursos previsionales desde el Fondo A al E ya se materializó. Agrega que de acuerdo con la normativa pertinente, que contempla traslados graduales de recursos entre Fondos, se estima que en el curso de los próximos dos días debería liquidarse inversión extranjera por un monto cercano a los US\$700 millones, totalizando una cifra estimada de US\$2.000 millones.

Además, confirma lo planteado por el señor Kevin Cowan en orden a que gran parte de este traslado de recursos desde el Fondo A al E ha sido acompañado de cambios en cobertura, que ha mitigado el efecto cambiario. Hace presente que de acuerdo con lo informado por las AFP, el significativo cambio en sus coberturas cambiarias obedece a sus percepciones de posibles escenarios de depreciación o apreciación y, en ese sentido, anticipa que se podría seguir observando un efecto mitigador de los instrumentos *Non Deliverable Forward* de las AFP en este proceso.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier destaca que las AFP, luego de varios años, han vuelto a invertir en depósitos en dólares estadounidenses en la banca local y que estas inversiones podrían aumentar aún en una suma cercana a US\$400 millones producto de la recomposición de las carteras de las AFP.

En segundo término, plantea que los movimientos efectuados por las AFP han coincidido con la intervención monetaria en Japón y la señal de cambio de Fondos proporcionada por la organización Felices y Forrados. En todo caso, aclara que esta señal obedeció más bien al agotamiento de la tendencia alcista del índice bursátil Standard & Poor's y, por ende, la conveniencia de mantener o no afectar la rentabilidad del Fondo A, lo que hizo recomendable trasladar los recursos al Fondo E. Añade que ello coincidió también con otros eventos en el mercado externo, tales como las medidas adoptadas en Japón ya comentadas, que se han traducido en una apreciación masiva de varias monedas entre las cuales el peso chileno no ha sido la que más se ha apreciado.



El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación y señala que la trayectoria de la curva *forward* da cuenta de un cierto aplanamiento que a esta fecha se encuentra alineada con las expectativas que sugieren un alza de la tasa a comienzos del próximo año, y a partir de entonces una trayectoria plana.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto agrega que para esta Reunión no se esperan cambios en la tasa rectora por parte del mercado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

Al no formularse otros comentarios, siendo la 13:15 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° 197, 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 octubre de 2013 se efectuará el día 17 de ese mes. A continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

En lo concerniente al escenario internacional, señala que en la Eurozona continuaron las tensiones ligadas al rescate de Chipre, pero que las condiciones financieras internacionales no presentaron cambios de relevancia. Agrega que los indicadores de empleo de Estados Unidos de América fueron más débiles de lo esperado en el mes de marzo; que el Banco de Japón dio a conocer los detalles de su programa de expansión monetaria que sorprendió por su magnitud, lo que contribuyó a la depreciación del yen; y que los precios internacionales de materias primas, incluido el cobre, mostraron un retroceso en el último mes.

En lo atinente al plano local, consigna que la actividad económica creció en un rango menor a lo esperado por el mercado en el mes de febrero, mientras que la inflación se situó levemente por sobre lo anticipado, pero en todo caso, bajo la expectativa indicada en el IPoM de marzo.

En materia de inflación, comenta que las expectativas de corto y mediano plazo se ajustaron a la baja, aunque se mantienen en torno a la meta de 3% anual.

Añade que el peso se apreció respecto del dólar estadounidense y también en términos multilaterales; y, por último, expresa que las encuestas y los precios financieros continúan señalando la expectativa de que se va a mantener la TPM en el corto plazo, que conjuntamente se moderaron las expectativas de incremento de dicha Tasa a mediano plazo, y que para esta Reunión se anticipa que se mantendrá la TPM.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que los antecedentes mencionados llevan 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, expresa que el escenario internacional que se delineó en el último IPoM contempla una recuperación gradual del crecimiento mundial, en que nuestros términos de intercambio se mantienen elevados en comparación con niveles históricos y las condiciones financieras internacionales que enfrenta Chile son favorables. En cuanto a los riesgos externos, señala que la situación fiscal y financiera de la Eurozona aún es frágil y que no se pueden descartar nuevas turbulencias provenientes de esa región.

En el ámbito nacional, se estima que la disponibilidad de capacidad interna se mantiene estrecha como consecuencia del crecimiento acumulado por la economía. Hace presente que este crecimiento ha sido liderado por la demanda interna, principalmente impulsada por la inversión. Añade que las proyecciones que se presentaron en el último IPoM contemplan que la tasa de inversión permanecerá en un nivel elevado, pero que su ritmo de expansión debería moderarse conforme se concretan los proyectos.

En lo referente al consumo privado, menciona que su dinamismo reciente refleja el crecimiento del ingreso laboral, mientras que los flujos de crédito hacia los hogares han tendido a moderarse. Asimismo, comenta que la última Encuesta de Crédito Bancario del mes de marzo mostró que los estándares de préstamos de consumo se han hecho más restrictivos y que también se constata una menor demanda por crédito de los hogares.

En lo relativo a la decisión de política monetaria, indica que al igual que en ocasiones anteriores, la opción de reducir la tasa rectora podría justificarse ante el bajo registro de los indicadores de inflación. Sin embargo, 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 transitorio que debería normalizarse dentro del horizonte de política. Indica que en este contexto, un recorte de la tasa de interés induciría una moderación más lenta de la demanda interna exacerbando los riesgos de mediano plazo para la inflación. Por lo anterior, expresa que en esta ocasión se descarta la opción de reducir la tasa de política monetaria.

Por otra parte, manifiesta que la opción de aumentar la tasa rectora se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente de la demanda interna y el producto y su eventual impulso sobre la trayectoria de inflación. Aunque esta alternativa constituye un riesgo relevante para el mediano plazo, plantea que los indicadores de inflación total y subyacente aún se encuentran significativamente por debajo del rango de tolerancia, situación que 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 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.

Atendidos los antecedentes expuestos, expresa que 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.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que conforme a lo antedicho, 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.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón manifiesta concordar con la Minuta de Opciones en orden a que la única alternativa para esta Reunión es la de mantener la TPM en 5% anual. En lo concerniente al Comunicado, si bien en principio es de opinión que no debiera incorporarse sesgo alguno si se considera el equilibrio entre la baja inflación, la fortaleza de la demanda interna y la relativa calma en el escenario externo, correspondería efectuar una mención explícita a la paridad del tipo de cambio para fines de generar la percepción de una probable acción futura por parte del Banco Central de Chile.

El señor Beltrán de Ramón señala que su planteamiento anterior se basa en los siguientes fundamentos. En primer término, a la reciente acción de política monetaria efectuada por el Banco de Japón, que ha sido de una magnitud enorme, tal como lo indicó el Vicepresidente señor Manuel Marfán en su intervención en la parte de la Sesión de Política Monetaria de esta mañana. En este sentido, resalta que si bien Japón es la tercera economía del mundo, sus compras de bonos, equivalentes a US\$80 billones mensuales, ascienden a montos similares a las que efectúa Estados Unidos de América con los efectos consiguientes.

Agrega que estas compras masivas de bonos han llevado a los agentes a anticiparse a las acciones que puedan adoptar los ahorrantes japoneses y, por lo tanto, a comprar monedas de varios países avanzados y emergentes, como es el caso de Australia, Nueva Zelanda y también de Brasil y México, cuyas monedas se han apreciado, llegando en esta última economía a cifras levemente superiores a 12%.

En segundo lugar, plantea que las compras de monedas se dirigirán primero a los países cuyos mercados tienen mayor profundidad o cuyas monedas presentan volatilidades bajas, como Brasil y México o a aquellos países que históricamente no han efectuado un número relevante de intervenciones y, posteriormente, se orientarán a otros mercados menos profundos y con mayor volatilidad histórica de sus monedas, tales como Chile, en que la apreciación del peso se mantendrá por largo tiempo.

En cuanto a Europa, considera que se emprenderá alguna acción de política luego de superarse las dificultades derivadas de una fuerte oposición de Alemania. Sostiene que este país deberá apoyarlas finalmente, atendido que sus exportaciones hacia Japón también se verán afectadas.

Destaca que el elemento más valioso de la política cambiaria de Chile es el régimen de flotación que permite traspasar los riesgos a los agentes del mercado cambiario, agregando que los análisis de los agentes demuestran que no se conoce realmente el nivel de intervención ni el mecanismo que se empleará.

Hace notar que durante varios meses, la paridad del peso chileno con respecto al dólar estadounidense ha registrado una variación prácticamente nula, al bordear los \$470 o \$472. En su opinión, ello ha sido dañino, motivo por el cual sería necesario generar una mayor volatilidad en el peso, la que tendría carácter positivo por la percepción en el mercado que el peso chileno podría apreciarse o depreciarse y, además, en cualquier magnitud.

A su juicio, predomina actualmente la percepción de que el peso solo puede apreciarse por la vía de acciones de política monetaria externas y extremas, ya que existe una cierta sensación de tranquilidad por parte de las autoridades transmitida por el sector exportador sobre el nivel del peso.



Al concluir su intervención, el señor Beltrán de Ramón alude al Comunicado de las Reuniones de Política Monetaria. Sobre este aspecto, plantea que puede no ser la mejor herramienta para sugerir acciones de política cambiaria y, en este sentido, el Consejo puede decidir las en lo futuro o desestimarlas.

No obstante, deja constancia de la relevancia que tendría en términos tácticos, por cuanto el mercado espera algún mensaje y, de hecho, a ello se atribuiría la depreciación experimentada de los últimos días, ya que no existe ningún hecho externo ni flujos de divisas que la expliquen.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín inicia su exposición señalando que el escenario económico internacional no presenta grandes cambios desde la última Reunión.

En lo concerniente a la Zona Euro, manifiesta que la recesión se mantiene; que la tasa de desempleo en el mes de febrero se mantuvo en el *peak* de 12% que había alcanzado el mes previo; que las ventas minoristas decrecieron 1,4% en doce meses en febrero; y que persiste también cierta incertidumbre por la situación financiera de Chipre y sus efectos de contagio.

En cuanto a Estados Unidos de América, indica que solo una parte de los ajustes fiscales legislados anteriormente entraron en aplicación, generando mejores condiciones financieras internacionales. Resalta que el PIB del cuarto trimestre del año 2012 se corrigió al alza, mostrando un incremento de 0,4% trimestral, anualizado y desestacionalizado, en tanto que la nota disonante fue la creación mensual de empleo en el mes de marzo, de solo 88 mil puestos, tras 268 mil el mes anterior.

Destaca que Japón anunció recientemente que la base monetaria actual se duplicará hacia fines del año 2014, buscando estimular la actividad económica. Añade que en conjunto con el programa QE3 de Estados Unidos de América, configura un panorama muy desafiante sobre las monedas de los países emergentes, incluido Chile.

Comenta que en China las noticias sobre inflación fueron positivas, registrando en el mes de marzo un alza de 2,1% interanual, tras el 3,2% de febrero, disminuyendo de esta forma las presiones sobre la autoridad para adoptar medidas más restrictivas.

En lo atinente al ámbito interno, el Ministro de Hacienda señala que la actividad se desaceleró en el mes de febrero, alcanzando una expansión de 3,8%, en donde hubo una moderación generalizada a través de los distintos sectores e influyó la existencia de un día menos que el año anterior, que fue bisiestro. Con todo, los eventos asociados al paro portuario probablemente generarán algún impacto en la actividad del mes de abril. De hecho, menciona que durante la primera semana del mes en curso, la bolsa de valores chilena registró caídas, desacoplándose del entorno estable observado en el resto de los mercados mundiales. Enfatiza que no solo el PIB se desacelera, sino que también se observan elementos de desaceleración de la demanda en el margen, refrendados por la evolución de las importaciones, que ya exhiben una caída en el mes de marzo con motivo del paro portuario antedicho, que debe ser considerada.



Agrega que el consumo se muestra robusto y que las ventas del comercio minorista en febrero crecieron 7,4% en doce meses, lideradas por el consumo de bienes durables, que aumentó 18,2%. Consigna que el mercado laboral sigue evidenciando un buen ritmo de creación de puestos de trabajo. Sobre el particular, menciona que el reporte del trimestre diciembre-febrero registró un crecimiento del empleo de 1,3% y que la tasa de desempleo alcanzó a 6,2%. Por su parte, indica que los salarios reales se mantienen creciendo sobre 4%, aunque ello está en línea con el aumento en la productividad media laboral. De esta forma, las favorables expectativas y el crecimiento de la masa salarial real sustentan el crecimiento del consumo.

El señor Felipe Larraín manifiesta que el sector externo chileno sigue afectado por la situación internacional. Sobre este aspecto señala que en el mes de febrero, el valor de las exportaciones de bienes a la Unión Europea decreció 15%, tras una caída de 8,6% en el mes previo, y que los envíos a China cayeron 2,2%, tras un aumento de 11,2% en enero.

En materia de inflación, comenta que registró una variación mensual de 0,4% en marzo último, llegando a 1,5% en doce meses. Destaca en el resultado del mes el aumento estacional de la división educación, con un incremento de 4,3%, así como el alza en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas. Además, la gasolina fue el producto que registró la incidencia más importante del mes. Sin embargo, el precio de la gasolina en Chile ha registrado disminuciones en las últimas semanas, lo que debiera reflejarse en el IPC del mes de abril.

Añade que la inflación subyacente se mantiene acotada, ya que el IPCX y el IPCX1 se encuentran en niveles de 1,3 y 1,9%, respectivamente; y que las expectativas de inflación apuntan a que este indicador se ubicaría en 2,8% a fines de 2013 y anclado en 3% hacia fines de 2014, de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.

De esta manera, manifiesta que la inflación se mantiene bajo control, lo que sumado al hecho que el déficit de cuenta corriente se explica esencialmente por un aumento de la inversión y, en particular, por un incremento de los flujos de inversión extranjera directa, en donde el componente de utilidades reinvertidas se elevó hasta los US\$10.581 millones, atenúa las preocupaciones respecto de este punto, si bien es necesario mantenerse atento a la evolución del sector externo.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín expresa que en este escenario, parece prudente mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, validando las expectativas del mercado.

Por último, señala que las repercusiones de la recesión europea y la desaceleración de los mercados emergentes sobre Chile se mantienen, pese a la resiliencia que ha mostrado 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 de los personeros de la Gerencia de División Estudios que, como es habitual, ha proporcionado antecedentes muy útiles, y de manera especial, el esfuerzo para profundizar en



el análisis del mercado del cobre, así como para aportar antecedentes sobre aspectos puntuales que van a afectar la interpretación de los datos de actividad y comercio exterior en los meses de marzo y abril.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que el panorama internacional sigue siendo consistente con el escenario base de nuestras proyecciones, si bien ha sorprendido la intensidad del estímulo monetario impulsado por Japón. Indica que en el muy corto plazo, este ha impactado a los mercados financieros y cambiarios de todo el mundo, pero está por verse su efecto real en la actividad económica en dicho país. Agrega que, en contraste, se observan indicadores de actividad menos robustos en un conjunto de economías emergentes como Brasil e India, por ejemplo, mientras no se termina de asentar una recuperación vigorosa de la economía de China.

En otro plano, consigna que el precio del cobre ha experimentado una baja relevante, lo que es concordante con diversas señales de que dicho mercado está mejor abastecido. En su opinión, esto apunta a un aumento de la probabilidad de un escenario de riesgo de caída significativa del precio de este metal que sería conveniente evaluar. Con todo, deja constancia que se mantienen vigentes los lineamientos generales del escenario base de nuestras proyecciones.

En lo referente al ámbito local, plantea que tampoco se observan desarrollos que alteren significativamente las previsiones para el año, si bien marginalmente los últimos datos de actividad, empleo, remuneraciones y de condiciones de crédito parecen apuntar a una disminución del riesgo del escenario de expansión excesiva de la demanda interna. Sin embargo, expresa que es necesario esperar que los datos de los próximos meses confirmen o rechacen esta hipótesis. Por otra parte, indica que la inflación mantiene un curso consistente con las proyecciones presentadas en el IPoM.

Conforme a lo expuesto, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta concordar con la propuesta de la Gerencia de División Estudios en orden a mantener la TPM 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 destacando que en las últimas semanas se ha observado una mayor volatilidad y en este sentido, indica que algunos datos de actividad menos favorables, especialmente en Europa, y la materialización de una muy agresiva política monetaria en Japón han vuelto a poner de manifiesto las dificultades por las que atraviesan los países desarrollados y, al mismo tiempo, confirman que la superexpansividad de la política monetaria durará por un buen tiempo.

Hace presente que lo expresado se ha traducido en una caída bastante generalizada en los precios de algunos *commodities*, generando dudas sobre la solidez del crecimiento en algunos países en desarrollo. Mientras tanto, considera que existe evidencia suficiente acerca de que se mantienen las favorables condiciones de financiamiento que enfrenta la economía chilena en el exterior.

En lo atinente al ámbito interno, menciona que las cifras de actividad fueron algo menores que lo anticipado, mientras que sobre los datos de demanda hay evidencia mixta. A su juicio, no se desprende de este dato una tendencia de desaceleración, ya que requiere de confirmación futura. En todo caso, plantea que se ha mantenido la tendencia de desaceleración del crédito y que la menor holgura en sus condiciones de otorgamiento refleja cautela por parte



del sistema financiero, manteniendo vigente la hipótesis de desaceleración futura que subyace en el último IPoM. En su opinión, a título de contraste, se observa un crecimiento del acceso al financiamiento externo de las empresas y bancos chilenos en el exterior, materia que quizás ameritaría profundizar en las próximas Reuniones de Política Monetaria.

En materia de inflación, consigna que el último registro es acorde con lo anticipado, y que más allá de sus vaivenes de corto plazo, la trayectoria esperada continúa en línea con lo anticipado en el citado IPoM, como se deduce de las diferentes medidas de expectativas de mercado.

Agrega que el valor del peso mostró una mayor volatilidad durante las últimas semanas, situándose actualmente en un nivel similar o marginalmente más apreciado que un mes atrás. Manifiesta que, en general, la mayor volatilidad ha sido un fenómeno global y que la apreciación bilateral del peso respecto del dólar estadounidense ha sido menor que la de varios otros países con condiciones similares a las de Chile. Con todo, considera que la evidencia sigue mostrando que el tipo de cambio se encuentra en un nivel coherente con sus fundamentales, razón por la que no cree que se justifique innovar en esta materia.

En esto sentido, expresa que el escenario base sigue siendo válido y en su opinión, es la conclusión natural de los antecedentes planteados, porque se mantienen presentes las vulnerabilidades o inquietudes que se reflejaron en el IPoM derivadas básicamente de un ciclo expansivo de la economía y del gasto. Además, los antecedentes del último mes tampoco aportan elementos para cambiar esta percepción ni agudizar la preocupación.

En este contexto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa su concordancia con la Minuta de Opciones en cuanto a que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual domina ampliamente a cualquier otra alternativa.

En consecuencia, manifiesta 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.

Manifiesta que se llega a esta Reunión pocos días después de haber divulgado el último IPoM, y que si bien las noticias que se han acumulado desde entonces no introducen cambios significativos o apreciables en el panorama delineado en dicho Informe, deben ser analizadas con atención.

En lo atinente al frente externo, indica que las señales se muestran mixtas y matizadas, y que las percepciones de mercado se han moderado respecto de meses previos.

En materia de crecimiento, hace presente que la perspectiva de un bajo crecimiento en las economías desarrolladas permanece vigente, mientras que el cuadro para el mundo emergente está exhibiendo bastante heterogeneidad y fluidez, lo que introduce inquietud respecto de la capacidad de estas últimas para sostener el crecimiento global en los términos que se han planteado.



En este contexto, los precios de las materias primas han descendido en forma generalizada y el precio del cobre no ha sido la excepción.

Agrega que por su parte, los mercados cambiarios han sentido la presión ejercida por las autoridades japonesas para lograr o inducir la depreciación de su moneda, lo que ha producido movimientos no exentos de implicancias para las monedas de las economías emergentes.

Expresa que desde la perspectiva de Chile, los cambios más relevantes producidos u originados en el último mes son el descenso en el precio del cobre y la apreciación del peso. Añade que los riesgos del escenario global siguen presentes en términos similares a los descritos en el IPoM de marzo.

En lo que concierne al frente interno, señala que el último IMACEC sorprendió a la baja, pero afectado por factores transitorios, razón por la cual este por sí solo no permite extraer conclusiones sobre la trayectoria de la actividad.

No obstante, plantea que más allá de ello, existen otros antecedentes que sí brindan sustento a la hipótesis de que el crecimiento se encuentra en un proceso de normalización, bastante en línea con lo sugerido por en el último Informe. Precisa que las cifras de producción industrial e indicadores parciales para el sector construcción apuntan en esa dirección.

Comenta que la demanda, como ha sido la tónica en el último tiempo, se desacelera con mayor lentitud que el producto; que por el lado del consumo, el vigor que sigue exhibiendo el crecimiento de la masa salarial introduce un factor de inercia importante en el comportamiento de este agregado; y que en cuanto a la inversión, en cambio, el componente construcción podría estar experimentando una moderación en su ritmo de expansión, según lo que reflejarían ciertos indicadores parciales.

Señala que la última Encuesta sobre Condiciones Crediticias confirma y refuerza la prudencia que se ha observado en el comportamiento del sistema bancario, ya que la oferta de crédito se ha tomado más restrictiva y su demanda se ha debilitado. En su opinión, este comportamiento merece ser destacado porque genera holguras para el accionar de la política monetaria, teniendo presente que esta se transmite a través del sistema financiero.

En materia de inflación, resalta que continúa mostrando registros anuales relativamente bajos y perspectivas de una gradual normalización, acorde con lo descrito en el IPoM. Añade que los riesgos inflacionarios siguen presentes, considerando el estado del ciclo, aunque la probabilidad de una aceleración inesperada y significativa de la inflación se ha reducido en el margen.

Además el mercado apuesta a una convergencia de la inflación anual al 3% en horizontes de uno y dos años, al tiempo que ha moderado sus expectativas respecto de futuros movimientos en la tasa de interés.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa 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.



Hace presente que la contraposición entre riesgos internos y externos se mantiene vigente, con todo lo que ello implica para la conducción de la política monetaria, pero que el cuadro de riesgos se mantiene fluido y por lo mismo requiere un permanente monitoreo.

En las actuales circunstancias, estima que la trayectoria del tipo de cambio requerirá también un atento seguimiento.

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

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 análisis expuesto en esta Reunión, que esta vez se beneficia por la cercanía del último Informe de Política Monetaria, y señala que hace suyos los elementos enumerados al inicio de la Minuta de Opciones, referidos al escenario internacional y nacional, excepto por los siguientes elementos y comentarios.

En lo relativo a la economía internacional, alude en primer término al conflicto en la Península de Corea. Sobre el particular, plantea que los indicadores financieros muestran que los mercados no están descontando de una manera significativa el riesgo de un conflicto inminente, pero que en el contexto de la agresiva política monetaria de Japón se debería haber observado una fuerte apreciación del won coreano y, por el contrario, se ha producido una depreciación del orden de un 2,5%. A su juicio, esta situación no es particularmente importante, pero desea consignarla por cuanto se trata de un movimiento excepcional a fin de fundamentar algunos argumentos que desarrollará más adelante.

Con todo, estima necesario que se haga mención a este conflicto en el Comunicado y también al hecho que los precios de mercado no reflejan una probabilidad mayor de una conflagración nuclear, porque considera que en el mercado chileno hay un mayor desconocimiento y temor acerca de esta situación que en los mercados internacionales.

En segundo lugar, hace referencia a las declaraciones efectuadas por la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional señora Christine Lagarde en el día de ayer, en vísperas de las Reuniones de Primavera organizadas por esa entidad internacional, en cuanto a que se estarían acumulando presiones que podrían conducir eventualmente a una crisis mayor nuevamente global. En este sentido, destaca que el tema de los desequilibrios globales, que habían estado ausentes en los discursos y planteamientos del Fondo Monetario Internacional desde hace algún tiempo, están reapareciendo con estas declaraciones, motivados principalmente por el marcado diferencial de crecimiento existente entre las economías en desarrollo y las desarrolladas, la aplicación de políticas monetarias hiperexpansivas en los principales países desarrollados y políticas fiscales no sostenibles, especialmente en Estados Unidos de América y Japón, y, por otro lado, economías emergentes que están dando muestras de crecimiento a tasas que no son sostenibles en el largo plazo. Precisa que si bien no es el caso de Chile, sí está dando cuenta de tendencias que, a juicio del Fondo Monetario Internacional, son preocupantes y, por lo tanto, objeto de atención, porque dicho organismo es un observador mundial que le merece el respeto suficiente como para considerar sus planteamientos.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa su concordancia con el Ministro de Hacienda y el Gerente de División Operaciones Financieras en cuanto a la relevancia de conocer más antecedentes sobre el estímulo monetario de Japón, que es quizás la noticia más destacada para el Consejo en esta ocasión.

Manifiesta que los bancos centrales de Estados Unidos de América y también de la Zona Euro han venido aplicando políticas monetarias extraordinariamente expansivas, con tasas de interés en sus mínimos desde el inicio de la crisis financiera, inicialmente motivadas por la crisis financiera propiamente tal, pero también por factores cíclicos en lo más reciente.

Hace notar que tanto en Estados Unidos como en la Zona Euro las tasas de política monetaria respectivas se encuentran en su nivel mínimo, pero que la autoridad monetaria considera que no ha sido suficiente para estimular la economía, razón por la que han suplementado esa política que es más estándar y ortodoxa dentro de los bancos centrales, con estímulos cuantitativos masivos que, a su juicio, reflejan una decisión audaz a lo que normalmente se está acostumbrado.

Destaca que, ahora, Japón se ha incorporado al conjunto de bancos centrales hiperexpansivos, dejando constancia que esta economía, que para efectos prácticos tenía tasas de interés de 0%, ha anunciado un paquete de políticas fiscales también de estímulos, pero que en lo monetario busca duplicar la cantidad de dinero en un plazo de dos años.

Previene que los montos de activos ultralíquidos en esas economías, que son también muy abiertas en sus cuentas de capitales, generan presiones sobre el resto del mundo. De hecho, comenta que el reciente anuncio de Japón generó apreciaciones fuertes e inmediatas en varios países que están en la órbita de esa economía, cuyas monedas se encontraban muy apreciadas y que son comparables a Chile, tales como Nueva Zelanda o Australia, y que atendidas las relaciones entre las diversas economías, esos efectos llegarán a estas latitudes tarde o temprano, con lo que se incrementarán las tensiones que hemos enfrentado en materia de política monetaria.

A juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán, nuestra forma de conducir la política monetaria, así como la de economías con las que nos comparamos como Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica, es a través de decisiones en el margen, lo que contrasta con políticas de una audacia enorme como las descritas. En su opinión, si bien son reacciones potenciales que están en una dimensión distinta, cabe pensar que quizás la respuesta de una economía como la chilena también debiera ser audaz, sin afectar elementos de fundamentos económicos. En consecuencia, considera que corresponderá meditar sobre este tema antes de que se desarrollen los acontecimientos, porque es esa la manera en que los bancos centrales ganan credibilidad.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita que esta parte de su voto no quede consignada en la Minuta de la presente Reunión, o bien que sea suavizada en los términos que sea necesario, porque hace referencia a elementos cambiarios. No obstante, estima importante dejar constancia en el Acta de esta Reunión de los componentes de un razonamiento que requiere acomodarse a estímulos que están en un rango de toma de decisiones que difieren sustancialmente de lo convencional y de la ortodoxia habitual que se espera de las economías de mercado más avanzadas del mundo.

En razón de lo expuesto, estima que en esta oportunidad, lo más prudente de parte del Consejo es esperar y mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, y conservar el sesgo del Comunicado, sin perjuicio de la conveniencia de hacer referencia al tema de Corea.



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.

En lo concerniente al escenario externo, señala que las condiciones financieras internacionales se mantienen en niveles similares a las exhibidas en la última Reunión de Política Monetaria. Destaca, en todo caso, la fuerte expansividad de la política monetaria en Japón, que sorprendió por su magnitud. Asimismo, hace notar que la Eurozona sigue con los problemas que arrastra hace ya buen tiempo y que más allá de mejores indicadores financieros en algunas economías, no parece haber avances sustanciales en temas estructurales. En su opinión, no debieran sorprender nuevos episodios de volatilidad provenientes de la situación en esa región del mundo.

Asimismo, indica que los precios de las materias primas han mostrado algún retroceso, y que en el caso del cobre, además surgen dudas con respecto a la sostenibilidad de su precio en los próximos años.

En lo que se refiere a Chile, se observan algunos indicadores que van en la dirección de menor expansividad de la producción y de la demanda, en este último caso explicado por un leve menor dinamismo de la inversión. No obstante, menciona que se trata por ahora de datos puntuales que es importante que permanezcan antes de sacar una conclusión más definitiva.

Consigna que se mantiene la tendencia a la desaceleración de los salarios, mientras que las colocaciones de consumo y comerciales siguen mostrando signos de moderación. Destaca en esta oportunidad que la Encuesta de Créditos Bancarios del primer trimestre muestra condiciones algo más restrictivas tanto en la oferta como en la demanda. Añade que el peso se ha apreciado.

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que desde la perspectiva de la política monetaria, se mantienen las fuerzas opuestas de los últimos meses. En este sentido, expresa que en la parte externa persisten los riesgos de un deterioro principalmente en las economías avanzadas, en particular en Europa, lo que llamaría a mayor expansividad de la política monetaria; y, por otra parte, la demanda interna mantiene un crecimiento elevado, lo que llamaría a una política monetaria en la dirección opuesta.

Agrega que tanto en el último IPoM como en la RPM anterior se destacó el mejoramiento relativo del escenario externo en contraposición con un aumento del riesgo de que en el escenario interno no se materializara la desaceleración esperada de la actividad y particularmente de la demanda. En este sentido, indica que las últimas cifras, si bien parciales, parecen mostrar que la desaceleración esperada en la economía, que es parte del escenario base de dicho Informe, podría estar iniciándose.

En este escenario, señala que la opción planteada por la Gerencia de División Estudios es la apropiada. En su opinión, la opción de bajar la TPM no es consistente con la dinámica de la demanda interna, por cuanto las señales que se perciben en esta materia son todavía muy preliminares.



A juicio del Presidente señor Rodrigo Vergara, la opción de subir la tasa no es razonable en un escenario mundial que sigue incierto, con políticas ultraexpansivas en el mundo desarrollado y, además, con una inflación interna por debajo del rango de tolerancia del Banco Central de Chile. Expresa que a ello se le suman expectativas de inflación a mediano plazo ancladas a la meta del Instituto Emisor.

Al igual que en la ocasión previa, destaca el nivel elevado de la TPM chilena en relación a países de similares características, y que prosigue la tendencia de diversas economías en orden a reducir sus tasas de política monetaria. En su opinión, ello constituye otro elemento adicional para descartar alzas en la TPM.

Hace presente 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 manifiesta 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:

197-01-130411 - 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. Los indicadores económicos recientes de Estados Unidos han sido mixtos, mientras la Eurozona continúa en recesión y mantiene una frágil situación fiscal y financiera. El Banco de Japón anunció un significativo programa de relajamiento cuantitativo, que se ha reflejado en una depreciación del yen. Los precios de materias primas retrocedieron en las últimas semanas, destacando la caída en el cobre.

En el plano local, el indicador de actividad de febrero estuvo por debajo de lo anticipado por las expectativas de mercado. El mercado del trabajo sigue ajustado y la demanda interna mantiene su dinamismo. Las condiciones crediticias se muestran algo más restrictivas. La inflación total y las medidas subyacentes se sitúan entre 1% y 2% anual, mientras que las expectativas inflacionarias en el horizonte de política permanecen en torno a la meta. El peso ha continuado apreciándose 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 17:10 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