



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 198
celebrada el día jueves 16 de mayo de 2013

En Santiago de Chile, a 16 de mayo de 2013, siendo las 11:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia,
doña Erika Arraño González;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Economista,
doña Ivonne Vera Reichert;
Asesor de la Presidencia,
don Víctor Riquelme Peñaloza;
Periodista de la Gerencia Asesora de Comunicaciones,
don Juan Pablo Rioseco Quilodrán; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 198, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de noviembre de 2013, se celebre el día martes 19 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 en Estados Unidos de América, la Cámara de Representantes cambió el foco de la discusión del presupuesto de ese país, centrándose en impuestos y no en disminuciones del gasto público. Asimismo, expresa que el día 18 de mayo en curso se restituirá el límite de endeudamiento federal, aun cuando existiría consenso para prorrogar su vigencia hasta fin de año, con el objeto de otorgar el espacio necesario para continuar con dicho debate hasta lograr un acuerdo de carácter más permanente.

En lo referente a la Zona Euro, comenta que la Comisión Europea otorgó a Francia y España un plazo de dos años para alcanzar metas sobre déficit fiscal de 3% del PIB, mientras que el Eurogrupo acordó conferir siete años adicionales a Irlanda y Portugal para fines de restituir los préstamos de rescate que se les concedieron; y que, asimismo, se aprobaron los desembolsos a Grecia.

Indica que en Italia, el señor Enrico Letta que asumió en carácter de Primer Ministro, recibió el voto de confianza del Parlamento y dio comienzo a su administración, generando algún grado de alivio a los mercados financieros.

Además, hace presente que en el Reino Unido se modificará la forma de cálculo de la Libor a partir del próximo año tras los recientes hechos irregulares que se conocieron sobre su aplicación, la que contemplaría información referida a transacciones.

También a título de noticia, destaca que el gobierno argentino anunció una amnistía tributaria para fines de regularizar fondos en moneda extranjera que se encuentran invertidos en el exterior, con el objeto de solucionar la escasez de dólares estadounidenses en el país, luego que el tipo de cambio paralelo superara los \$10 por dólar. En todo caso, plantea que el impacto de esa medida debería ser bastante acotado.

En cuanto a los hechos destacados en materia de mercados financieros, señala que las bolsas en economías desarrolladas exhiben aumentos en sus precios y las de países emergentes se han recuperado en respuesta a una percepción más positiva sobre Estados Unidos de América, la aplicación de políticas estimulativas en un conjunto importante de economías y a resultados positivos más favorables de lo anticipado de las empresas en Estados Unidos de América, Japón y Zona Euro.

Por otra parte, resalta que el Banco Central Europeo, el Banco de la Reserva de Australia, el Banco de Corea y el Banco de Israel, entre otros, disminuyeron sus respectivas tasas rectoras en 25 puntos base para fines de alentar la actividad y en respuesta también a objetivos de orden cambiario. Añade que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas y sus programas de estímulo, mientras que Brasil, que aumentó su tasa de instancia en 25 puntos base, es el único país que estaría implementando una política más restrictiva en respuesta a registros de inflación superiores a lo previsto.



En tercer término, indica que las encuestas de crédito bancario muestran un nuevo relajamiento en Estados Unidos de América en el primer trimestre del año curso, mientras que en la Zona Euro se vuelven a advertir signos de estrechamiento de las condiciones crediticias.

Asimismo, menciona que Fitch rebajó la calificación del Reino Unido desde AAA a AA+ y con una perspectiva estable, y mejoró la de Grecia.

Por último, consigna que algunos países de la Zona Euro emitieron deuda de corto y largo plazo logrando buenas condiciones en sus colocaciones, y que Portugal emitió un bono a 10 años por primera vez desde su rescate financiero en el año 2011.

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; como asimismo, *spreads* y CDS *spreads* respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2003 y mayo del año en curso.

En primer lugar, destaca que los mercados bursátiles exhiben cierta heterogeneidad. En este aspecto, precisa que las bolsas de valores de las economías desarrolladas muestran un comportamiento positivo; las de países periféricos, resultados más débiles que lo que han sido su trayectoria y sus niveles históricos; la bolsa japonesa, un alza significativa; y rendimientos algo más débiles en América Latina.

En materia de volatilidad, plantea que se observan signos menos positivos que hace un mes atrás.

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

Agrega que los *spreads* exhiben un grado de heterogeneidad, que son muy negativos en el caso de España e Italia y algo más positivos en las economías emergentes, particularmente asiáticas.

Por último, comenta que los CDS *spreads* también presentan un comportamiento mixto, levemente mejor en los países del centro de Europa y más negativo en los situados en la periferia de esa región.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación señalando que los CDS han registrado disminuciones en los países europeos y en las economías emergentes, las que son algo más marcadas en Japón y bastante más moderadas en Australia y Nueva Zelanda, donde alcanzan niveles especialmente bajos. Por el contrario, anotaron un alza marginal en el Reino Unido.

Asimismo, indica que los *spreads* bancarios también muestran caídas, especialmente en algunos bancos de la periferia europea, y agrega que es más significativa en el caso de UniCredit y moderada tratándose de los bancos estadounidenses.

En relación con los mercados bursátiles, el señor Sergio Lehmann destaca que las bolsas de valores de las economías desarrolladas han experimentado alzas significativas, especialmente la japonesa, que exhibe un aumento probablemente inédito en su historia. Añade que las bolsas de valores de mercados emergentes, con un grado mayor de volatilidad, también presentan recuperaciones, en particular la bolsa india.



Asimismo, hace presente que se mantienen las condiciones bancarias restrictivas en la Zona Euro, en tanto que en Estados Unidos de América y el Reino Unido continúa el relajamiento de ellas. Resalta que en Japón, contrariamente a lo esperado, se observan condiciones algo más restrictivas, lo que contrasta con sus mejores cifras de actividad y el impulso significativo del consumo. Agrega que en las economías emergentes, las condiciones bancarias son algo más laxas, no así en las latinoamericanas, donde han tendido a neutralizarse después de haber exhibido condiciones bastante expansivas.

Agrega que las tasas de interés muestran alzas, y en este aspecto, destaca el aumento de la tasa a 10 años en Estados Unidos de América, Francia y Alemania, que oscila entre 20 y 30 puntos base, acorde con un grado mayor de optimismo respecto de la actividad norteamericana y un ajuste de portafolios desde renta fija a renta variable.

En materia de flujos de capitales, consigna un grado de recuperación de ellos hacia América Latina y en menor medida hacia Europa y Asia, mientras que en términos de composición, dichos flujos se han concentrado fundamentalmente en bonos. Como contrapunto, las economías desarrolladas mantienen su atractivo, como lo demuestra el fuerte ingreso de capitales destinados a adquirir bonos y acciones, lo que es coherente con la recuperación de sus mercados bursátiles y las señales positivas de la economía de Estados Unidos de América.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe las gráficas que se contienen en la lámina N° 12 de la presentación, referidas a índices de bolsas desarrolladas y emergentes; precios del cobre y del petróleo WTI; índice de precios de metales y precio de los bonos norteamericanos a 10 años, donde la línea azul representa el precio de los activos y la línea roja indica la medida de liquidez internacional, que en este caso corresponde a la suma de las bases monetarias de Estados Unidos de América, Europa, Japón y el Reino Unido, sobre PIB, de manera de contar con una escala que corrija por crecimiento de las economías.

Sobre este aspecto, resalta que los gráficos antedichos dan cuenta que el aumento de la liquidez internacional ha venido acompañado con el incremento de los precios de activos.

Asimismo, hace presente que con anterioridad a la crisis no se advertía vinculación alguna entre la liquidez y los índices de precios accionarios, por cuanto la utilización de líneas de liquidez o medidas cuantitativas por parte de los bancos centrales no formaban parte de una política activa y, en consecuencia, cada uno de ellos lo hacía conforme a sus propios fundamentos. Actualmente, en cambio, las medidas cuantitativas constituyen parte importante de la política monetaria de las economías desarrolladas y, de hecho, se observa una relación especialmente marcada y significativa en las bolsas de economías desarrolladas. Agrega, que en las economías emergentes se produce un cierto desacople cuando surgen dudas o cautela en torno a la recuperación de China, fenómeno que también se advierte en el caso de los precios de los metales.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación y señala que las monedas exhiben movimientos mayoritariamente depreciativos, con la sola excepción de Estados Unidos de América, República de Corea, Malasia y China; que el yen se depreció 2,7% respecto de la Reunión anterior y acumula un retroceso de 22,4% en lo que va corrido del año; que Nueva Zelanda y Australia, que suman depreciaciones del orden de 5,1% y 6,8% este año, han intervenido sus respectivos mercados cambiarios y que Israel manifestó su intención de hacerlo en el día de ayer.

En términos de los movimientos de las monedas en el último mes, subraya el caso de Israel, que antes del anuncio de la intervención antedicha exhibía una apreciación y concluyó el período con una leve depreciación, así como también la apreciación del won coreano, del dólar estadounidense y del renminbi, de 1,3%; 1,1% y 0,8%, respectivamente.



El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca de los factores que han incidido en la fuerte depreciación del dólar australiano y neozelandés, precisando el señor Sergio Lehmann que los conforman las señales de preocupación por el tipo de cambio y un componente asociado a los términos de intercambio.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera añade que el Banco de la Reserva de Australia, a través de su comunicado, ha consignado que habiéndose ajustado desde hace algunos meses sus términos de intercambio a la baja, no se ha observado aún una reacción del tipo de cambio, por lo que al no producirse una mayor expansividad por la vía cambiaria, resulta necesario reducir la tasa rectora.

En lo atinente a las intervenciones cambiarias, el señor Sergio Lehmann destaca que Perú ha dejado de hacerlo en los últimos días y que Colombia ha moderado sus intervenciones, en tanto que Corea ha hecho lo propio después haber registrado una depreciación de su moneda con motivo de las tensiones con Corea del Norte.

A continuación, se refiere a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, señala que Estados Unidos de América crece con moderado dinamismo y que, de hecho, la información preliminar apunta a que el PIB del primer trimestre registró una variación de 2,5% trimestre/trimestre anualizado, impulsado fundamentalmente por el consumo privado. Añade que el mercado inmobiliario sigue mostrando una recuperación moderada y que retrocede el desempleo.

En segundo lugar, indica que en la Zona Euro, el PIB del primer trimestre reafirmó la recesión al exhibir un registro inferior a lo previsto, aun cuando la producción industrial de la región ha sorprendido al alza, especialmente en Alemania.

Además, consigna que el PIB de China mostró un crecimiento de 7,7%, menor que lo esperado; que los indicadores de corto plazo dan cuenta de una debilidad mayor que la anticipada; y que las expectativas se han debilitado. De hecho, comenta que algunos bancos de inversión han revisado el crecimiento de China a la baja, situándolo en un nivel inferior a 8% para este año.

Añade que el PIB de Japón correspondiente al primer trimestre del año muestra una expansión de 3,5% trimestre/trimestre anualizado, superior a lo anticipado, lo que respondería a las políticas económicas promovidas por su Primer Ministro Shinzo Abe.

Por último, señala que en América Latina, la producción industrial de Brasil exhibe poco dinamismo, la de México disminuye, y que el índice de actividad en Perú, similar a nuestro IMACEC, registró una variación de 3% versus el 5% del mes anterior.

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, destaca el predominio de cifras más positivas de lo anticipado, con la excepción del crecimiento del primer trimestre que fue algo menor que lo proyectado.

En relación con la Zona Euro, señala que la lectura es mixta, por cuanto el PIB fue negativo, pero la producción industrial superó las expectativas.

En cuanto a Japón, expresa que el PIB del primer trimestre fue superior a lo previsto, en respuesta a las medidas impulsadas por su Primer Ministro, así como también a las medidas de estímulo instauradas por el Banco de Japón. Hace notar que si bien las ventas minoristas del mes de marzo registraron una caída mayor que la esperada, el consumo creció algo más de 3%, cifra que califica en términos de bastante alta para la economía japonesa.



En lo concerniente a China, manifiesta que el PIB y producción industrial de ese país fueron inferiores a lo anticipado, mientras que las exportaciones e importaciones mayores que lo esperado, no obstante lo cual, deja constancia que existe duda sobre estas cifras.

Por último, informa que en Brasil, la producción industrial registró una variación mensual de 0,7% en el mes de marzo, inferior a la proyección de 1,3%.

En materia de perspectivas, señala que en Estados Unidos de América, la lectura de los indicadores de ISM es algo más positiva que lo proyectado, así como también la confianza de los consumidores; que en la Zona Euro, los PMI manufacturero y de servicios registraron un ligero avance, pero continúan por debajo del pivote de 50; que en Alemania, estuvieron por debajo de lo previsto; que Japón exhibió datos mixtos y comienza a recoger visiones más optimistas asociadas a las políticas impulsadas por el gobierno; y, por último, que en China, tanto el PMI manufacturero como de servicios figura por debajo de lo anticipado.

A continuación, el señor Sergio Lehmann hace presente que el PIB de diversas economías, correspondiente al primer trimestre de este año, fue menor que el esperado, como se advierte en la lámina N° 19 de la presentación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán alude al sorprendente crecimiento japonés, de 3,5% registrado en el primer trimestre del presente año, y consulta si ello es atribuible a las denominadas Abenomics, esto es, los estímulos monetarios y fiscales introducidos por el gobierno del Primer Ministro Shinzo Abe y el Banco de Japón.

El señor Sergio Lehmann expresa que al descomponer el PIB de Japón, se observa que el consumo ha aumentado significativamente, dando cuenta de un estado de ánimo más positivo; no obstante, el consumo del sector público, que sería una componente importante del estímulo económico, ha crecido en términos relativamente moderados. Además, resalta que las exportaciones y algunas industrias japonesas exhiben aumentos significativos, entre ellas la industria automotriz.

Retomando su análisis sobre el PIB de diversas economías, procede a comparar las cifras implícitas en el Informe de Política Monetaria, IPoM, versus las efectivas, y resalta que estas últimas fueron más positivas en el caso de Estados Unidos de América y Japón, no así en China y la Zona Euro, y que entre las economías emergentes, solo Corea, Israel y Hungría exhiben un PIB superior al previsto en dicho Informe.

Por otra parte, manifiesta que el sector externo chino y la producción industrial de la Zona Euro han sorprendido al alza, mientras que el sector manufacturero estadounidense ha decepcionado.

En cuanto al sector externo de China, destaca el comercio con Asia y la moderación de los intercambios con Estados Unidos de América, mientras que con la Zona Euro vuelve a mostrar cifras negativas, reflejando la débil situación de esa región.

En lo concerniente a Estados Unidos de América, hace presente que la tasa de desempleo ha disminuido y que las vacantes de trabajo aumentaron con especial fuerza en el sector construcción, en línea con un sector inmobiliario algo más dinámico.



En cuanto a Latinoamérica, señala que el sector comercial se ha debilitado. De hecho, precisa que las ventas minoristas de México y Colombia han caído y exhiben un ligero rebote en Brasil; que el sector industrial se ha desacelerado, especialmente en México, Colombia y Perú; que los PMI se acercan al pivote de 50; y que las tasas de desempleo exhiben aumentos, particularmente en Brasil.

En materia de inflación, consigna que los registros tienden a moderarse, excepto en China, Brasil y México, en que los precios de alimentos presentan alzas significativas.

En lo atinente a política monetaria, indica que se esperaban recortes de tasas de interés en la Zona Euro, mientras que los efectuados en otras economías sorprendieron al mercado. Agrega que Israel realizó una reunión extraordinaria y que Turquía tuvo dos reuniones en el mes, acordando una reducción de 50 puntos base en cada oportunidad.

El señor Sergio Lehmann hace presente que las perspectivas de tasas han fluctuado a la baja en respuesta a los recortes de la tasa de política monetaria, TPM, que no fueron anticipados en varias economías, lo que es el caso de Asia y Oceanía, respondiendo a la rebaja acordada por el Banco de la Reserva de Australia; y de Europa emergente, con motivo de las sorpresas registradas en Turquía, Polonia y Hungría.

Asimismo, comenta que el Banco Central Europeo ha mostrado su disposición a adoptar medidas estimulativas, entre las cuales se considera una tasa de depósito negativa. Sobre este aspecto, menciona que Suecia tuvo una experiencia de escasa duración en tal sentido en el año 2009, y que actualmente la está aplicando Dinamarca, en que su tasa de depósitos es de -0,1% o -0,2% desde el mes de julio del año pasado.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las expectativas de tasas de interés en Estados Unidos de América, ya que el precio de los bonos estaría sugiriendo un aumento de ellas.

El señor Sergio Lehmann informa que se espera un incremento de la tasa de interés hacia fines del año 2014, no obstante lo cual, en la medida que la tasa de desempleo muestre algún descenso sostenido, la Reserva Federal podría cambiar su planteamiento hacia fines del presente año y anticiparla.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, señalando que los precios de *commodities* se han movido a la baja, con la excepción de los de algunos alimentos.

Indica que el precio del petróleo ha registrado movimientos mixtos, en medio de nuevas correcciones a la baja de las perspectivas de demanda global y mayor producción en los países que forman parte de la OPEP; que el precio del petróleo WTI acumuló un alza hasta el día de ayer, que se revertió en la presente jornada; y que se ha observado una cierta disparidad entre el movimiento de precios de los petróleos WTI y del Brent, ya que las buenas noticias en términos de actividad han provenido fundamentalmente de Estados Unidos de América más que de otras regiones.

Comenta que el precio del cobre retrocedió en el último mes y que las cifras favorables en materia de comercio exterior de China y producción industrial de Alemania acotaron su caída.

Agrega que el precio de los granos ha registrado movimientos mixtos; que la FAO ha señalado que la producción de cereales descendió ligeramente en el año 2012, pero espera un fuerte crecimiento de las cosechas en este año; y que a pesar de que el precio de los cereales cayó 4% en el último mes, el índice FAO de alimentos volvió a subir por el alza



asociada fundamentalmente al precio de la leche en Nueva Zelanda, economía que es la mayor exportadora de ese producto y que, por lo tanto, podría extenderse a otros mercados lácteos. En todo caso, plantea que el precio de la leche en Estados Unidos de América, que también es un referente para los análisis internos, no ha recogido aún un aumento de la magnitud del registrado Nueva Zelanda, estimándose que se trata de una situación transitoria asociada a bajos niveles de producción.

Además, destaca que el precio del oro ha caído alrededor de 10% en el último mes, que se suma a otros retrocesos observados en meses anteriores, y que el precio del cobre retrocedió 4% en igual período.

Hace presente que de acuerdo con los contratos futuros de cobre, la trayectoria de precios actual es inferior a la observada en la Reunión pasada, y que el precio vigente es mayor que el precio promedio del período 2006 a 2008, pero inferior al promedio del año 2011, en torno a 4 dólares la libra, el que corresponde al precio máximo en términos históricos.

El señor Sergio Lehmann comenta que el precio del cobre ha estado respondiendo a noticias de actividad, fundamentalmente de China, que lo afectan de manera negativa, y a mejores indicadores estadounidenses y de producción industrial de Alemania, que han incidido positivamente.

Agrega que las importaciones de cobre exhiben una disminución en términos mensuales no desestacionalizados y un alza al considerar medidas mes a mes desestacionalizadas.

Por último, consigna que los inventarios de este metal han vuelto a subir y que el grado de correlación entre su precio y los inventarios es relativamente bajo, del orden de -22%.

En lo relativo al índice FAO, señala que de acuerdo con los contratos futuros, la trayectoria actual es menor que la observada en la RPM anterior, lo que implica que el alza del precio de los lácteos tendría un carácter más bien transitorio. Añade que el incremento que se proyecta hacia el año 2014 se relaciona con un aumento del precio del azúcar, no así con el de los cereales, dadas las mejores cosechas previstas para este año.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las trayectorias futuras del precio del petróleo. Hace notar que la del precio del petróleo WTI no exhibe mayor variación respecto de la Reunión anterior, mientras que la del petróleo Brent muestra una baja; y que la trayectoria del precio de la gasolina en Estados Unidos de América se corrige levemente a la baja, en tanto que la del gas licuado en Europa no presenta mayor variación. Añade, que el *spread* Brent – WTI ha caído y alcanza su menor nivel desde fines del año 2011 debido a la mayor demanda de petróleo en Estados Unidos de América.

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 señala que entre los factores que han favorecido el desempeño de la economía chilena en los últimos años figuran los altos términos de intercambio y condiciones financieras externas favorables. Sobre este aspecto, consulta si tales factores exhiben alguna corrección dada su volatilidad, considerando además que el precio del cobre ha retrocedido y difícilmente retornará a un nivel de US\$4 la libra.



En cuanto al acceso al financiamiento externo, plantea que si bien la reciente depreciación del peso chileno podría reflejar algunos cambios, se presentan aún condiciones muy favorables.

En este sentido, expresa que la recuperación de la economía en Estados Unidos de América comienza a tener bases más sólidas, que se traducirán en alzas en las tasas de interés de mayor plazo, por lo que el acceso al financiamiento a tasas y *spreads* bajos tenderá a normalizarse.

En síntesis, expresa que la recuperación de la economía estadounidense es una noticia positiva, no obstante lo cual implica que se normalicen sus tasas de interés y, por ende, la modificación de las condiciones de financiamiento extraordinarias que ha tenido nuestra economía.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que entre los bancos centrales que rebajaron sus tasas de política monetaria desde la Reunión anterior, varios de ellos señalaron explícitamente en sus comunicados que tal decisión obedeció a motivaciones cambiarias como alternativa a una intervención.

Sobre este aspecto, consulta si ello constituye una novedad o si esta razón ya había sido esgrimida anteriormente. Además, solicita que se identifiquen aquellos países que tienen metas de inflación y que han señalado esa razón en forma explícita. En su opinión, esta acción reviste un cambio radical del régimen de política monetaria y que es especialmente interesante en el caso que el Banco de Israel forme parte de esa nómina, si se considera que las políticas que ha implementado se asemejan a las adoptadas por el Banco Central de Chile.

Además, plantea que sería positivo que se normalicen las tasas de interés en las economías desarrolladas, en particular las de Estados Unidos de América, no obstante lo cual estima que resulta poco factible que ello se materialice en el corto plazo. A su juicio, el escenario más probable es que se mantengan las políticas monetarias hipere expansivas en las principales economías desarrolladas.

El Consejero señor Joaquín Vial destaca la mayor tranquilidad observada en los mercados financieros, especialmente en los europeos. Expresa que ello es bastante notable, porque contrasta con la elevada volatilidad de un año atrás. Hoy, mientras Gran Bretaña discute la opción de marginarse de la Unión Europea, Francia tiene un gobierno prácticamente en crisis y con problemas financieros e Italia permanece en recesión, los mercados permanecen inalterados. En vez de enfrentar un alza en las primas de riesgo, algunas agencias de *rating* han manifestado incluso que Grecia podría llegar a ser solvente. En consecuencia, los mercados habrían dejado de reaccionar frente a las malas noticias de Europa.

Asimismo, destaca el aumento de las tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos de América y Alemania, lo que en su opinión, obedece a que los mercados habrían reaccionado rápidamente a noticias más favorables, a pesar de la liquidez proporcionada por la Reserva Federal, razón por la que estima conveniente efectuar un seguimiento a su evolución.

Por otra parte, alude a que a pesar de la alta liquidez observada en las distintas regiones, los flujos de capitales hacia las economías emergentes sean acotados, e inclusive resalta la salida de flujos desde América Latina hacia el mercado accionario estadounidense y el que ese exceso de liquidez no haya ingresado a Chile.



Por último, se refiere a la desaceleración de la actividad en la mayoría de los países de América Latina, especialmente en Perú. Sobre este aspecto, plantea la conveniencia de identificar los *drivers* o patrones que la determinan, ya que por tratarse de una situación generalizada hace estimar que existen factores comunes que estarían incidiendo en ella. Entre ellos, cita la depreciación de las respectivas monedas y el cambio de *outlook* sobre los precios de los *commodities*. A su juicio, podría aportar mayor información el análisis de los factores comunes detrás de estas situaciones en América Latina.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que los antecedentes expuestos llevan a concluir que el escenario mundial ha evolucionado favorablemente. Resalta la tranquilidad que existe en los mercados financieros y las mejores cifras que exhibe Estados Unidos de América. En este sentido, destaca que contrariamente a lo que acontecía cinco meses atrás, cuando se hablaba del riesgo del abismo fiscal en esa economía, todas las señales apuntan actualmente en una dirección más bien positiva, a lo que se agrega que Europa ha dejado de generar grandes turbulencias.

Hace notar que de lo expresado no se deriva que las condiciones para Chile sean necesariamente mejores, porque en este escenario, el precio del cobre ha caído y las tasas de interés de largo plazo podrían comenzar a incrementarse.

Por otra parte, plantea la conveniencia de efectuar una reflexión profunda sobre las implicancias del progreso de la economía interna, sus mejores *ratings* de crédito y su creciente integración al mundo, debido a su incidencia no menor sobre el nivel de las tasas de interés en el mediano plazo. De hecho, comenta que uno de los personeros de Goldman Sachs que se reunieron en el día de ayer con el Consejo, vaticinó que antes de cinco años comenzarán a securitizarse créditos hipotecarios otorgados en Chile para ser colocados en el exterior, lo que reflejaría que nos encontraremos en otro escenario en materia de integración financiera.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán acota que la última vez que Chile obtuvo financiamiento masivo para proyectos inmobiliarios y compra de viviendas fue en los últimos años de la década de los setenta y comienzos de los ochenta, y que la experiencia internacional en materia de financiamiento externo para actividades no transables ha sido muy negativa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que los antecedentes expuestos lo llevan a concluir que la actividad en Estados Unidos de América exhibe un cierto impulso y que si bien los mercados financieros europeos se han tranquilizado, su sector real aún no muestra signo alguno de recuperación, ya que por el contrario, su caída en el primer trimestre de este año fue mayor que la anticipada.

Destaca que Japón registra cifras positivas, pero que surgen grandes dudas sobre los efectos de las medidas adoptadas recientemente, en especial, acerca de si esta recuperación es de carácter transitorio.

Asimismo, resalta el menor dinamismo que exhiben las economías emergentes, particularmente, Asia, América Latina y, dentro de esta, Perú, en que se atribuye a los términos de intercambio.

El Presidente señor Rodrigo Vergara también considera que el escenario más positivo de Estados Unidos de América implica un desafío en materia de tasas de interés externas. En este sentido, si bien considera que el escenario base sigue siendo probablemente uno en el que prevalecen las tasas de interés bajas, resulta conveniente que comience a considerarse un escenario alternativo de mayores tasas de interés externas,



porque aun cuando constituya una buena noticia para Chile, también presenta un desafío. En su opinión, este tema debería ser incluido en forma más explícita en el próximo Informe de Política Monetaria.

En lo atinente a las medidas de orden monetario adoptadas por los bancos centrales que enfrentan apreciaciones cambiarias, indica que el Banco de la Reserva de Australia habría sido el primero en aludir a que la rebaja de su tasa rectora responde a su tipo de cambio situado en el rango inferior de la meta, mientras que Israel lo habría mencionado directamente. A su juicio, este importante cambio de política generará polémicas en la comunidad de bancos centrales que cuentan con metas de inflación.

El señor Sergio Lehmann señala que se procederá a revisar el texto de los comunicados emitidos por el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de Israel.

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 y la demanda del primer trimestre del 2013 se desaceleraron algo más de lo contemplado en el IPoM del mes de marzo último.

En segundo lugar, indica que la desaceleración del consumo se explica por una moderación del crecimiento de los ingresos laborales y que el crecimiento de la inversión se ha contraído de manera importante por un menor dinamismo de la construcción y la reversión de los componentes volátiles, en particular, la inversión en maquinaria y equipos.

Asimismo, hace presente que las expectativas de los consumidores y empresas se mantienen optimistas, aunque estas últimas han tendido a retroceder.

Por otra parte, comenta que las condiciones financieras siguen siendo favorables y que las colocaciones a las personas exhiben un cierto repunte.

Con todo, informa que los datos recientes han llevado a corregir las proyecciones de crecimiento de demanda y de actividad a la baja.

En materia de inflación, consigna que el registro del mes de abril de -0,5% sorprendió a la baja y que con ello, el IPC acumula una variación de 1% en doce meses. Añade que las sorpresas se concentraron en los componentes volátiles, pero se espera su reversión parcial en las próximas semanas.

Manifiesta que las expectativas de inflación de corto plazo se han movido a la baja y que a mediano plazo, aquellas que se derivan de las encuestas se mantienen alineadas en 3%, mientras que las que se obtienen de los precios financieros sugieren que la inflación podría estar en la parte baja del rango de tolerancia en el horizonte de política de 24 meses.

A título de último hecho destacado del mes, señala que de acuerdo con las encuestas, las expectativas para la TPM se mantienen en 5% en todo el horizonte de política, en tanto que las que se extraen de la curva *forward* indican reducciones acotadas y transitorias en los próximos meses. Hace notar que ello se advierte en un contexto de alta liquidez en el mercado monetario que podría estar afectando las tasas de interés con que se construye dicha curva.



El señor Claudio Soto menciona que el PIB del primer trimestre creció en 4,1%, por debajo del 5,8% implícito en el último IPoM. Explica que en este menor crecimiento incidió la desaceleración significativa de los sectores Resto, que en términos de velocidad fue inferior a 3% durante dos trimestres consecutivos.

Resalta que la demanda interna también se desaceleró de manera importante en el primer trimestre, pero sigue creciendo a tasas superiores a 6%. Indica que a diferencia del trimestre previo, se observó una contracción manifiesta del consumo e inversión, no así de los inventarios. De hecho, comenta que la velocidad de la demanda final fue muy baja en el primer trimestre, incidida por un retroceso del componente construcción y obras y particularmente de la inversión en maquinaria y equipos, que exhibió una velocidad negativa debido a que las adquisiciones de aviones fueron muy inferiores a las materializadas en el cuarto trimestre del año pasado.

Agrega que la desaceleración del consumo fue algo más tenue que la de la inversión, y se explica por la reducción de las tasas de crecimiento de ciertos componentes de servicios personales, entre ellos, restaurantes, servicios domésticos y casinos, así como también por la atenuación de los ingresos laborales. No obstante, destaca que las expectativas de los consumidores se mantienen bastante optimistas, lo cual sugiere un dinamismo del consumo en los próximos trimestres.

El señor Claudio Soto enfatiza que a pesar de la moderación del consumo, se observa una cierta reacceleración de los créditos de consumo y para la vivienda.

Asimismo, hace referencia a un cambio en la composición del consumo que es coherente con lo que se advierte en materia de precios relativos. En este sentido, indica que el consumo de servicios exhibe una desaceleración mayor que el de componentes transables, lo que es coherente con la evolución registrada por el tipo de cambio real. De hecho, señala que la parte de transables, principalmente bienes de consumo durables, ha tendido a acelerarse en los últimos meses, en parte importante por el impulso de las ventas de automóviles observado en el primer trimestre de este año y el sostenido incremento de sus importaciones, lo que hace prever que dichas ventas mantendrán su dinamismo en el mes de abril.

Por último, menciona que el consumo de gobierno del primer trimestre sorprendió por la significativa disminución del gasto extrapresupuestario. Agrega que el crecimiento del gasto presupuestario ha sido elevado, en torno a 3%, mientras que la parte extrapresupuestaria disminuyó alrededor de 30% en doce meses.

En materia de inversión, plantea que la desaceleración que exhiben los componentes de construcción y obras está incidiendo directamente en algunos sectores específicos del PIB, particularmente en la parte de servicios. Hace notar que se desaceleró aquella parte del comercio mayorista vinculada a las importaciones de bienes de capital en el primer trimestre, con motivo del retroceso registrado por estas últimas en ese período.

A continuación, el señor Claudio Soto comenta que la percepción de las empresas se mantiene bastante optimista, aunque se observa un retroceso más marcado en la parte de construcción, en coherencia con la menor actividad del sector. Explica que ello obedece a la disminución de las ventas inmobiliarias como también de las obras de ingeniería, según lo consigna el catastro respectivo, las que no solo han sido revisadas a la baja de manera significativa hacia el año 2014, sino que también a partir del año en curso, especialmente por proyectos energéticos que se han desestimado o postergado, como asimismo, por proyectos mineros que han salido del *pipeline* en los próximos años.



El señor Claudio Soto aclara que el último catastro de obras de ingeniería corresponde al del mes de marzo pasado y contiene los resultados del levantamiento de datos efectuado durante el primer trimestre del año en curso. Asimismo, precisa que los proyectos están altamente correlacionados con el ciclo económico y, por lo tanto, es normal que se observe actualmente una corrección de ellos a la baja. Agrega que si bien los catastros van cambiando en el tiempo, el de marzo último es bastante informativo en cuanto a predecir lo que debiera acontecer en el segundo y tercer trimestre del presente ejercicio.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea la conveniencia de conocer la norma de corrección de este catastro, de manera de establecer si aporta información sobre el comportamiento futuro en materia de proyectos.

El señor Claudio Soto señala que la última corrección no es tan importante respecto de otras anteriores; no obstante, destaca que la del mes de marzo corresponde a la segunda corrección consecutiva.

Además, menciona que el volumen de proyectos que figura en el catastro del mes de marzo indica que este año, su tasa de crecimiento será más baja que en años anteriores, lo que implica que la desaceleración de la inversión será algo más intensa que la contemplada en el IPoM previo. En todo caso, reitera que la magnitud de dicha corrección no es relevante comparada con las de otros episodios.

A continuación, el señor Claudio Soto consigna que las colocaciones comerciales han seguido desacelerándose y que se observa un grado de sustitución de esa fuente de financiamiento por emisiones de bonos, que registran un repunte significativo. Con todo, resalta que las colocaciones bancarias siguen siendo la fuente de financiamiento más relevante de las empresas y que su atenuación se ha dado en un contexto en que las condiciones de financiamiento siguen siendo favorables.

En materia de actividad, exhibe la tabla que se contiene en la lámina N° 48 de la presentación, que da cuenta de su evolución durante el primer trimestre del año.

En primer término, comenta que el crecimiento de la demanda interna se corrigió a la baja, desde el 8% contemplado en el último IPoM hasta un 6,8%, y que también se ha revisado a la baja para el segundo trimestre en menor grado. Además, destaca la fuerte corrección de la demanda final en el primer trimestre, desde el 8,6% consignado en dicho Informe hasta un 6,5%.

En segundo lugar, señala que el consumo total sorprendió a la baja al exhibir un crecimiento de 5,4%, lo que es inferior al 6,9% considerado en el IPoM; que el consumo privado se corrigió en un punto, desde un 7,2% hasta 6,2%; que el consumo de gobierno lo hizo desde un 5,3% hasta un 0,6%; y que para el segundo trimestre, la revisión del consumo total a la baja es menor, porque se ha supuesto que la disminución del consumo de gobierno será de carácter transitorio.

Hace notar que la inversión también se corrigió a la baja de manera considerable, desde el 13,5% estimado en el último IPoM hasta un 9,6%, fundamentalmente por una revisión importante de la inversión en maquinaria y equipos. Hace presente que este componente registró un crecimiento de 30% en el cuarto trimestre del año 2012 y que se supuso que lo haría a una tasa de 25,1% durante el primer trimestre de este año, porque incluiría la importación de aviones, que finalmente no se concretó; no obstante, se expandió solo un 16,1%, que si bien es una tasa alta, resulta inferior a lo estimado para dicho trimestre.

Añade que la parte de construcción y obras exhibió un crecimiento de 5,6%, menor que el 7% estimado en el IPoM, y que la proyección para el segundo trimestre se ha revisado también a la baja atendido que el catastro hizo lo propio.



El señor Claudio Soto informa que las exportaciones sorprendieron a la baja, afectadas probablemente por el paro portuario del mes de marzo último, mientras que para el segundo trimestre, tanto las exportaciones como las importaciones han sido revisadas al alza, porque los datos del mes de abril dieron cuenta de un mayor dinamismo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea la conveniencia de revisar la corrección de las importaciones al alza, atendido que el dinamismo que exhibieron en el mes de abril no necesariamente se mantendría en los meses de mayo y junio.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, señalando que el crecimiento del PIB alcanzó a 4,1% en el primer trimestre, inferior al 5,8% proyectado en el IPoM, y que con ello se ha revisado a la baja el del segundo trimestre desde 5,0% a 4,6% y a 4,8% el del tercer trimestre. Agrega que la cifra de 4,1% del primer trimestre tiene gran incidencia en el crecimiento promedio anual, razón por la que el crecimiento del PIB sería inferior al 5% este año.

Hace presente que en términos sectoriales, el crecimiento anotado por el sector recursos naturales sorprendió al alza, influido de manera importante por la minería, que registró un crecimiento mayor que el anticipado. De hecho, destaca que el dinamismo que exhiben algunas faenas mineras ha llevado a revisar al alza el crecimiento de dicho sector en el segundo trimestre desde el 2,4% consignado en el IPoM a 5,2%. Por el contrario, indica que todos los componentes Resto crecieron menos que lo esperado, en especial la industria, comercio y los servicios financieros y empresariales. A título ejemplar, precisa que estos últimos se incrementaron a tasas de entre 7% y 9% a inicios del año pasado, de 4,4% en el primer trimestre del año en curso y lo harían a tasas de 4,7% y 4,8% en los dos trimestres siguientes.

En lo atinente al mercado laboral, comenta que el empleo ha tendido a estabilizarse, al registrar tasas de crecimiento de entre 1,5% y 2%, y que con ello, la tasa de desempleo se ha mantenido estable y levemente por sobre el 6%.

En términos sectoriales, consigna un cierto estancamiento en la creación de empleo en la minería y servicios, que se ha visto compensado con el dinamismo del sector comercio y, en lo más reciente, con el incremento de puestos de trabajo en el sector agrícola.

Además, expresa que los salarios se han moderado debido a la significativa disminución que han experimentado en los sectores de la minería y la construcción, aun cuando tratándose de los salarios reales ello no es tan claro, ya que retroceden si se los mide considerando la inflación actual, mientras que al utilizar las cláusulas de indexación, que son promedios de inflación más rezagados, las tasas de crecimiento se mantienen sin mayor variación y por sobre su promedio.

Por otra parte, señala que el tipo de cambio se ha depreciado en lo más reciente por la caída del precio del cobre y la apreciación generalizada del dólar estadounidense a nivel global.

En lo relativo a la inflación, indica que el registro de -0,5% del mes de abril sorprendió a la baja y que con ello, la inflación anual alcanza a un 1%.

Destaca que la variación del IPC del mes de abril es el menor registro de los últimos cuatro años y que de dicha cifra -0,4 puntos porcentuales se explican exclusivamente por el componente energético, esto es, tarifas eléctricas y gasolina; y el resto, por la disminución de los precios de los bienes transables, particularmente de los automóviles.



Informa que la proyección interna contemplaba una variación del IPC de -0,32% en dicho mes y que las dos décimas de diferencia respecto del dato efectivo se concentraron principalmente en energía y bienes transables, cuya caída fue mayor que lo anticipado.

Asimismo, indica que al analizar la evolución de la inflación en perspectiva, se advierte una trayectoria a la baja de la inflación del IPC y también del IPCSAE, cuyos datos alcanzan a 1,0% y 0,8% en términos anuales, respectivamente; y que al excluir la parte vestuario, que ha sido objeto de cuestionamientos, la inflación del IPC sería de 1,5% anual, inferior al rango de tolerancia. Acota que otro tipo de medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los componentes más volátiles también muestran una trayectoria decreciente, pero menos intensa que la del IPC.

Anticipa que el IPC del mes de mayo alcanzaría a 0%, incidido por las reliquidaciones de las tarifas eléctricas, mientras que hacia el mes de junio se registrarían inflaciones más altas con motivo de la normalización de dichas tarifas junto con alzas de los precios de la gasolina y gas licuado por efectos estacionales. Añade que en el mes de septiembre próximo, el IPC llegaría a 2,1% en doce meses, una décima menor que la estimada en la Reunión de Política Monetaria anterior.

En cuanto a las expectativas inflacionarias, plantea que las encuestas no reflejan cambios importantes en el horizonte de política, mientras que para el corto plazo se esperan registros menores. Hace notar que ello contrasta con las expectativas de inflación que se desprenden de los precios de activos financieros, que muestran bajas en veinticuatro meses.

El señor Claudio Soto menciona que la reducción de las expectativas inflacionarias se ha dado en un contexto de una fuerte caída de las tasas nominales a todos los plazos; que las tasas reales de plazos más largos exhiben cierta estabilidad e incluso algunas caídas frente a lo observado en la Reunión anterior, mientras que las tasas de los bonos indexados a 2 años han aumentado y explican la caída de las compensaciones inflacionarias; y, que el hecho que no hayan subido las tasas reales más largas determina que las medidas de compensación se vean bastante alineadas con la meta de inflación.

Añade que el indicador sintético que recoge tanto los resultados de las encuestas como las expectativas que se derivan de los precios financieros, muestra caídas en las expectativas de inflación que son mayores a las que se observaron meses atrás, en tanto que la Encuesta de Expectativas Económicas da cuenta de un aumento de la incertidumbre inflacionaria de corto plazo.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que las encuestas están alineadas sobre la mantención prologada de la TPM y que en el corto plazo, la distribución de las encuestas más bien sugiere disminuciones que alzas de la tasa de interés. Agrega que la curva *forward* sugiere reducciones de tasas de carácter transitorio y alzas hacia mediados del año 2014, y que el ajuste de dicha curva se da en un contexto de elevada liquidez en el mercado en los últimos meses, que se ha visto reflejada en reducciones en las tasas de captación.

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



El Vicepresidente señor Manuel Marfán alude en primer término a los gráficos que dan cuenta de la inflación 1 en 1 implícita en los *swaps* y bonos y hace notar que la información que entregan es más volátil de lo estimado. En su opinión, no se debieran extraer conclusiones apresuradas de cambios en esa variable, ya que en otras ocasiones se han observado desviaciones de manera sistemática que no necesariamente responden a pérdida de credibilidad del Banco Central de Chile.

Asimismo, consigna que la Encuesta de Expectativas Económicas ha mostrado importante estabilidad en lo atinente a la inflación, evidenciando alta credibilidad del Banco, la que sería levemente menor en materia de proyecciones de crecimiento y de demanda interna, porque se utilizan modelos que, en general, tienden a aproximarnos a un equilibrio estacionario en algún horizonte y, por lo tanto, no podrían haber predicho que se iba a ampliar la brecha respecto al PIB potencial o que la inflación no correspondería a esas brechas. De hecho, en los distintos IPoM se ha planteado que el producto y la demanda interna se van a desacelerar, lo que no siempre ha ocurrido.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agrega que los datos correspondientes al primer trimestre han sido sorpresivamente bajos, los que constituiría una evidencia sólida del inicio de una desaceleración de la economía y de hecho, que la nueva proyección interna da cuenta de ello. Sobre este aspecto, plantea la interrogante sobre el rango de confianza de esta nueva proyección, que podría ser muy amplio, considerando que el Banco se ha equivocado sistemáticamente en esas proyecciones.

Por último, expresa que, en su opinión, la apreciación cambiaria tiene efectos expansivos en el corto plazo que se observan con algún rezago, razón por la que es probable que los efectos de la fuerte apreciación del primer trimestre sobre el gasto no sean visibles aún. Si bien constituyen escenarios de riesgo, estima conveniente esperar un tiempo más para fines de verificar si la desaceleración ha comenzado a materializarse o no.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que la inversión en capital fijo exhibe una clara desaceleración, atribuible a las percepciones sobre el ciclo de *commodities* y coincidente en parte con las medidas que han adoptado las empresas mineras en el mundo. En su opinión, si bien ello parece razonable y coherente con los resultados del último catastro, es preciso tener presente que este componente es bastante volátil, razón por la que una aparente desaceleración podría revertirse rápidamente.

En segundo término, señala que no es evidente que el consumo se esté desacelerando, ya que no dan cuenta de ello la evolución del IMCE y de los salarios reales, así como el crecimiento que exhiben las colocaciones

En tercer lugar, expresa un cierto grado de preocupación porque el PIB exhibe una desaceleración mayor que la demanda interna, por lo que sigue ampliándose el déficit de la cuenta corriente subyacente, lo que obliga a mantener bastante precaución.

En materia de inflación, destaca que no solo Chile, sino que también Estados Unidos de América y otras economías, registran sorpresas a la baja. A su juicio, si bien podría constituir una mera coincidencia y obedecer a razones de diversa índole, su manifestación de manera tan generalizada hace recomendable efectuar un análisis de carácter más estructural, como por ejemplo, determinar la medida en que el componente de inflación importado afecta la inflación doméstica, porque elementos de esa naturaleza son los que probablemente contribuyen en mayor medida a marcar tendencias a largo plazo.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que varios datos fehacientes dan cuenta de que la desaceleración está teniendo lugar y que es razonable tener dudas acerca del ritmo al que se está manifestando, atendido que las cifras del primer semestre aportan ajustes significativos en esa dirección, pero probablemente de carácter transitorio.



En su opinión, resulta esperable que el consumo exhiba una ligera desaceleración en la actual coyuntura, sin perjuicio de lo cual manifiesta su extrañeza sobre la moderación de las tasas de crecimiento de ciertos componentes de servicios personales, por lo que solicita verificar su correcta medición.

Asimismo, alude al estancamiento en la creación de empleos en el sector minero, lo que había contribuido al buen clima para el consumo y, por ende, favorecerá a reducir el riesgo de sobrecalentamiento de la economía.

Indica que el crédito crece moderadamente y que el aumento del financiamiento de las empresas a través de la emisión de bonos puede responder a que las tasas externas siguen muy bajas, constituyendo una situación particularmente conveniente para sustituir sus pasivos.

Por último, expresa la conveniencia de que el Banco Central de Chile ejerza un cierto liderazgo y comunique con claridad que la economía está exhibiendo un grado de desaceleración.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que la economía muestra una evidente desaceleración. De hecho, dos meses atrás se esperaba un crecimiento del PIB de 5,8% en el primer trimestre y resultó ser de 4,1%, además que las tasas de crecimiento de las distintas variables se han ajustado a la baja. Aún más, considera que en la medida que se materialicen estas proyecciones, será necesario ajustar significativamente el crecimiento en el próximo IPoM y reconocer que la desaceleración que está teniendo lugar es superior a la anticipada en el último Informe. En su opinión, en medio de la volatilidad reinante resulta clave poder anticipar cuán sostenida será esa tendencia.

Manifiesta que a lo expresado se suman registros de inflación muy bajos y una inflación esperada también bastante reducida.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que si se considera también la situación cambiaria actual, estaría dispuesto a asumir mayores riesgos.

En síntesis, sostiene que si bien podría considerarse esta desaceleración como un mero dato o antecedente, que podría ser objeto de reversiones o situaciones inesperadas en lo futuro, lo concreto es que ha aumentado la información que da cuenta de ella.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que dada la coyuntura que enfrenta Chile en la actualidad, podría ser conveniente aplicar una mezcla de políticas consistente en una política monetaria algo más expansiva y otra fiscal ligeramente más contractiva que resultara neutra desde el punto de vista expansivo-contractivo, pero que generara menos incentivos para la apreciación del peso. En todo caso, reconoce que resultaría difícil de aplicar, porque la utilización de los excesos de gasto del sector privado no forma parte de la regla fiscal estructural.

Asimismo, indica que en un contexto de debilitamiento de la demanda agregada, con un tipo de cambio que se encuentra en la parte inferior del rango compatible con los fundamentos de largo plazo, la otra alternativa de política podría ser la aplicación de políticas monetaria y fiscal expansivas, no obstante, considera que ello sería muy arriesgado para Chile en este momento.



Plantea que las decisiones que adopta la autoridad corresponden a las políticas más sus fundamentos y que en ese sentido, basar una decisión de política monetaria en el inicio de un período de debilitamiento de la demanda resultaría extremadamente prematuro. No obstante, expresa su disposición para analizar eventuales movimientos de la TPM, atendido que le preocupa el elevado desalineamiento de los precios relativos.

En su opinión, una eventual disminución de esa tasa no podría fundamentarse en la debilidad de la demanda interna o del crecimiento y, en este sentido, reitera la importancia que las decisiones de política monetaria no obedezcan a datos o razones de carácter puntual o específico, porque de lo contrario, pierden credibilidad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta concordar con el planteamiento expuesto por el Vicepresidente señor Manuel Marfán y agrega que de hecho, está dispuesto a asumir más riesgos que en otras circunstancias.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que se ha permanecido por un tiempo prolongado con un diferencial de tasas de interés apreciable respecto del resto del mundo, por lo que en su opinión, tan pronto se cuente con datos relevantes y que otorguen certeza sobre una desaceleración de la economía nacional, considera que el Banco debería actuar con prontitud.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que dentro del diagnóstico de la coyuntura actual, no se puede desconocer que los últimos datos constituyen una sorpresa negativa, pero se trata de señales muy recientes y contradictorias en el caso de algunos indicadores que son más volátiles. Por lo tanto, se podría afirmar que la economía ha entrado en una trayectoria de desaceleración, cuya velocidad se desconoce, pero que otorga un grado mayor de seguridad acerca de que la convergencia deseada comienza a materializarse.

En segundo término, hace presente que la sorpresa de carácter más permanente y duradero proviene de la inflación. Menciona que las expectativas inflacionarias no son todavía muy claras, porque difieren entre las reflejadas por las encuestas y los distintos precios financieros. Hace notar que estos últimos tienen implícita una inflación por debajo de la meta que de consolidarse daría cuenta de que hay una restricción no deseada de la política monetaria, en términos de que están aumentando las tasas de interés reales. Agrega que también son relevantes las rebajas de tasas de interés adoptadas por otras economías, lo que se traduce en que nuestra TPM sea más alta y restrictiva en términos relativos, con las consiguientes consecuencias cambiarias.

A título de síntesis, expresa que más allá de las recientes señales de desaceleración del producto, es preciso destacar la persistencia de los bajos registros inflacionarios.

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



A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 198, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

Antes de procederse a la presentación de las Opciones de Política Monetaria que la Gerencia de División Estudios ha considerado en esta oportunidad, el Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann para que se refiera a las razones específicas que motivaron la rebaja de las tasas de política monetaria acordadas por el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de Israel.

El señor Sergio Lehmann señala que en su último comunicado, el Banco de Israel fue muy explícito en atribuir al tema cambiario la razón que justifica reducir su tasa de instancia, mientras que por su parte, el Banco de la Reserva de Australia manifestó que su decisión obedeció a la existencia de un cierto grado de discordancia entre el tipo de cambio y el precio de los bienes exportables o *commodities*.

Agrega que entre los argumentos esgrimidos por el Banco de Israel en reuniones anteriores para rebajar su tasa de política monetaria, se incluye que la mayor apreciación del shekel frente a otras monedas y su consiguiente fortaleza podrían afectar la actividad económica de ese país.

Indica que con ocasión de la rebaja de tasa de política monetaria anterior, el Banco de la Reserva de Australia expresó su preocupación por el tipo de cambio, al consignarse que se encontraba más apreciado de lo esperado, considerando el cambio en los precios de los bienes exportables.

Por último, y en relación con la consulta del Consejero señor Sebastián Claro sobre el tipo de instrumentos que está adquiriendo el Banco de Japón, precisa que corresponden a los denominados ETF, entre los cuales podrían encontrarse activos vinculados al Topix, que es el índice accionario japonés. Añade que dichas compras alcanzan a ¥145 billones, esto es, alrededor de US\$1,4 billones, y estarían motivando parte de la fuerte alza experimentada por la bolsa nipona.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de noviembre de 2013 se efectuará el día 19 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

En lo concerniente al escenario externo, señala que las condiciones financieras internacionales han experimentado una leve mejora y que los antecedentes de crecimiento mundial fueron mixtos durante el primer trimestre del presente año. De hecho, indica que la economía norteamericana mostró un moderado dinamismo, que las mejoras en Japón han sido inferiores a lo esperado, y que se observa un deterioro en la Eurozona, China y otras economías emergentes.

Resalta que el Banco Central Europeo y otros bancos centrales recortaron sus tasas de interés ante señales de desaceleración económica o preocupación por la apreciación de sus monedas.

Asimismo, menciona que los precios internacionales de metales industriales, y en particular del cobre, mostraron un nuevo retroceso durante el último mes.



En lo atinente al plano local, consigna que los antecedentes preliminares indican que durante el primer trimestre tanto la actividad económica como la demanda interna crecieron menos de lo proyectado en el IPoM del mes de marzo, y que el mercado laboral se mantiene estrecho.

En materia de inflación, comenta que el registro del pasado mes de abril estuvo por debajo de lo esperado, observándose sorpresas negativas en los precios de energía y bienes transables; y que las expectativas de corto y mediano plazo han disminuido, advirtiéndose diferencias entre las encuestas y los precios financieros.

Agrega que el peso se ha depreciado durante este periodo frente al dólar estadounidense.

A título de último hecho relevante, informa que las expectativas de tasas de interés en el horizonte de política monetaria han continuado revisándose a la baja, y que para esta Reunión se anticipa que se mantendrá la tasa rectora.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que los antecedentes mencionados llevan a proponer como opciones relevantes en esta ocasión, la mantención de la Tasa de Política Monetaria en 5% o disminuirla en 25 puntos base a 4,75% anual, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

En primer término, señala que antecedentes recientes no han modificado en forma significativa el escenario internacional que se delineó en el IPoM del mes de marzo. Sin embargo, destaca el retroceso que han experimentado los precios de los metales y en particular el del cobre, que ha descendido por debajo del promedio proyectado para el año, junto a una revisión a la baja de las perspectivas para el crecimiento de China y otras economías emergentes.

Al mismo tiempo, destaca el mejoramiento de las proyecciones de Estados Unidos de América y Japón, junto a avances en las respectivas bolsas.

En el ámbito nacional, plantea que los antecedentes recientes señalan que la desaceleración de la actividad y de la demanda interna durante el primer trimestre fue más rápida que lo anticipado en dicho Informe, mientras que la inflación ha evolucionado por debajo de lo proyectado. La desaceleración de la demanda fue más marcada en el caso de la inversión, ajuste que había sido anticipado en el IPoM, aunque con menor intensidad.

En el caso del consumo privado, tanto las cifras recientes como sus fundamentos muestran dinamismo, aunque inferior al del trimestre anterior, y en sectores vinculados a recursos naturales, particularmente en la minería, se observó un crecimiento mayor al anticipado.

La inflación continúa mostrando registros bajos que reflejan menores precios de energía, como asimismo, una menor tasa de inflación de alimentos; y, por su parte, los indicadores de inflación subyacente, inflación de servicios y salarios nominales y otras medidas de inflación subyacente, también muestran una evolución acotada.

En cuanto a la decisión de política monetaria, indica que la opción de rebajar la tasa de interés podría justificarse ante la permanencia de bajos registros de inflación y la reducción de las expectativas correspondientes, junto a la evidencia de que ya se estaría materializando la desaceleración proyectada de la actividad y del gasto interno, así como también del crédito. De mantenerse esta reducción de las expectativas inflacionarias, implicaría un aumento de la tasa de interés real, lo que implícitamente incrementaría a su vez el grado de restricción de la política monetaria. Al mismo tiempo, la adopción de políticas



monetarias más expansivas en el resto del mundo implicaría que la misma tasa de interés local pueda hacerse más restrictiva en términos relativos y, en particular, destaca la estabilidad del peso chileno en los primeros meses del año a pesar de la significativa disminución del precio del cobre en el mismo periodo.

Sin embargo, como se ha señalado en ocasiones anteriores, el dinamismo acumulado por la actividad y el empleo, así como la estrecha situación de los mercados internos llevan a estimar que los bajos registros inflacionarios recientes constituyen un fenómeno transitorio que se normalizará dentro del horizonte de política. Asimismo, la disminución reciente de las expectativas de inflación y precios financieros, en contraste con las encuestas, podría reflejar influencias de corto plazo de ajustes de portafolios y, por lo tanto, no entregar necesariamente una señal sobre decisiones futuras de precios. No obstante lo anterior, plantea que de mantenerse estas tendencias o una profundización de las mismas podrían llevar a modificar este diagnóstico.

Con respecto a la evolución de la actividad y la demanda, menciona que la desaceleración reciente forma parte de un proceso de convergencia esperada hacia tasas de tendencia. Aunque esta desaceleración ha sido algo más rápida de lo anticipado, estima que los antecedentes disponibles son parciales y limitados para sacar conclusiones sobre un cambio de tendencia en la velocidad de la economía. En todo caso, reitera que la situación de capacidad interna se mantiene estrecha como consecuencia del crecimiento acumulado por la actividad y el empleo.

En particular, el consumo privado continúa mostrando tasas de crecimiento sobre 6% anual, que reflejan el dinamismo laboral y la confianza en los consumidores, aparte de lo cual se observa un repunte en el crecimiento de los créditos de consumo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que el conjunto de consideraciones expuestas hacen descartar a esa Gerencia un recorte de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad y a recomendar que se mantenga en su nivel actual, 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 Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón manifiesta concordar con las opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios para esta Reunión. En su opinión, ellas son coherentes con planteamientos formulados por las autoridades del Banco, en orden a que los problemas relacionados con la metodología de cálculo del IPC no modifican la trayectoria de política, porque su eventual diferencia sería de muy pocas décimas, lo que es acorde con la opción de mantener la TPM.

Por otra parte, la economía se ha desacelerado más allá de lo proyectado en el último IPoM y, por lo tanto, convendría evaluar la posibilidad de una disminución de la tasa rectora. En su opinión, independientemente de que el mercado espere o no algún cambio de sesgo, esta evaluación sería coherente con el mensaje que el Banco ha emitido en los días previos y, en consecuencia, correspondería incorporarlo en el Comunicado de la presente Reunión.

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 en los países desarrollados, pero se ha observado una desaceleración en las economías emergentes, lo que ha llevado a una corrección de precios de los *commodities*, con las consiguientes repercusiones que podría tener, en particular, en las economías exportadoras de estos productos.

En lo concerniente a la Zona Euro, hace notar que reportó la sexta caída trimestral consecutiva del producto, en un contexto de elevado desempleo, en especial, en las economías con mayores dificultades fiscales.

Destaca que Estados Unidos de América ha mostrado indicadores que dan indicios de mejora, pese a la debilidad de la situación económica; que Japón ya comenzó a ejecutar su programa que busca duplicar la base monetaria hacia fines del año 2014 con el fin de estimular la actividad económica; y que en China, los datos sectoriales del mes de abril dan cuenta de que se mantendrá un ritmo de crecimiento similar al del primer trimestre, y que la inflación permanece bajo control.

Hace presente que en este escenario, el Fondo Monetario Internacional rebajó en el mes de abril su proyección de crecimiento en el año 2013 para el mundo a 3,3%, desde el 3,5% de enero; y que, de igual forma, disminuyó la proyección de crecimiento para los mercados emergentes desde 5,5% a 5,3%. Acota que los precios de *commodities* han registrado descensos desde sus niveles del trimestre anterior en vista de las menores perspectivas de demanda.

En este contexto, resalta que no solo el Banco Central Europeo y otros países fuertemente afectados por la crisis en Europa, como el Reino Unido, República Checa, Hungría y Polonia, han rebajado recientemente sus tasas de política monetaria, sino que también lo han hecho países como México, Colombia, Turquía, Australia, Corea e India.

En lo atinente al ámbito interno, el Ministro de Hacienda menciona que la actividad económica se desaceleró significativamente en el mes de marzo, alcanzando una expansión de solo 3,1%, inferior a las expectativas del mercado y al 3,8% del mes anterior. Al respecto, hace el alcance que en el mes de marzo hubo dos días hábiles menos, lo que era conocido y, por lo tanto, no se puede atribuir a ello la diferencia frente al 4,5% esperado por el mercado. Plantea que, preliminarmente, lo expresado implicaría un crecimiento de 4,4% en el primer trimestre de este año y una importante desaceleración desde el 5,7% del trimestre anterior. Agrega que el segundo trimestre se iniciará con una cifra del mes de abril influida por los eventos asociados al paro portuario, donde también incidirán los dos días hábiles más de dicho mes.

Asimismo, plantea que el consumo sigue creciendo, sostenido por la creación de empleo y el aumento de los salarios reales, y que en el mes de marzo, las ventas del comercio minorista subieron 10,2% en doce meses. Con todo, expresa que desde mediados del año 2012 se observa una tendencia a la desaceleración de las colocaciones bancarias, fundamentalmente por una moderación de los créditos comerciales y de consumo y, en menor medida, por los créditos hipotecarios.

En cambio, se aprecian con mayor claridad síntomas de una desaceleración de la inversión. En este sentido, indica que de acuerdo con el último Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, la inversión proyectada en el año 2013 pasa a US\$20.361 millones, desde los US\$22.609 millones del catastro anterior, y que las importaciones de bienes de capital crecieron 20,4% durante el primer trimestre, tras el 33,1% del cuarto trimestre de 2012. En su opinión, estos antecedentes son concordantes con una moderación del ritmo de crecimiento de la demanda interna durante el primer trimestre de este año.



El señor Felipe Larraín manifiesta que el sector externo chileno sigue afectado por la situación internacional. Sobre este aspecto, señala que durante el primer trimestre, el valor de las exportaciones de bienes a la Unión Europea decreció 4,7% anual, cifra muy similar a la caída de 4,8% registrada en el cuarto trimestre de 2012; y que, además, las exportaciones a China disminuyeron 0,7% en el primer trimestre, tras un aumento de 1% en el trimestre anterior.

En materia de inflación, se registró una variación mensual de -0,5% en abril, llegando a 1% en doce meses, y que en el resultado del mes destacó la disminución de los precios de la electricidad y de la gasolina.

Señala que la inflación subyacente también se mantiene acotada, ya que el IPCX y el IPCX1 se encuentran en niveles de 1,2% y 1,6%, respectivamente, lo que refleja que ello no se debe solo a factores puntuales transitorios, sino que a una moderación generalizada de precios. Añade que las expectativas de inflación apuntan a que este indicador se ubicaría en 2,5% a fines del presente año y anclado en 3% hacia fines de 2014, de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.

A su juicio, los datos muestran que se configura un escenario en donde la fortaleza de la demanda interna, que anteriormente contrarrestaba la debilidad de la demanda externa, se desacelera, en un contexto en que no se vislumbra un mejoramiento de la situación internacional, lo que debiera mantener la debilidad del sector exportador.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín acota que de acuerdo con la Tabla 4 que se contiene en los antecedentes proporcionados para la presente Reunión de Política Monetaria, al mes de octubre de este año se proyecta una inflación en doce meses de 1,9%, inferior al rango del Banco Central de Chile, lo que se suma a una moderación significativa de la demanda interna desde las proyecciones del primer trimestre hacia las proyecciones de los meses siguientes.

En su opinión, en este escenario se configuran claramente las condiciones para comenzar un nuevo ciclo de reducción de la Tasa de Política Monetaria, atendido que los riesgos que apuntan a un menor dinamismo se han intensificado pese a la resiliencia que ha mostrado la economía chilena. Además, la inflación se encuentra bajo el rango de política monetaria y con ello se contribuiría a frenar las presiones a la apreciación cambiaria, incentivando al sector exportador y permitiendo contrarrestar los efectos de una menor demanda agregada.

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 las opciones planteadas 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 aportado antecedentes muy útiles para fines de la decisión de política monetaria.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa que la economía internacional sigue mostrando un desempeño marcado por la volatilidad, especialmente de los datos sobre actividad económica; que Europa continúa en recesión y Estados Unidos de América da señales de recuperación, pero todavía con altibajos; y que en China y el resto de Asia emergente parece consolidarse un escenario de crecimiento, pero algo más lento que en años anteriores.



Contrastando con lo anterior, menciona que los mercados financieros parecen estar tomando una dirección más positiva. En este sentido, las primas de riesgo y la volatilidad han bajado, incluso en Europa, y los mercados de acciones han incrementado su valor, especialmente en Estados Unidos de América. Agrega que la abundante liquidez no parece aún estar fluyendo hacia países emergentes y que llama la atención que en América Latina aquellos flujos dirigidos a renta variable parecen disminuir, posiblemente desplazados por un mayor atractivo de las acciones en países desarrollados.

Por último, acota que en los mercados de *commodities* parece consolidarse una visión menos optimista respecto del futuro, lo que podría estar reflejándose en monedas algo más depreciadas en América Latina.

En lo referente al ámbito local, se mantiene una situación de inflación baja que, de acuerdo a las expectativas de los mercados, se prolongaría más allá de este año. En términos de actividad económica, se confirma una desaceleración del PIB liderada por un menor crecimiento de la inversión en capital fijo. Sin embargo, el consumo de bienes no muestra aún señales de desaceleración, existiendo incluso el riesgo de una nueva reacceleración sustentada en mejores índices de confianza, aumentos sostenidos de los salarios reales e incluso alguna evidencia parcial de un mayor crecimiento de los créditos bancarios de consumo. Si bien la demanda interna se ha desacelerado, su ajuste es menor que el del PIB, por lo que la brecha entre ambos se sigue ampliando, lo que se debería traducir en un déficit de cuenta corriente a precios de tendencia más elevado.

En su opinión, si bien a la luz de los datos y expectativas de inflación parece razonable plantearse la opción de bajar la tasa de interés de política monetaria, tal como lo plantea la Gerencia de División Estudios, considera que todavía es muy arriesgado moverse en esa dirección cuando los componentes más estables de la demanda interna no muestran señales claras de desaceleración e incluso existe el riesgo de una posible aceleración.

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 mencionando que en la economía internacional se han ido consolidando algunas tendencias. Indica que Estados Unidos de América muestra señales de recuperación que, con vaivenes, dan cuenta de una salida de la crisis y de alguna perspectiva de normalización en las condiciones monetarias en un horizonte previsible. Agrega que Europa, en cambio, continúa sumida en una recesión sin mayor perspectiva por ahora, mientras que en varios países emergentes se ha desacelerado el crecimiento; y, por otra parte, las cifras débiles en China han afectado la valoración de las materias primas.

Expresa que las condiciones de financiamiento externo para el sector corporativo chileno continúan favorables, lo que se ha traducido en fuertes emisiones de deuda en el exterior.

Con todo, hace notar que mientras las cifras de actividad en gran parte del mundo siguen siendo débiles, Estados Unidos de América da señales de fortaleza, lo que podría sugerir un mayor acople entre el mundo desarrollado y los países en desarrollo en los próximos trimestres.



En lo atinente al ámbito interno, plantea que las cifras de actividad, demanda e inflación estuvieron por debajo de lo anticipado; que en materia de actividad, destaca el menor crecimiento de los sectores Resto, mientras que en la demanda se visualiza una desaceleración más marcada en la inversión que en el consumo; y que la inflación volvió a sorprender a la baja, ubicándose sus medidas totales y subyacentes en torno al 1%.

A su juicio, más allá de la volatilidad de muchas de estas medidas, la evidencia apunta a que el *peak* cíclico de la economía chilena podría haber pasado y que esta se encuentra transitando hacia un dinamismo menor y más acorde con las tendencias de largo plazo. En este sentido, si bien el escenario base planteado en el IPoM confirma su validez, se debe mirar detenidamente la fuerza y sostenibilidad de los ajustes que se están produciendo.

Comenta que la caída de los precios de los *commodities* y las menores perspectivas de crecimiento en el mundo emergente han tendido a la depreciación de sus monedas y que Chile no ha estado ausente de este fenómeno.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa su concordancia con la Minuta de Opciones en cuanto a que después de largo tiempo, se abre la opción de evaluar una baja de tasas de interés. Sin embargo, considera que dicha medida sería prematura, atendido que, por una parte, falta consolidar varios elementos de la desaceleración que todavía son incipientes y, por otra, el Consejo debe profundizar además su convicción en orden a que tienden a desaparecer otros elementos de riesgo que se han enfatizado en este ciclo, como los desarrollos en el sector inmobiliario.

En su opinión, existe alguna evidencia de que ello es así, pero todavía puede resultar anticipado iniciar un ciclo de baja de tasas sin una convicción más global de su ocurrencia, más aún cuando el mercado espera mayoritariamente que se mantenga la tasa en esta oportunidad, lo que haría más difícil explicar un movimiento a la baja, aunque evidentemente en las próximas Reuniones esta opción se deberá evaluar con mayor profundidad.

Por lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro 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.

Expresa que las noticias del mes no modifican sustancialmente el cuadro externo, pero sí brindan apoyo a la visión de que el crecimiento interno se está desacelerando.

En lo atinente al frente externo, indica que las señales son mixtas. En materia de crecimiento, hace notar que se reafirman mejores perspectivas para Estados Unidos de América y Japón y algo más débiles para las economías emergentes, mientras que Europa permanece en un cuadro recesivo con perspectivas que siguen siendo poco halagüeñas.

Agrega que los mercados financieros internacionales permanecen relativamente estables, marcados por políticas muy expansivas en las economías avanzadas, destacando el buen desempeño de los mercados bursátiles en varios países desarrollados y la apreciación del dólar estadounidense.



En este contexto, señala que los precios de las materias primas siguen afectados por presiones bajistas y que el precio del cobre se ubica por debajo del nivel observado un mes atrás. En su opinión, todo ello debe ser seguido con atención por sus implicaciones para la economía nacional.

En lo que concierne al frente interno, se extienden las señales de moderación o normalización del crecimiento. En este sentido, plantea que los dos últimos registros del IMACEC han sorprendido a la baja, con lo cual el crecimiento del primer trimestre se habría ubicado por debajo de lo esperado en el último IPoM. Destaca, además, que los sectores no vinculados a recursos naturales son los que han marcado este comportamiento.

Hace presente que por el lado de la demanda también se observan similares señales de moderación, pero estas son más claras en el componente inversión que en el componente consumo, porque las decisiones de inversión son siempre más sensibles a cambios en el estado del ciclo. Añade que el comportamiento del consumo sigue respondiendo a las buenas condiciones del mercado laboral, donde surgen también señales de moderación, y al relativamente alto nivel en que permanecen las expectativas de los consumidores.

Con todo, estima que la desaceleración observada en el primer trimestre debe ser procesada con prudencia, por cuanto los registros que se han conocido pueden estar afectados en alguna medida por factores o elementos transitorios y, por tanto, estar sugiriendo o insinuando una desaceleración mayor que la que se debe esperar en adelante.

Sin embargo, no se puede soslayar que el escenario de normalización o moderación contemplado en el último IPoM se tiende a confirmar en sus líneas gruesas y que el riesgo de un excesivo dinamismo de la demanda interna se ha reducido.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que las condiciones financieras permanecen relativamente estables; que la evolución del crédito sigue marcada por un comportamiento prudente de oferentes y demandantes; y que si bien el aumento de las emisiones de bonos en el extranjero puede llamar la atención, ello parece responder al aprovechamiento de las tasas de interés prevalecientes en el exterior.

Comenta que la inflación continúa mostrando registros anuales relativamente bajos y perspectivas de una gradual normalización, y que por todo ello, permanecería por debajo de 3% anual por un tiempo prolongado, sin perjuicio de lo cual enfatiza que este diagnóstico es independiente de la discusión metodológica sobre el cálculo del IPC.

Plantea, además, que las expectativas de inflación se han ajustado a la baja en el corto plazo, si bien permanecen en torno al 3% en el horizonte de dos años; y que las expectativas para la TPM provenientes de las encuestas apuntan a una mantención, mientras que las que se deducen de los precios de los activos contemplan ajustes acotados en el curso de este año.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que con estos antecedentes, las opciones plausibles son mantener o bajar la TPM en 25 puntos base y que, en tal sentido, coincide con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

A su juicio, si bien se ha permanecido por largo tiempo con una sola opción de política, los antecedentes ameritan que se someta a consideración la opción de bajar la tasa. Destaca que ello por sí solo entrega una señal al mercado, lo que le parece adecuado.



Sin embargo, estima que aún no es tiempo para adoptar acciones, porque para ajustar la TPM se requiere mayor certeza sobre la evolución de la actividad y la demanda. Por el momento, lo recomendable es esperar y acumular mayores antecedentes. En todo caso, si las tendencias que se han observado se confirman en los próximos meses, la reacción de política no debería tardar.

En virtud de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 5% anual.

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 el análisis del *staff*, y señala que hace suya la lista de nuevos antecedentes respecto de la Reunión anterior que aparece al inicio de la Minuta de Opciones, a lo cual añade los siguientes comentarios y precisiones.

En lo atinente al ámbito interno, considera importante agregar que las expectativas de actividad y gasto no han mostrado la moderación que exhiben las cifras efectivas del primer trimestre, lo cual significa que no se tiene certeza acerca de si esta moderación del gasto interno es algo meramente transitorio o de carácter más permanente. En particular, considera que la forma en que han sido presentadas las percepciones de consumo anticipa más bien un crecimiento del gasto de las familias en el futuro.

Agrega que de acuerdo con la información aportada por la Corporación de Bienes de Capital, las expectativas de inversión muestran algún grado de desaceleración, que se compensa con el dato mencionado precedentemente; que las expectativas del sector productivo, en promedio, se mantienen estables y en un nivel elevado; y que aquellas referentes a la política fiscal están encaminadas al cumplimiento de su meta. Hace el alcance que lo expresado corresponde a los antecedentes conocidos, como también, a lo que se ha proyectado desde el IPoM del mes septiembre del año pasado, ya que no se cuenta con elementos que permitan prever algo distinto desde esa fecha.

En consecuencia, sería prematuro adelantar una desaceleración de la demanda interna, considerando que en varias oportunidades anteriores el Banco Central de Chile ha anticipado dicha desaceleración y esta no se ha materializado, a pesar que en circunstancias de corto plazo algunos indicadores así lo han mostrado, pero luego se han revertido.

Asimismo, considera importante añadir que en la medida que se materialicen las actuales proyecciones, el próximo mes de junio se enterará un año consecutivo con registros de inflación anual del IPC por debajo de la meta de 3%. A su juicio, ello implica la existencia de elementos que han estado empujando la inflación a la baja de manera sistemática por un período bastante prologando y que es difícil pensar que se trata de una casualidad de acontecimientos sucesivos de corto plazo que explican mes a mes cada uno de ellos.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que los desarrollos de mayor relevancia se observan en el ámbito externo. Manifiesta que al igual que otros meses, varios bancos centrales, como los de Australia, Israel, la República de Corea, India, Polonia, Turquía, México, han reducido sus tasas de interés; no obstante, la principal novedad radica en que Australia ha mencionado que el desalineamiento de su tipo de cambio constituye un elemento que justifica la reducción de la instancia monetaria, y a su vez, Israel lo ha consignado como la principal razón de la rebaja de su tasa rectora.



Expresa que si bien los bancos centrales de los demás países mencionados no lo han indicado como una causal, existe la presunción de que tanto ellos como aquellos de otros países que tienen un régimen de política de metas de inflación, han venido reduciendo sus respectivas tasas motivados también en parte importante por las presiones sobre el tipo de cambio como una alternativa a la intervención en el mercado cambiario. Destaca este tema, por cuanto el hecho de introducir el desalineamiento de la moneda como justificación a las decisiones adoptadas, significa renunciar, aunque sea transitoriamente, al régimen de metas de inflación, lo cual no deja de ser interesante, porque implica que a juicio de esos bancos centrales, existen elementos que también pesan en la toma de sus decisiones futuras.

Consigna que el Consejo ha expresado también su preocupación por el nivel del tipo de cambio. Asimismo, que considera que la forma en que Israel y Australia materializaron su decisión es más correcta que encubrirla con razones que son oportunistas o de corto plazo. En su opinión, el Consejo no cuenta aún con antecedentes suficientes respecto del ciclo económico y menos aún del ciclo de gasto que le permitan poder adelantar una eventual reducción de las tasas de interés; y agrega que una reducción de dicha tasa podría justificarse más bien por un problema de precios relativos, en el cual Chile se ha ido quedando atrás frente a los movimientos que han realizado prácticamente todos los demás bancos centrales que tienen políticas con metas de inflación.

Sobre este aspecto, estima que sería relevante contar con más evidencias sobre el comportamiento futuro de los distintos componentes de gasto, tanto de las familias, empresas y del sector público, por lo que a su juicio, debe efectuarse el seguimiento de estos elementos.

En este contexto y a pesar de los mejores indicadores que ha estado exhibiendo la economía de Estados Unidos de América, piensa que el escenario más probable sigue siendo que las principales economías desarrolladas mantendrán políticas monetarias muy expansivas durante un período prolongado y que una parte importante de las economías emergentes que, en general mantienen situaciones de equilibrios macroeconómicos y que cuentan con políticas monetarias basadas en metas de inflación, seguirán manejando sus tasas de interés para sostener sus metas con credibilidad.

En mérito de lo expuesto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que su voto es por mantener la tasa de interés en su nivel actual de 5% anual.

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 Estados Unidos de América exhibe algo más de fortaleza tanto en su crecimiento como en su mercado laboral, a pesar de la política fiscal contractiva. En su opinión, lo expresado podría tener efectos en la tasa de interés de largo plazo en dicha economía, lo que es importante monitorear por sus consecuencias relevantes en la economía mundial y particularmente en Chile. Agrega que incluso este tema ya se ha comenzado a discutir en diversos foros.

Por otra parte, destaca que en la Zona Euro la recesión se prolonga por seis trimestres consecutivos y el desempleo se mantiene muy elevado, y que a pesar de ello, mejoran sus condiciones financieras. Agrega que Japón ha sorprendido con un crecimiento de 3,5% en el primer trimestre, aunque persisten las dudas respecto de los efectos de sus recientes acciones de política.



Agrega que en China pareciera consolidarse un crecimiento económico en torno a 8%, pero surgen dudas sobre si pudiese ser inferior, y que en el mundo emergente se consolida una tendencia de crecimiento algo menor, pero todavía muy por sobre el de las economías avanzadas. A su juicio, si estas tendencias se asientan, se estaría en presencia de un rebalanceo de crecimiento donde la brecha entre el crecimiento del mundo emergente y del desarrollado se reduciría.

Comenta que los precios de las materias primas siguen cayendo; que el del cobre, en particular, exhibe niveles muy inferiores al de hace unos meses; y que han surgido interrogantes acerca de la posibilidad de que el ciclo favorable del cobre pudiese estar llegando a su fin. Además, resalta que varios países han reducido sus tasas de interés de política monetaria, algunos de ellos con referencias explícitas al tipo de cambio.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica que las cifras del primer trimestre evidencian un crecimiento de la actividad y la demanda menor que el esperado en el IPoM. Plantea que esta última sigue sólida, pero desacelerándose, en particular por el lado de la inversión. Destaca también el crecimiento mayor que el esperado de los sectores de recursos naturales y menor en el caso del resto. Acota que el crédito se mantiene con crecimientos moderados y que los ingresos laborales se estabilizan.

En su opinión, es natural tener dudas sobre cuán permanentes son las tendencias que se han observado últimamente, ya que todavía hay variables que van en la dirección opuesta a la de la desaceleración, como es el caso de las expectativas de los consumidores y la estrechez del mercado laboral. Plantea que lo expuesto lleva a pensar que es prudente esperar para tener más información, lo que no implica reaccionar de acuerdo a datos puntuales, por cuanto, de hecho, es posible que el IMACEC de abril sea mayor que el de los meses anteriores simplemente por un tema de días hábiles, de manera de apreciar si las tendencias se consolidan. En todo caso, sostiene que no sería razonable hacerlo hasta tener absoluta certeza, porque eso no existe, y la política monetaria, por definición, actúa en escenarios con riesgo.

A juicio del Presidente señor Rodrigo Vergara, quizás más importante que lo relativo a la actividad, que todavía podría estar afectada por elementos transitorios, es que se consolida una baja tendencia en los precios. En efecto, la inflación y sus medidas subyacentes están por debajo del rango de tolerancia del Banco Central de Chile y además las expectativas derivadas de los precios de los activos para dos años se encuentran también bajo la meta. Ello implica tasas de interés reales más altas que, tal como lo dice la Minuta de Opciones, aumentaría en forma indeseada el grado de restricción de la política monetaria. No obstante, hace notar que las expectativas de las encuestas están ancladas al 3% anual.

Al igual que en la ocasión previa, destaca el nivel elevado de la TPM chilena en relación a países de similares características, lo que tiene efectos sobre la paridad cambiaria.

Con todo ello, expresa que las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios son las más razonables. En este sentido, manifiesta que bajar la tasa en 25 puntos base se condice con un escenario externo que sigue complicado, con una muy baja inflación y expectativas de inflación interna y con una actividad y demanda desacelerándose. Plantea que mantenerla es más consistente con el dinamismo que aún tiene la demanda, especialmente el consumo, y en particular con el riesgo que la desaceleración reciente, tanto de la actividad como del gasto, sea transitoria y se observe un rebote en el corto plazo.



Agrega que un cambio en el diagnóstico representa costos que es mejor reducir, aunque nunca podrán ser evitados totalmente, porque la probabilidad de cambios de diagnóstico siempre va a estar presente en las decisiones de política monetaria. Además, la mantención de la tasa de interés es coherente con el diagnóstico que la inflación está transitoriamente por debajo de la meta y que irá retornando gradualmente a ella.

Por lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel de 5% anual, dejando en claro que se han producido novedades tanto en materia de crecimiento como de inflación.

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:

198-01-130516 - 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 muestran alguna mejora. La Eurozona continúa en recesión y mantiene una frágil situación fiscal y financiera, pero se observa mayor optimismo en Estados Unidos y Japón. Las cifras de China y otras economías emergentes apuntan a un crecimiento menos dinámico en el margen. Varios bancos centrales recortaron sus respectivas tasas de interés. El dólar se ha apreciado en los mercados internacionales. Los precios de metales retrocedieron en las últimas semanas, destacando la caída en el precio del cobre.

En el plano local, los antecedentes del primer trimestre muestran una desaceleración de la actividad y la demanda interna. El mercado del trabajo sigue ajustado. La inflación total y las medidas subyacentes continúan en valores cercanos a 1% anual, mientras que las expectativas inflacionarias derivadas de las encuestas permanecen en torno a la meta en el horizonte de política. El tipo de cambio se ha depreciado, sin embargo en términos reales se mantiene en la parte baja del rango compatible con sus fundamentos de largo plazo.

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



El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:45 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

