



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 208 celebrada el día jueves 13 de marzo de 2014

---

En Santiago de Chile, a 13 de marzo de 2014, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards, don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste a esta Sesión el Ministro de Hacienda, señor Alberto Arenas de Mesa.

Asisten también:

Gerente General,  
don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante,  
don Pablo Mattar Oyarzún;  
Gerente de División Estudios,  
don Luis Óscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Operaciones Financieras,  
don Beltrán de Ramón Acevedo;  
Gerente de División Política Financiera,  
don Kevin Cowan Logan;  
Gerente de División Estadísticas e,  
don Ricardo Vicuña Poblete ;  
Gerente de Análisis Macroeconómico Interino,  
don Miguel Fuentes Díaz;  
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 Comunicaciones,  
don Luis Álvarez Vallejos;  
Asesor del Ministro de Hacienda,  
don Claudio Soto Gamboa;  
Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia,  
doña Erika Arraño González;  
Economista Senior,  
doña Ivonne Vera Reichert;  
Asesora de la Presidencia,  
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la  
Secretario General,  
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 208, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de septiembre de 2014 se celebre el día jueves 11 de ese mes.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace propicia la ocasión para señalar que es la última Reunión de Política Monetaria a la que asiste el señor Kevin Cowan Logan en calidad de Gerente de División Política Financiera de la Institución, razón por la que expresa, en nombre propio y en representación del Consejo, su reconocimiento y agradecimiento por el gran aporte realizado en el área de Política Financiera y previamente en la Gerencia de División Estudios, y por su compromiso y dedicación demostrados durante su trayectoria en el Banco.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de índole político que han tenido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, indica que el Presidente de los Estados Unidos de América señor Barack Obama presentó el proyecto de presupuesto correspondiente el año 2015, que contempla un gasto total de US\$3,9 trillones y un déficit de US\$564 billones, lo que representa un 3,1% del PIB de esa economía; y anticipa un intensa discusión, atendido que es un año electoral en el Congreso y en el Senado.

En lo concerniente a Europa, destaca la tensión en Ucrania y Rusia, y que Alemania aceptó que se acelere la creación del fondo de rescate bancario.

En cuanto a China, comenta que el Primer Ministro de ese país manifestó que el *default* de algunas empresas es inevitable, aunque se adoptarán medidas para que ello no tenga un impacto mayor sobre el funcionamiento de su sistema financiero, en particular, de los mercados de crédito. Agrega que dichas medidas formarían parte de una suerte de flexibilización del sistema financiero chino.

Por último, señala que entre las economías emergentes, Argentina presentó una apelación contra los fondos buitres ante la Corte Suprema de Estados Unidos de América; Turquía enfrenta bastante tensión política, debido a que la oposición ha solicitado la dimisión de su Primer Ministro señor Recep Tayyip Erdogan tras escándalos de corrupción; y en Brasil, se anuncian recortes de gastos públicos en el presupuesto de este año, ascendentes a 44 billones de reales, esto es, US\$18,4 billones.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, informa que en términos agregados, las bolsas de valores de las economías desarrolladas y emergentes se muestran estables y con cierta heterogeneidad entre ellas. En particular, resalta las caídas en Europa, producto de las tensiones geopolíticas asociadas al conflicto entre Ucrania y Rusia.

En segundo lugar, manifiesta que las tasas de interés de largo plazo aumentaron ligeramente en Estados Unidos de América y retrocedieron en la Zona Euro, y que el dólar estadounidense se depreció frente a las demás monedas de economías desarrolladas.

En cuanto a China, reitera que una compañía declaró el *default* de un bono y que es inminente el incumplimiento de una segunda compañía, lo cual ha tenido un impacto importante en los mercados de cobre.

En lo referente a las tasas de política monetaria, destaca el predominio de las mantenciones en el mundo y la continuación de las medidas de estímulo. Resalta, sin embargo, el alza de la tasa en Brasil, que era anticipada, y también en Nueva Zelanda, así como el recorte sorpresivo en Israel. Agrega que la Reserva Federal contempla la posibilidad de reforzar su *forward guidance*, dando mayores señales respecto de la Tasa de Política Monetaria, TPM, en los próximos años, mientras que el Banco Central Europeo declaró que su tasa rectora se mantendrá baja durante un tiempo prolongado.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, informa que Moody's aumentó en un *notch* la calificación de España, a Baa2, en tanto que Standard & Poor's redujo en un *notch* la de Ucrania, a CCC.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación haciendo referencia al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior. Hace notar que los mercados bursátiles en moneda local y las paridades exhiben una situación bastante heterogénea. Resalta la caída en la bolsa de valores rusa producto de la tensión geopolítica y el alza del mercado bursátil neozelandés a propósito de cifras más positivas. Entre las alzas, menciona también las registradas por las plazas bursátiles de algunas economías desarrolladas, especialmente de Estados Unidos de América y Canadá, y el ligero aumento de la bolsa chilena; y tratándose de las bajas, las experimentadas por la mayoría de las bolsas europeas, particularmente la alemana, así como las caídas observadas en China, que se asocian a indicadores de actividad más débiles.

En materia de paridades, hace presente que entre las monedas analizadas, el peso chileno aparece como la moneda más depreciada desde la última RPM, en tanto que el dólar neozelandés se ha apreciado en torno a 2%, en línea con la evolución de la actividad de esa economía y la decisión de subir la tasa rectora. Añade que el real brasileño también se apreció en el último mes, mientras que el sol peruano mostró bastante estabilidad.

A continuación, y para fines de tener una perspectiva más amplia en términos de los ajustes registrados por algunas variables financieras, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 6 de la presentación, que dan cuenta de la evolución de las paridades, las bolsas de valores, los premios por riesgo y de las tasas de interés desde el mes septiembre de 2013 a la fecha, entendiéndose que en dicho mes se anticipaba el comienzo del *tapering*, que luego se postergó, y que marcó en alguna medida el ajuste de estas variables.

En lo concerniente a paridades, reitera que el peso chileno presenta la mayor depreciación entre las monedas analizadas, seguido por las monedas de Rusia, Turquía, Sudáfrica y otras monedas latinoamericanas; en tanto que el euro, el zloty polaco y el dólar neozelandés exhiben las mayores apreciaciones.

En cuanto a bolsas de valores, señala que Chile aparece en la medianía, con una ligera caída desde mediados del mes de septiembre de 2013; y que entre las plazas bursátiles más rentables en dicho período destacan las de economías desarrolladas, particularmente Canadá, Estados Unidos de América y Nueva Zelanda.

En materia de premios, indica que Chile aparece entre aquellas economías que han mostrado bajas tanto en lo referido a premios soberanos, representados por los *CDS spreads* a 5 años, como a premios corporativos, siendo en este último caso la economía que muestra el mayor ajuste a la baja.

Por último, plantea que en lo que respecta a tasas de gobierno, se han considerado los cambios en la tasas a un año y diez años, y que en el caso de Chile corresponden a las de los BCP-1 y BCP-10. Resalta que la tasa chilena a un año plazo muestra el ajuste mayor, con una reducción cercana a los 90 puntos base; y tratándose de aquellas a 10 años plazo, nuestra tasa aparece entre aquellas que muestran mayores variaciones.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por las razones que explican la apreciación del euro.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En opinión del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, se aprecia que, en el margen, las noticias han sido algo mejores en materia de actividad, por lo que la percepción ha sido más positiva. En efecto, la apreciación del euro respondería en parte a una leve revisión al alza de las proyecciones de actividad para la Zona Euro; una visión más positiva respecto de las economías periféricas, particularmente de España; mejoras en la clasificación de riesgo; y la disminución de los *spreads*.

El Consejero señor Pablo García acota que eventualmente un elemento adicional a tomar en cuenta es si el mercado se ha dado cuenta de que el Banco Central Europeo no solo no requiere adoptar nuevas medidas de estímulo, sino que es reticente a ello, lo que podría repotenciar lavaluación del euro.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca la notoria depreciación del peso chileno, al mismo tiempo que las tasas de interés exhiben las mayores caídas entre las economías analizadas. A su juicio, ello es el resultado del ajuste inducido en parte por nuestras decisiones de política monetaria y, a su vez, refleja la fortaleza del marco de política actual en Chile.

Asimismo, hace notar que desde una perspectiva de más largo plazo, las tasas largas chilenas están en niveles bastante bajos, a diferencia de otras economías que tuvieron correcciones mayores de sus tasas largas hace un par de años y que hoy muestran alzas que podrían corresponder a una recuperación de los niveles previos. En su opinión, el actual nivel de nuestras tasas de interés de largo plazo aumentan el riesgo en algún grado, razón por la que plantea la conveniencia de analizar los elementos que explican dicho nivel, así como la posibilidad de que la curva se empine, como se ha venido advirtiendo en algunos Informes de Estabilidad Financiera.

En síntesis, expresa que la actual combinación de tasas de corto plazo, de largo plazo y tipo de cambio podría considerarse como una fortaleza del ajuste de la economía; no obstante, llama la atención la asimetría con respecto al resto de los países, lo que podría deberse a la falta de participación activa relevante de inversionistas extranjeros en el mercado de renta fija local. A su juicio, hay un elemento de riesgo que debe ser abordado.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que del análisis de los distintos indicadores se colige que Chile solo aparece en una situación desfavorable en materia de paridades, no así en cuanto a su solvencia, premios por riesgo, tasas de interés del gobierno, entre otros.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que el análisis antedicho da cuenta de la existencia de dos grupos de países. El primero, estaría conformado por Chile, México y Colombia, cuyas monedas se han depreciado, pero que exhiben caídas en sus primas de riesgo y en sus tasas de interés de mercado; el segundo, en tanto, incluiría economías que no presentan depreciación de sus monedas, pero cuyas primas por riesgo y tasas de interés han aumentado. A su juicio, ello es positivo, porque refleja algún grado de diferenciación entre las distintas economías. Agrega que muchas de las economías del segundo grupo se encuentran en la zona de riesgo y, probablemente, subiendo sus tasas rectoras, no así las comprendidas en el primero.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera, en referencia al planteamiento formulado por el Consejero señor Sebastián Claro, señala que Chile, a pesar del ajuste realizado, mantiene tasas mayores que Colombia, México, Perú, Noruega, Canadá y todas las economías exportadoras de *commodities*, debido a que partió de tasas más altas y porque, a diferencia de otros países que por problemas cambiarios y de otra naturaleza no habían efectuado este tipo de ajuste, sí contaba con un espacio mayor para realizarlo.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Pablo García destaca el planteamiento del señor Luis Óscar Herrera, porque reflejaría que, a diferencia de Chile, varias economías no normalizaron su política monetaria en el período previo, sino que mantuvieron tasas excesivamente bajas, a pesar de que la economía global estaba en proceso de recuperación, y ahora deben efectuar el ajuste de manera tardía y en un escenario de presiones inflacionarias y alzas del tipo de cambio disruptivas.

A continuación, y como es habitual, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de condiciones financieras que se contiene en la lámina N° 7 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; *spreads* corporativos; *spreads* soberanos y CDS *spreads* respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2004 a la fecha.

En primer lugar, destaca que el deterioro de las condiciones financieras se moderó en el margen y que la situación es más bien mixta. En efecto, tratándose del comportamiento de las bolsas de valores desde la última RPM, hace notar los aumentos de la bolsa estadounidense; las caídas en las plazas bursátiles europeas; y la situación más bien mixta en las economías emergentes, donde Asia exhibe una leve alza, América Latina movimientos a la baja y Europa, que incorpora la bolsa rusa, una fuerte caída.

Como contrapartida, manifiesta que los premios por riesgo han tendido a bajar, particularmente en las economías desarrolladas y en las economías periféricas, como también en las economías emergentes, en especial asiáticas y latinoamericanas. Añade que el contrapunto está dado por el alza de los premios de los países de la periferia europea, que incluyen el caso ruso.

El señor Sergio Lehmann presenta a continuación los gráficos que se contienen en la lámina N° 8 de su exposición, que reflejan la evolución de las bolsas de valores de algunas regiones y países desde el mes de julio de 2007 a la fecha, en moneda local y medidas en dólares estadounidenses, para efectos de apreciar en términos comparativos el comportamiento del mercado bursátil chileno y de otras plazas mundiales. Aclara que para dicho propósito se fijó como ancla el mes de julio de 2007 igual 100, entendiendo que es la fecha en que oficialmente se dio cuenta del inicio de la crisis *subprime*.

De acuerdo con lo expresado, plantea que la bolsa de valores chilena registró un alza algo más significativa en el año 2011 y luego comenzó a ajustarse a la baja; y que, en general, su comportamiento medido en dólares estadounidenses no exhibe un desalineamiento de importancia en esa perspectiva de tiempo frente a las demás plazas bursátiles analizadas.

Agrega que ello coincide con lo observado a nivel regional. En efecto, las bolsas de valores latinoamericanas presentan, en promedio, niveles similares a los registrados antes del inicio de dicha crisis, en particular, medidas en dólares estadounidenses. Medidas en moneda local, en cambio, sus movimientos son algo más dispersos.

Por último, señala que la bolsa de valores de Estados Unidos de América ha experimentado un comportamiento algo más dispar, situándose a la fecha en un nivel superior al registrado antes del inicio de la crisis.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace referencia a la debilidad que exhibe la bolsa de valores chilena en el último tiempo, que sería mayor que la registrada por otras plazas bursátiles de la región, lo cual no queda claramente de manifiesto en los gráficos antedichos, atendida la escala que se ha utilizado.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann reconoce que dicha escala tiende a comprimir los resultados. No obstante, indica que la bolsa de valores chilena alcanzó niveles de 150 en el año 2001 y hoy se ubica en torno a 100, dando cuenta de un notorio ajuste; y que, en general, su comportamiento en una perspectiva de más largo plazo es similar al exhibido por los otros centros bursátiles analizados.

Al proseguir con su presentación, expresa que en lo concerniente a China, la tasa *repo* interbancaria a 7 días, que registró una alta volatilidad en los últimos dos o tres meses sugiriendo que podría converger a un nivel más alto, hoy está muy alineada con su promedio histórico de 2%. Hace presente que ello se ha visto acompañado de una reducción de las colocaciones, razón por la que los problemas de liquidez observados hace un tiempo, prácticamente han desaparecido al día de hoy.

En cuanto a los movimientos registrados por el yuan, destaca su significativa depreciación en el último mes, ubicándose al centro de su banda de +/-1%.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las tasas largas e indica que en Estados Unidos de América se han movido ligeramente hacia el alza, mientras que en Alemania exhiben un leve movimiento a la baja.

En cuanto a los cambios esperados de la TPM al mes de enero de 2015 en Estados Unidos de América, comenta que el mercado no espera movimientos mientras no se complete el proceso de *tapering*, como tampoco durante el año en curso.

Por otra parte, manifiesta que los premios por riesgo han mostrado retrocesos en el margen.

Con respecto a las tasas largas de Perú, Colombia, Brasil, India, Turquía e Indonesia, señala que, en general, se han movido ligeramente hacia la baja, en línea con la moderación de la salida de capitales que se ha observado durante las semanas previas. Añade que las tasas largas han caído en Perú, Brasil e Indonesia; que el retroceso es marginal tratándose de las tasas colombianas; y que en Turquía han aumentado, debido a que esta economía ha estado muy afectada por problemas de carácter político.

En lo atinente a los flujos de capitales, informa que se han moderado las importantes salidas de capitales que se materializaron desde mediados del año 2013 desde las economías emergentes. Agrega que dicho movimiento ha sido bastante transversal en América Latina y bastante simétrico para acciones y bonos.

En lo referente a paridades, en esta ocasión presenta sus niveles actuales, así como las variaciones registradas desde la última semana y desde la última Reunión, y hace notar la apreciación marginal del dólar estadounidense; la estabilidad de las monedas de otras economías desarrolladas, como Japón y el Reino Unido; y la apreciación del franco suizo y del euro.

Entre las monedas de economías emergentes, destaca la depreciación del yuan y la estabilidad de otras monedas asiáticas; la depreciación del peso chileno, en torno a 5%; la apreciación del real brasileño; y la estabilidad del sol peruano. Acota que el peso colombiano también exhibe algún grado de depreciación.

Hace presente que en Argentina, que exhibió bastante volatilidad a comienzos de año, el nivel de reservas y el mercado cambiario se han estabilizado. En efecto, el dólar oficial no ha registrado mayor variación y el dólar *blue* o paralelo, que alcanzó niveles muy elevados, ha tendido a moderarse y a estabilizarse en torno a \$11 por dólar.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Al proseguir con su presentación, alude a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, indica que el PIB de Estados Unidos de América del cuarto trimestre de 2013 se corrigió a 2,4% trimestre/trimestre anualizado y que el correspondiente a la Zona Euro fue ratificado en 1,1% trimestre/trimestre anualizado.

Asimismo, consigna que el crecimiento de Japón en el cuarto trimestre del ejercicio pasado alcanzó a 0,7% trimestre/trimestre anualizado, menor que el 1,1% registrado el trimestre previo y el 0,9% esperado por el mercado.

Menciona que en China, se ratificó la meta de crecimiento en 7,5% y que el precio de las viviendas ha tendido a moderarse.

Por su parte, México registró una desaceleración en el cuarto trimestre de 2013 y Brasil, un grado de recuperación.

Con respecto a los PMI manufacturero, informa que se han deteriorado en las economías emergentes y que si bien no presentan mayor variación en las economías desarrolladas, son más bien positivos. En este sentido, resalta la mantención de la dicotomía observada en los últimos seis meses en términos de que estos son más fuertes en las economías desarrolladas y más débiles en las emergentes.

Por último, señala que la inflación registra movimientos mixtos y que su proyección para el presente año no presenta mayores cambios.

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. Hace notar que Estados Unidos de América presenta indicadores de corto plazo mixtos, pero con un cierto predominio de cifras positivas. De hecho, comenta que al inicio de la presente jornada se dieron a conocer los datos de ventas minoristas y de solicitudes de subsidio desempleo, que fueron mejores que lo anticipado. En contraposición, la producción industrial del mes de enero fue menor que lo proyectado.

Manifiesta que la Zona Euro exhibe una situación similar, ya que la producción industrial fue menor que lo esperado, pero las ventas minoristas efectivas superaron las expectativas y el empleo experimentó una mejora en el margen. Sobre este aspecto, destaca que después de mucho tiempo, se advierte creación de empleo en España.

Agrega que en Japón, si bien el dato del PIB del cuarto trimestre estuvo por debajo de lo previsto, los indicadores en el margen de producción industrial, ventas minoristas y tasas de desempleo han sido mejores que lo previsto.

Por último, señala que en cuanto a China, esta mañana se conocieron los datos referidos a ventas minoristas y producción industrial, que fueron menores que lo anticipado. Hace el alcance que las cifras antedichas corresponden al promedio de los meses de enero y febrero, de tal forma de neutralizar el efecto del Año Nuevo Chino, lo cual constituye una práctica tradicional en las estadísticas de esa economía. Añade que las exportaciones, contrariamente a lo esperado, experimentaron una caída muy significativa, la que podría obedecer al efecto de Año Nuevo Chino y a una actividad algo más débil.

En materia de perspectivas, indica que los PMI manufactureros presentan una mejora en Estados Unidos de América y la Zona Euro, no así en Japón; que en China figuran en línea con lo previsto, pero por debajo del pivote de 50; y que, en general, los indicadores de perspectivas dan cuenta de una débil expansión de la economía. Acota que la confianza de consumidores también ha tendido a caer en Japón y China.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 19 de la presentación, que muestran la desagregación del PMI manufacturero en términos de economías emergentes, avanzadas y emergentes que excluyen a China. Sobre el particular, hace notar la mantención de la dicotomía antes referida, que se sostiene desde comienzos del 2013, esto es, que las perspectivas son más fuertes en las economías desarrolladas, más débiles en las economías emergentes y, además, se ajustan a la baja, en un nivel inferior al pivote de 50.

Por su parte, los PMI servicios se debilitan, pero en las economías desarrolladas superan el pivote de 50 y en las emergentes no alcanzan dicho nivel neutral.

En materia de confianza de consumidores, resalta la caída en las economías emergentes, particularmente en China, mientras que en las economías avanzadas se advierte un grado de mejora, en línea con un aumento del consumo en Europa.

El señor Sergio Lehmann se refiere a continuación al mercado laboral en Estados Unidos de América. A este respecto, señala que la creación de empleo aumenta, pero que la tasa de desempleo ha subido a 6,7% debido a un componente asociado a una contracción de la fuerza de trabajo. Agrega que la población de entre 25 y 54 años ha tendido a caer por la salida de los *baby boomers* del mercado laboral; las vacantes se han mantenido relativamente estables en el margen; y las perspectivas de empleo del sector manufacturero no han variado, mientras que las referidas a servicios han tendido a caer.

Con respecto a la Zona Euro, señala que el PIB da cuenta de un mayor dinamismo de la región y que la principal contribución al crecimiento del cuarto trimestre de 2013 estuvo asociada a las exportaciones netas, especialmente alemanas. Añade que el consumo también presenta una leve contribución en los últimos tres trimestres.

En materia de inflación, consigna que la total y la subyacente no alcanzan al 1%, y que en de los países periféricos se advierte incluso una situación de deflación.

En lo concerniente a China, da cuenta de una desaceleración. En efecto, los PMI manufacturero caen, situándose en un nivel inferior al pivote de 50; los PMI de servicios son positivos y algo más estables, pero se ubican muy cerca del pivote de 50; y que los precios las ventas de viviendas han tendido a estabilizarse, luego de constituir sido un motivo de gran preocupación durante gran parte del año 2013, debido a que las medidas adoptadas por las autoridades chinas tendieron a moderar su evolución.

El señor Sergio Lehmann destaca nuevamente la fuerte caída registrada por las exportaciones en el mes de febrero hacia las economías avanzadas y emergentes, lo cual tiende a apoyar la hipótesis de que parte de esta caída obedece al Año Nuevo Chino.

El Consejero señor Sebastián Claro observa que los efectos del Año Nuevo Chino sobre las exportaciones eran previsibles, y que si bien las expectativas apuntaban a un crecimiento de 7,5%, estas registraron una caída de 18%. En su opinión, esa diferencia no puede ser atribuible al Año Nuevo Chino.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación y hace referencia a la evolución de la inversión en un conjunto importante de economías exportadoras de *commodities*, entre las cuales se han incluido algunas exportadoras de petróleo.

En primer término, hace notar que la trayectoria de la formación bruta de capital fijo en Chile es similar a la de países productores de petróleo, y que en algunas economías presenta contracciones, como en Canadá, Australia, Rusia y Colombia.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En segundo lugar, señala que las proyecciones de crecimiento de la formación bruta de capital fijo de Consensus Forecast al mes de junio de 2013 daban cuenta de expansiones más altas para Perú, Canadá, Chile, Rusia y Australia que lo que reflejan las proyecciones del mes de febrero último. Para Australia, en cambio, se anticipa una contracción más tenue que entonces.

Asimismo, comenta que el ajuste a la baja en las perspectivas para la formación bruta de capital fija para el año 2014 es mayor para aquellos países exportadores de *commodities*.

Con respecto a los países mineros, informa que la encuesta Capex efectuada a las empresas relacionadas con el cobre anticipa una reducción en la inversión asociada a minería en los próximos años. De hecho, precisa que Codelco, Freeport – Mc Moran Copper, BHP Billiton, Río Tinto y Anglo American esperan una caída en sus gastos de inversión luego de la evolución que ha registrado el precio del cobre.

En lo concerniente a las economías latinoamericanas, plantea que la actividad industrial argentina presenta una significativa desaceleración; que en Venezuela se advierte un desplome de la confianza de los consumidores y la contracción de su actividad; y que la debilidad de la región se mantendría.

En cuanto a las cuentas corrientes de Brasil, Colombia, México y Perú, manifiesta que Consensus Forecast proyecta la mantención de sus déficits en torno a sus niveles actuales en lo que resta del año y una ligera mejora hacia el año 2015.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación consignando un cierto repunte de la inflación en algunas economías, especialmente en Perú y Chile, asociado en parte al componente de alimentos.

En lo atinente a política monetaria, indica que algunas economías han subido sus tasas rectoras para fines de contener sus desequilibrios. Precisa que es el caso de Brasil, donde también se espera un alza adicional en los próximos tres meses; y de Nueva Zelanda, donde se busca controlar la expansión de la demanda, que ha tenido un ciclo muy concentrado en construcción a propósito de la reconstrucción post terremoto.

Hace presente que movimientos contrarios se observaron en Israel, que sorprendió con un recorte de 25 puntos base, y también en Tailandia, que el día de ayer acordó una reducción de su tasa de igual magnitud.

En cuanto a variaciones futuras de las tasas rectoras, señala que las expectativas, medidas por las encuestas a analistas, muestran una situación ligeramente más expansiva, particularmente en América Latina, Asia y Oceanía. Tratándose de las economías desarrolladas, en cambio, no se advierten movimientos importantes a futuro.

A continuación, el señor Sergio Lehmann hace referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En este aspecto, indica que el precio del cobre ha caído fuertemente por elementos asociados a la actividad en China y al *default* del bono de una empresa de ese país, que ha generado temor respecto del uso de este metal como colateral para préstamos o colocaciones en los mercados internacionales. Advierte que sobre la base de menores *roll overs*, menores colocaciones o tomas de créditos de empresas, ello podría disminuir de manera importante el uso del metal para este propósito de índole financiero, lo que se traduciría en mayor disponibilidad o mayor abundancia de cobre en inventarios.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, se podría argumentar que estos *defaults* valorizan las operaciones de crédito que tienen garantías. En otras palabras, considerando todo lo demás constante, podría ser mucho más atractivo realizar un préstamo garantizado, en este caso con cobre, que uno sin garantía.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que parte del efecto en el precio del cobre estaría explicado por los especuladores, quienes estaban recurriendo a los préstamos garantizados para invertir en aquellos bonos que se transan en el *shadow banking*. En consecuencia, en la medida que se advierten riesgos adicionales en dicho sistema bancario paralelo, disminuye la demanda por financiamiento para ganar los diferenciales de tasas de interés.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación señalando que un segundo acontecimiento de importancia en materia de *commodities* dice relación con el precio del petróleo, que registró un leve retroceso luego de exhibir alzas durante el mes a propósito del conflicto en Ucrania, tensiones geopolíticas en África y Venezuela y bajas temperaturas en Estados Unidos de América. Informa que dichas alzas tendieron a moderarse posteriormente con la atenuación de estas tensiones, la mayor producción por parte de la OPEP y el aumento de las exportaciones desde Irán a Irak.

A título de último hecho relevante del mes en esta materia, menciona que los precios de productos agrícolas han subido debido a la prolongada sequía en Brasil, menor calidad de los cultivos en Estados Unidos de América y el conflicto en Ucrania, que es uno de los tres mayores productores de granos del mundo. Hace notar que con ello, el índice FAO se incrementó en el mes de febrero último.

En lo concerniente a las principales variaciones de precio observadas desde la última Reunión, precisa que el del maíz y la soya registraron una alza de 6,5% y 4,4%, respectivamente, mientras que el precio del arroz anotó una caída de 3,3%. Asimismo, destaca el retroceso del precio del cobre y del hierro, de 7,3% y 14,8%, respectivamente.

En términos agregados, consigna que los índices de energía y metales presentan una caída de 1,2% y 4,1%, respectivamente, en tanto que el índice de cereales, un aumento de 0,9%. Por su parte, el índice FAO alimentos registró un aumento de 2,6% en el mes de febrero.

En lo atinente al precio del cobre, resalta su abrupta caída en el último mes hasta un nivel de US\$2,95 la libra, que corresponde al precio de cierre del día de hoy. Hace presente que los futuros se han actualizado en línea con dicho movimiento, ubicándose en un nivel levemente inferior a US\$ 3,00 la libra.

El señor Sergio Lehmann manifiesta que la caída del precio del cobre obedece fundamentalmente a una significativa disminución de las importaciones de cobre de China. Sin perjuicio de ello, hace notar que el precio actual supera al registrado en igual mes del año 2013. Añade que las posiciones especulativas apuestan a una caída del precio, razón por la que estas se han acertado en las últimas semanas.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por información reciente sobre exportaciones de cobre de China. A este respecto, comenta que esa economía importa concentrado de cobre, porque se ha convertido en un exportador de refinado de dicho metal. En su opinión, es posible que China mantenga refinado de cobre en calidad de *stock*, y que de ser así, probablemente comenzará a liquidarlo en el mercado o en las bolsas de metales.

El señor Sergio Lehmann indica que el dato antedicho está disponible con un grado de rezago.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a los elementos que han incidido en la caída del precio del cobre, el Consejero señor Sebastián Claro cita la cesación de pago de la empresa china y las expectativas de no pago del próximo vencimiento de otra empresa china del mismo rubro. Plantea que el gobierno de ese país no estaría dispuesto a garantizar bonos corporativos, como se desprende de las declaraciones formuladas por el Primer Ministro chino en el día de hoy en cuanto a la posible materialización de nuevas cesaciones de pagos de bonos como un proceso natural de normalización del sistema financiero.

Entre los elementos de preocupación, manifiesta que entre el 40 y el 45% de los inventarios de cobre en almacenes en China correspondería a colaterales, lo que representa alrededor del 40% de los inventarios globales de este metal. Agrega que también genera preocupación el que los créditos obtenidos usando cobre como colateral serían destinados para el financiamiento de empresas o traspasados al *shadow banking* para financiar la compra de bienes raíces. En este sentido, corrobora lo expresado por el Consejero señor Joaquín Vial en cuanto a que ello estaría llevando a menor uso de cobre como colateral para efectos financieros.

Por otra parte, hace notar el aumento del riesgo corporativo de China desde 100 a 250 puntos base, en línea con la mayor preocupación respecto de eventuales cesaciones de pago.

En cuanto a los elementos de moderación, plantea que para los próximos cinco años se espera un crecimiento del consumo de cobre en China a tasas menores pero más estables que en períodos previos; se proyecta un aumento de la demanda del metal por parte de Estados Unidos de América y la Zona Euro; y las declaraciones de autoridades chinas en el sentido que adoptarán medidas tendientes a mantener inalterado el funcionamiento de los mercados de financiamiento de ese país.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace notar que el precio del hierro también ha caído, a pesar que no se usaría como colateral. En estas circunstancias, estima que la caída del precio de estos metales respondería mayormente a un tema que afecta a los *commodities* en general y no a la demanda china.

En relación con los precios de la gasolina y el petróleo, el señor Sergio Lehmann señala que las trayectorias de los futuros son ligeramente menores a las observadas en la Reunión anterior. Añade que el alza del precio de la gasolina se mantendría hasta mediados de año siguiendo la estacionalidad del hemisferio norte, en tanto que los precios del petróleo Brent y WTI exhiben trayectorias hacia la baja.

Al concluir su exposición, el señor Sergio Lehmann indica que la trayectoria de los precios de alimentos es bastante más alta que la observada en la RPM pasada, debido fundamentalmente al alza del precio de los cereales por el conflicto en Ucrania, incrementos de los precios del aceite y azúcar por la sequía en Brasil, y el mayor uso de aceites para biocombustibles.

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

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que los últimos datos de China se relacionan con la caída del precio del cobre, y alude también a los riesgos del sistema financiero de esa economía. Sobre el particular, manifiesta que, en su opinión, el riesgo no radica mayormente en un colapso inminente y en una gran recesión, sino que, ante esa posibilidad, las autoridades chinas reimpulsen el gasto fiscal y el sistema bancario, lo que se traduciría en un gran problema que se materializaría en 3 o 4 años más.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con respecto al precio del cobre y las evidentes implicancias que está teniendo sobre la trayectoria del tipo de cambio en Chile, advierte sobre la complejidad que reviste diferenciar la convergencia que se ha venido observando hacia precios de largo plazo y una sobrereacción del precio del cobre. A su juicio, la caída del precio del cobre parece ser bien específica y, por lo tanto, resulta complejo prever si su valor de US\$2,90 la libra se mantendrá o podría revertirse a cifras en un rango de entre US\$3,10 y US\$3,20 la libra.

Por último, resalta la depreciación del peso chileno, que califica de sorprendente, dado que sus movimientos no responden mayormente a los cambios de variables financieras como los *spreads* soberanos y las tasas de largo plazo en dólares estadounidenses. En su opinión, esta depreciación se asocia con una perspectiva de ajuste del tipo de cambio real de carácter más fundamental y, en menor grado, con las variables financieras. En razón de lo expresado, plantea la conveniencia de identificar los elementos que la explican y determinar qué tan permanente podría ser.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que los antecedentes expuestos por el señor Sergio Lehmann dan cuenta de un panorama internacional algo más complejo que el mes pasado, en tanto comienzan a aparecer mayores desafíos para las políticas monetarias de los países latinoamericanos.

Hace notar que la inflación comienza a ser un problema en países como Brasil, México y Perú. De hecho, menciona que en este último, supera en alrededor de un punto el rango alto de su meta, a pesar de que el sol peruano no se ha depreciado.

Con respecto a los flujos de capitales, manifiesta que su visión es algo menos optimista porque los ajustes aún no concluyen.

El señor Joaquín Vial advierte que las cuentas corrientes se acercan a la zona de riesgo en varios países, entre ellos Perú, a pesar de que aún no se observa el efecto de la caída del precio del cobre. Añade que en Brasil, el déficit de su cuenta corriente alcanza al 5% del PIB y que la reducción esperada hacia el año 2015 se ve amenazada por los eventuales problemas derivados de sus cosechas de azúcar y de soya, como también por un eventual repunte de la demanda interna.

Hace presente que a lo anterior se suma un ambiente de riesgo geopolítico al alza. En este sentido, advierte sobre la incidencia de las tensiones en Ucrania sobre los precios de la energía y alimentos. Asimismo alude a las especulaciones sobre una posible presencia del fenómeno climático El Niño, que podría incidir en los precios de alimentos más adelante. Por este motivo, sugiere efectuar un seguimiento a la evolución de estos últimos, a pesar que distan mucho de los altos niveles alcanzados en el año 2011.

Por último, destaca el significativo aumento del riesgo en China. En su opinión, los desarrollos actuales en dicha economía se van a manifestar en un menor ritmo de aumento del crédito bancario y del *shadow banking*, y en un impacto en la actividad de una magnitud desconocida. Plantea que una eventual medida de estímulo difícilmente se canalizaría a través de un mayor crédito bancario, atendida la mala calidad de las carteras del sistema bancario, razón por la que la adopción de alguna medida de impulso fiscal podría ser más adecuada.

El Consejero señor Pablo García señala que un elemento que parece ser más persistente son las complicaciones que enfrenta la región en materia de inflación, financiamiento y crecimiento, que pueden mantenerse por un tiempo muy prolongado. Por esta razón, plantea la conveniencia de reflexionar sobre la forma como ello puede afectar a nuestra economía, en particular, la medida en que otras regiones podrían incluir a Chile en el conjunto de países latinoamericanos que enfrentan dificultades.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Expresa que su segundo comentario dice relación con la situación que Chile enfrenta respecto del resto del mundo en el último mes y medio. A su juicio, nuestra economía está experimentando un *shock* bastante puro de términos de intercambio. En efecto, no ha tenido turbulencias financieras, volatilidad financiera, problemas de *spreads* o *shocks* en sus condiciones de financiamiento externo, sino que se ha visto afectado, casi de forma única, por una caída significativa del precio del cobre y aumentos en el precio del petróleo y del gas. Atendido que se trataría de un *shock* de esta especie, podría tener también efectos más limpios en el marco de política, que es con tasas más baja y un tipo de cambio más depreciado. En su opinión, quizás ello explica la paradoja de que tengamos tanta reacción cambiaria. Hace notar que a diferencia de episodios anteriores, estamos observando un *shock* casi puramente de términos de intercambio, sin ningún efecto adicional por el lado financiero. A su juicio, ello debe ser considerado al analizar el escenario futuro y al momento de determinar cuál debe ser la reacción de la política.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca la fuerte combinación entre tipo de cambio y tasas, que en cierta forma constituye motivo de orgullo dado que forma parte de nuestro esquema de política. En su opinión, ello impone un desafío importante, habida consideración que los demás países emergentes y el mundo en general podrían estar castigando a nuestra economía por desconocimiento de sus desarrollos, y más aún cuando la depreciación del peso comienza a distar de los movimientos del dólar australiano y canadiense y a asemejarse a la depreciación que exhiben países como Turquía.

Por otra parte, manifiesta su concordancia con el diagnóstico sobre la economía latinoamericana. Enfatiza sobre la necesidad de contar con un análisis completo sobre esta región para el próximo Informe de Política Monetaria, IPoM, atendido el interés que suscita entre los asistentes a las diversas presentaciones de dicho Informe.

En lo concerniente al precio de los *commodities*, alude a las revisiones al alza del precio de la gasolina en los últimos meses. Sobre este aspecto, si bien en esta ocasión se informa que no registraría mayor variación por un tiempo prolongado, en general, se ha revisado al alza a pesar de advertirse caídas del mismo, Tratándose de los alimentos, concuerda con el Consejero señor Joaquín Vial en cuanto a que los niveles actuales distan de los observados en el año 2011, esperándose que se estabilicen en adelante. En síntesis, expresa que se advierte un *shock* positivo que, de alguna forma, puede complejizar el esquema de política puro, tal como señalaba el Consejero señor Pablo García.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann reconoce que en el caso del precio de la gasolina, el ajuste es bastante menor y también lo es en términos de proyecciones e incluso respecto del IPoM pasado, y se asocia a los movimientos del tipo de cambio.

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 Interino señor Miguel Fuentes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino señor Miguel Fuentes inicia su presentación refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno.

Hace presente que el último IMACEC dio cuenta de una contracción de la actividad mayor que la esperada, que se asocia a una caída significativa del dinamismo de la minería y a una expansión del sector resto menor que la anticipada.

En segundo término, indica que el consumo tiende a confirmar un menor dinamismo, en línea con un menor vigor de la mayoría de sus fundamentales.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que los últimos datos de inversión confirman la debilidad de los componentes maquinarias y edificación.

Informa, además, que las expectativas de consumidores y empresas no registran mayor variación en el último mes.

Por otra parte, comenta que los niveles de riesgo financiero han retrocedido y que las colocaciones han mantenido su ritmo de expansión.

Hace notar que las proyecciones de crecimiento del PIB y de la demanda se han corregido a la baja para los dos primeros trimestres del año.

Asimismo, resalta que el tipo de cambio ha registrado una depreciación mayor que la de sus determinantes y otras monedas emergentes.

En términos del panorama inflacionario, señala que el registro del mes de febrero fue mayor que lo proyectado, debido al sorpresivo incremento del precio de los alimentos. Añade que para el corto plazo, la proyección de inflación se ha revisado al alza, en línea con mayores precios de las gasolineras y el aumento de las tarifas del Transantiago.

A título de último hecho destacado del mes, expresa que las expectativas que se extraen de los activos financieros y de las encuestas indican que el mercado anticipa mayoritariamente una reducción de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base para esta Reunión.

En materia de actividad, manifiesta que el IMACEC tuvo un comportamiento débil en el mes de enero, influido por una contribución negativa de los sectores de recursos naturales, particularmente de la minería, y una desaceleración notoria del aporte del comercio, cuya expansión fue prácticamente nula en el mes de enero.

En términos sectoriales, hace notar la contracción que exhiben el comercio y la construcción en los últimos meses, no así los sectores ligados a los servicios, que han mostrado una expansión en términos de sus niveles desestacionalizados.

En relación con la demanda, señala que la demanda interna registró un repunte puntual en los meses de diciembre y enero por una acumulación transitoria de inventarios mineros asociada al último paro portuario. Agrega que la formación bruta de capital fijo se mantiene bastante débil.

Asimismo, advierte que la inversión continúa descendiendo en términos interanuales. Sobre el particular, precisa que las importaciones de bienes de capital exhibieron caídas de 20% en los meses de enero y febrero, pero en términos desestacionalizados los datos son algo menos desalentadores. Además, hace notar una correlación importante entre el comportamiento de la bolsa y las importaciones de bienes de capital, que constituye un elemento fundamental para fines de explicar la debilidad que probablemente exhibirá este componente en los meses siguientes.

En lo atinente al sector construcción, el señor Miguel Fuentes informa que el empleo no registra mayor variación en los últimos catorce meses y que los indicadores de cemento y hormigón mostraron tasas de crecimiento muy negativas en el mes de enero último, en línea con el bajo crecimiento que exhibe este sector.

En materia de colocaciones, indica que los préstamos comerciales exhiben tasas de crecimiento similares a las observadas en meses previos, mientras que las colocaciones para la vivienda muestran una leve aceleración.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto al acceso al financiamiento externo, informa que en el mes de enero último no hubo emisiones de bonos de empresas chilenas en el exterior. Asimismo, advierte sobre un grado de restricción o menor disponibilidad de financiamiento en el exterior en los últimos meses.

En relación con las expectativas empresariales, no se advierten grandes cambios desde la última Reunión, manteniéndose en terreno neutral. Resalta el grado de disparidad entre sectores, por cuanto el sector construcción aparece por varios meses con perspectivas bastante negativas y generalizadas a través de todos sus componentes; el comercio se mantiene en niveles optimistas, aunque más bajos que a mediados del año pasado; y la industria se sitúa en torno al valor neutral.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por las tasas de crecimiento del comercio minorista que, al parecer, seguirían siendo elevadas.

El señor Miguel Fuentes señala que el comercio minorista continúa creciendo a tasas superiores al 6% en doce meses, pero sus niveles desestacionalizados no registran variación en los últimos trimestres. De hecho, precisa que en el último trimestre móvil disminuyó respecto del trimestre móvil anterior.

El Consejero señor Pablo García consulta si la caída de las expectativas empresariales desde el nivel 60 al 50 es reflejo de una desaceleración de la economía desde 5,5% a 2,5% y, por lo tanto, no aporta mayor información que la que se obtiene de nuestro escenario de corto plazo, o si tiene algún componente predictivo de desaceleración adicional hacia el segundo o el tercer trimestre del presente año.

El señor Miguel Fuentes comenta que el IMCE tiene alguna capacidad predictiva para el IMACEC y para el sector industrial, pero que el coeficiente es bajo tratándose de la evolución de la actividad en el corto plazo. En consecuencia, cambios significativos en las expectativas no se traducen en variaciones relevantes de nuestras proyecciones, aunque estas últimas sí las incorporan en alguna medida.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y manifiesta que en relación con el comercio, la caída de sus expectativas responde fundamentalmente a una percepción de inventarios excesivo respecto al ciclo. La percepción de demanda de los empresarios del sector comercio, en tanto, exhibe una caída menor.

Por último, informa que sobre la base de la evolución de las expectativas de los consumidores en los últimos meses y la moderación que exhibe la masa salarial, se ha reducido la proyección de consumo para este y el próximo trimestre.

En lo concerniente al mercado laboral, destaca que la tasa de desempleo del trimestre móvil tuvo un alza importante, asociada fundamentalmente a un incremento extraordinario de la fuerza de trabajo, superior a sus valores estacionales usuales. Añade que la desaceleración del ritmo de empleo había sido anticipada por algunos indicadores de vacantes que habían tendido a caer, razón por la que esta no ha sido tan sorpresiva y ha sido incorporada, de hecho, en nuestro escenario.

Por su parte, las expectativas de los consumidores exhiben un leve rebote. No obstante, el porcentaje de respuestas que señalan que es un buen momento para la compra de durables, esto es, automóviles, artículos para el hogar y viviendas, tuvo un notorio retroceso en el mes de febrero y se sitúa bajo el promedio histórico.

Con respecto a la masa salarial, presenta un menor dinamismo, debido en parte importante a una desaceleración de los salarios respecto del año anterior. Hace notar que junto con ello, se sigue observando una tendencia a la baja en las tasas de crecimiento de los



## BANCO CENTRAL DE CHILE

salarios nominales. Ello, más las alzas de la inflación en los últimos meses, han llevado a una corrección importante de los salarios reales, que en el margen se acercan a niveles promedio históricos en términos de su crecimiento. Asimismo, resalta que el empleo ha tendido a cambiar su composición, ya que el componente asalariado se ha desacelerado significativamente, aunque ha sido compensado en parte por el empleo por cuenta propia. Advierte que este cambio de composición podría tener implicancias importantes en la dinámica del consumo.

El señor Miguel Fuentes reitera que los indicadores de consumo no durables han perdido dinamismo en los últimos meses.

Las compras de bienes durables, por su parte, se han desacelerado por un menor crecimiento de las ventas automotrices y de equipamiento para el hogar, lo que es coherente con precios mayores impulsados por la depreciación cambiaria en los meses de enero y febrero.

En lo atinente al comercio, informa que registró una tasa de crecimiento muy baja en el mes de enero, de solo 1,6% anual. Hace presente que el comercio mayorista y minorista exhiben una trayectoria similar a la de meses previos, pero con una intensificación de la caída del componente mayorista debido a una mayor profundización de la caída de las líneas asociadas a la inversión.

El señor Miguel Fuentes resalta la recuperación de las exportaciones en el mes de febrero tras el paro portuario, al pasar de tasas de crecimiento cercanas a -18% a una superior a 18% en dos meses. Con ello, la acumulación indeseada de inventarios que se produjo en el mes de enero se revirtió al mes siguiente.

Las importaciones, en cambio, presentan una trayectoria más dinámica, porque se vieron menos afectadas por el paro portuario debido a que los embarques pudieron ingresar a través de terminales que no se sumaron a dicha paralización. En todo caso, muestran una caída similar a la registrada en los meses previos, explicada principalmente por la fuerte disminución de las importaciones de capital.

Consigna que el gasto público registró una aceleración puntual de 12% en el mes de enero debido a una contribución relevante de las partidas extrapresupuestarias. En todo caso, aclara que es frecuente observar variaciones mensuales superiores a dos dígitos; por lo tanto, dicha cifra no ha cambiado en forma muy importante el juicio sobre la contribución del gasto público en el encuadre macro.

El señor Miguel reitera que el IMACEC de minería del mes de enero registró una caída mayor que lo anticipado y superior al dato publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas, INE, atendidas las diferencias metodológicas en el cálculo de ambos indicadores. Hace presente que en opinión de la Gerencia de División Estudios, parte de dicha caída se revertiría en el mes de febrero a partir del dato de generación del Sistema Interconectado del Norte Grande, SING, que registró un rebote en dicho mes.

Asimismo, plantea que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas, el crecimiento esperado se ha reducido de manera significativa, a un 2,6% para el primer trimestre y a 3,7% para el año, por debajo del rango consignado en el IPoM del mes de diciembre último.

Comenta que las cifras antedichas difieren de las nuestras, porque el mercado desconoce las revisiones efectuadas por Cuentas Nacionales que serán publicadas el día lunes 17 del mes en curso, y que contemplan un crecimiento de 4,1% para el año 2013 en vez del 4% que se infería a partir de los IMACEC.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que el PIB resto también se revisó al alza frente al PIB resto derivado a partir de los IMACEC, y presenta un cambio en la trayectoria interanual que es relevante para efectos de las proyecciones.

Asimismo, menciona que la demanda final e interna correspondiente al año 2013 se corrigieron a la baja respecto de lo estimado en la Reunión anterior.

El señor Miguel Fuentes destaca la corrección de los componentes de la demanda, tanto del consumo como de la formación bruta de capital fijo. Con respecto al consumo, informa que la proyección para el primer trimestre del año se ha revisado a la baja en una décima debido a su pérdida de dinamismo. Por su parte, la corrección de la formación bruta de capital fijo, desde -2,4% a -4,4% en el primer trimestre de este año, responde a la revisión a la baja de los datos de edificación, en tanto que la referida al segundo trimestre se explica fundamentalmente por un efecto base relevante, atendido que los datos correspondientes a igual trimestre del año pasado fueron corregidos al alza en dos puntos.

Anticipa que las proyecciones del tercer trimestre debieran reflejar una recuperación de la inversión explicada también por un efecto base. En efecto, la cifra correspondiente al tercer trimestre del año 2013 fue revisada a la baja desde 3,2% a -1,5%, lo cual ha sido incorporado en nuestro escenario de proyección del IPoM.

Hace presente que el PIB total se ha corregido a la baja de manera significativa, desde 3% a 2,4% anual en el primer trimestre del presente año, en línea con el IMACEC, en parte por la reducción de la base desde 4,7% a 4,9% en el primer trimestre de 2013.

El PIB resto, en cambio, se corrige al alza en el primer trimestre por un efecto base favorable y por el mayor dinamismo exhibido recientemente.

Agrega que el IMACEC del mes de febrero crecería en torno a 2,4%, mientras que la última Encuesta de Expectativas Económicas contempla un valor de 2,6%.

El Consejero señor Pablo García observa que de acuerdo con la proyección que se contiene en la lámina N° 61 de la presentación, el promedio de los tres IMACEC del segundo trimestre no puede ser de 3,1%.

El señor Miguel Fuentes indica que ello se debe en parte a que los meses tienen diferente ponderación. En todo caso, se compromete a verificar la exactitud de las cifras y, conforme a lo solicitado por el Presidente señor Rodrigo Vergara, informará a los señores Consejeros los datos debidamente revisados.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación mencionando que las turbulencias en los mercados financieros externos y en el doméstico han disminuido desde la Reunión anterior.

En materia bursátil, comenta que la bolsa de valores chilena se ubica por sobre el punto inicial fijado en el mes de enero de 2006 para efectos de este análisis; presenta una corrección respecto de los valores de comienzos del año; y muestra un retroceso mayor que sus contrapartes latinoamericanas.

Con respecto a las tasas *benchmark* tradicionales del mercado, esto es, las tasas de los BCP y los BCU, manifiesta que han continuado cayendo y que las tasas de los BCU-5 son menores que su promedio histórico. Además, hace notar la correlación existente entre dichas tasas y las expectativas de crecimiento a dos años, lo que indicaría que el aumento de las posiciones en activos menos riesgosos podría explicar en parte la significativa caída de las tasas de largo plazo.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Las tasas de colocación, en tanto, muestran un descenso en línea con los recortes de la TPM decretados a partir del mes de noviembre último. Añade que el movimiento de las tasas de los créditos comerciales se puede asociar también al consumo en el último año y medio, y el de las tasas hipotecarias a la caída de las tasas de los BCU-5.

Resalta que el peso chileno ha intensificado su depreciación, llevando al tipo de cambio real a un nivel superior a 100.

Por su parte, el crecimiento anual de las remuneraciones mantuvo valores similares a los de los meses previos, con fluctuaciones asociadas a cambios puntuales.

En lo atinente a la inflación, expresa que el IPC registró un crecimiento superior a las proyecciones interna y de mercado, llevando a la inflación anual por sobre el 3% tanto en sus componentes *core* como en sus componentes SAE. Consigna que la sorpresa respecto de la proyección interna provino del componente alimentos.

Con respecto a los precios de alimentos, menciona que se registró una caída menor a la esperada en frutas y verduras, en tanto que en la parte resto, los precios de la carne experimentaron un alza significativa, que tendría un componente relativamente persistente.

En SAE, en tanto, se observó un aumento en los precios de bienes menor que lo proyectado y un incremento de los precios de servicios mayor que el anticipado, que tendieron a neutralizarse. Con respecto al alza de precios de servicios, hace presente que se ha asociado a aquellos que se relacionan con el tipo de cambio y el precio de combustibles; de hecho, indica que el transporte aéreo e interurbano tuvo un alza mayor que la proyectada internamente. En contraposición, comenta que la fuerte caída del precio del servicio de telefonía móvil, que se anticipó con motivo de la disminución de los cargos de acceso que fue decretada, no se materializó.

Tratándose de la proyección de precios de bienes, señala que los datos efectivos estuvieron bastante en línea con las estimaciones de crecimiento de los precios asociados al tipo de cambio y que, en general, no se advirtió una reevaluación de los efectos del *pass through* de corto plazo respecto de lo anticipado el mes anterior. A título ejemplar, señala que los automóviles, donde se esperaba que el *pass through* fuera bastante alto, experimentaron un alza menor que lo previsto, de manera similar a lo acontecido el mes anterior. De hecho, informa que en los datos de enero y febrero no se percibe una subestimación del efecto del *pass through* cambiario en los automóviles.

Con respecto a otros componentes, menciona que los precios del vestuario sorprendieron nuevamente a la baja, pese a los cambios metodológicos implementados; el precio de las papas también volvió a bajar; mientras que el precio de la energía estuvo en línea con lo previsto.

En cuanto al margen importador de la carne, señala que aún es menor que su promedio histórico, debido a la significativa depreciación del tipo de cambio en los últimos tres meses. Añade que el aumento del precio de la carne tendría un carácter más permanente, mientras que el de frutas y verduras sería transitorio.

El señor Miguel Fuentes informa que el IPC de la gasolina se ha corregido al alza, impulsado por mayores precios internacionales. Añade que el SIPCO operaría únicamente en el mes de mayo, en la medida que no se introduzcan cambios en sus parámetros.

En materia de proyecciones, informa que en relación con el mes anterior, la proyección de inflación de corto plazo se ha revisado al alza, precisando que esta alcanza a cinco décimas tratándose de la inflación total y a tres décimas en el caso de la inflación SAE.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que la revisión al alza de la inflación SAE se explica por el incremento de la tarifa del Transantiago y por una reevaluación del *shock* de oferta de la telefonía móvil. En efecto, atendida la variación significativamente menor del precio de dicho servicio que el anticipado en el mes de enero, se ha reevaluado el efecto de largo plazo, lo cual eleva la proyección de la inflación SAE frente a lo contemplado previamente.

Por último, consigna que a pesar del elevado registro inflacionario del mes de febrero, las expectativas de inflación a un año se mantienen estables en torno al 3%.

Al concluir su presentación, manifiesta que la información que se extrae tanto de las encuestas como de activos financieros sugiere que la TPM llegaría a 4% en esta Reunión, con un grado de consenso relativamente alto entre los consultados. En efecto, sobre el 60% de los analistas que respondieron la Encuesta de Expectativas Económicas esperan un recorte de la tasa de 25 puntos base en esta oportunidad, y un porcentaje aún mayor estima que en la Reunión del mes de abril se mantendría en el nivel al que llegará hoy día.

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

El Consejero señor Pablo García destaca la importancia de contar con un diagnóstico de cuáles serían los sectores y componentes de la demanda que impulsarían la reaceleración de la actividad proyectada para el segundo trimestre y también para la segunda mitad del año. Lo expresado, atendido que los datos coyunturales dan cuenta de caídas o retrocesos, salvo el desempleo que ha subido en el margen, las exportaciones, y las importaciones en maquinaria y equipos, que exhiben una leve estabilización.

En su opinión, más allá de las cifras finales de proyección que se consignen en el próximo IPoM, es primordial contar con este diagnóstico para dicho Informe respecto a qué factores justificarían la reactivación durante el segundo semestre.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de analizar el sector industrial para fines de identificar los problemas que explican su debilidad y determinar si los *shocks* de oferta y demanda que enfrenta son transitorios o de carácter permanentes. A título ejemplar, cita el caso de CAP, que ha cerrado algunas líneas asociadas normalmente a productos vinculados a la inversión. En su opinión, es preciso determinar si ello obedece a una pérdida de competitividad o a la sustitución de bienes de capital nacionales por importados.

En segundo término, plantea la necesidad de definir lo que se entiende por un ajuste deseable en materia de consumo, atendido el escenario actual de caída de la inversión, y que de persistir esa situación puede conducir a un descenso de la demanda.

Por último, plantea la conveniencia de incorporar a la discusión de estas Reuniones lo referente a las proyecciones de la cuenta corriente o, en su defecto, la cuenta comercial, habida consideración de la coyuntura actual y porque comienza a ser una variable objeto de análisis en otras esferas. En especial, sugiere revisar indicadores que den cuenta de su evolución e identificar errores en la proyección. Asimismo, propone efectuar un seguimiento a la cuenta corriente a precios de tendencia y, en general, poner estos antecedentes a disposición de economistas y analistas externos.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall señala que nuestras proyecciones de inflación son bastante moderadas, no conllevan ningún cuadro de mayor complejidad y, de hecho, son similares a las contempladas antes de que comenzara a materializarse la reciente devaluación de nuestra moneda. En su opinión, es necesario evaluar sus efectos sobre los



BANCO CENTRAL DE CHILE

precios, en especial porque, a diferencia de aquellas observadas en años anteriores, parece estar provocada mayormente por factores objetivos, reales, fundamentales, y no por expectativas o cambios bruscos.

Asimismo, advierte sobre una próxima alza del precio de la energía eléctrica, que sería bastante significativa y que, por tanto, aumenta el riesgo de que la inflación sea superior a la proyectada internamente.

Con respecto al sector industrial, se suma a lo planteado por el Consejero señor Joaquín Vial y agrega que también debiera analizarse su capacidad de reacción frente a un tipo de cambio más alto, porque ello determinará su situación futura. Al respecto, menciona que, por el momento, nuestras proyecciones no dan cuenta de algún crecimiento de dicho sector.

Por último, destaca el buen funcionamiento del sistema financiero, la inexistencia de tensiones de liquidez, lo cual facilita la conducción de la política monetaria.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a las dos fuerzas que determinarán los próximos registros de inflación; por una parte, la desaceleración de la actividad y del PIB resto y, por otra, la reacción de los precios a la depreciación de la moneda. En su opinión, es preciso formarse un juicio sobre la persistencia o no de estos dos fenómenos.

En línea con lo planteado por el Consejero señor Pablo García, coincide con la necesidad de identificar los factores que explicarían la reacceleración de la actividad en el segundo semestre del presente año y, en particular, la contribución de las exportaciones y la demanda externa a ella.

Por último, plantea la conveniencia de determinar la implicancia de la depreciación cambiaria sobre inflación hacia el mediano plazo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera procede a responder las consultas y comentarios.

En primer término, informa que esa Gerencia de División efectuará un análisis referido al *pass through* para efectos de determinar, entre otros aspectos, su magnitud, evolución en el tiempo y su variación ante diferentes condiciones, como *shocks* internos de portafolio o *shocks* de depreciación de carácter endógeno a una desaceleración de la economía que lleva involucrado un ajuste en la política monetaria.

Agrega que también se debe tener presente que las variables tienen distintas velocidades de sobre-reacción al tipo de cambio respecto de sus niveles de más largo plazo.

Asimismo, se debe considerar que algunos componentes de la demanda, como aquellos que tienen una lógica de *stock*, concentran sus ajustes en el corto plazo y luego se normalizan, sin mediar un cambio o mejora de importancia. Aquellos componentes que tienen un carácter más inercial, como el consumo y el gasto fiscal, registran un ajuste más lento. En su opinión, en la medida que el mercado de crédito continúa funcionando en forma normal, permite suavizar este tipo de elementos.

En cuanto al sector industrial, confirma que parte de la sustitución de importaciones ha ido desapareciendo, pero, a diferencia de las empresas ligadas al cobre, destaca que las perspectivas de algunas empresas, como las agroexportadoras y forestales, han mejorado. De hecho, consigna alguna expansión del sector forestal.

Por último, adelanta que un próximo estudio abordará el impacto de las depreciaciones del tipo de cambio sobre las exportaciones agrícolas e industriales, desagregadas por mercado y por países.



Al no formularse otros comentarios, siendo las 14:05 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 16:00 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 208, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da la bienvenida al señor Alberto Arenas en su primera Reunión de Política Monetaria en carácter de Ministro de Hacienda, y manifiesta la disposición de la Institución de brindarle todo el apoyo en aquellos aspectos que contribuyan a un mejor desempeño de la economía.

Asimismo, le informa que las Reuniones de Política Monetaria se anuncian con seis meses de anticipación y que la Sesión de septiembre próximo se realizará el día jueves 11 de ese mes.

Por otra parte, le comenta que en la Sesión de Política Monetaria de esta mañana, el Consejo expresó su reconocimiento y agradecimiento al Gerente de División Política Financiera Kevin Cowan, quien asiste hoy a su última Reunión de Política Monetaria atendido su próximo alejamiento del Banco; y que el actual Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz, sentado a la diestra del señor Cowan, asumirá en dicho cargo el día 15 del mes en curso.

Por último, menciona que la Sesión de la tarde comienza con la presentación de las Opciones de Política Monetaria, a cargo del Gerente de División Estudios.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara, conforme al orden de esta Sesión, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

En lo concerniente al escenario externo, indica que el panorama es bastante similar al analizado en la última Reunión, salvo por una mayor preocupación por la evolución del crecimiento y del sistema financiero de China.

Agrega que las perspectivas para las economías desarrolladas han mejorado en los últimos meses, mientras que las proyecciones para las economías emergentes han retrocedido en este período, especialmente las latinoamericanas.

Hace notar que los precios internacionales de los metales, y en particular el del cobre y el hierro, mostraron caídas significativas en el último mes, y que tratándose del cobre fue cercana a 10% ante la evidencia de mayor debilidad y problemas financieros en China.

Los precios internacionales de productos agrícolas aumentaron como consecuencia de factores climáticos y las tensiones en Ucrania, mientras que los precios relacionados con energía no mostraron cambios netos en el último mes y los de metales mostraron caídas significativas, en particular el cobre, ante la debilidad de China.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Con respecto a las condiciones financieras internacionales, alude a la mantención de las perspectivas de un retiro gradual del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal.

Por último, expresa que las tasas de interés de largo plazo aumentaron levemente, en tanto que los premios internacionales por riesgo en las economías emergentes, sus monedas y tasas mostraron una estabilización.

En lo atinente al plano local, señala que los antecedentes confirman que la actividad y la demanda han venido creciendo algo menos de lo anticipado en el último IPoM, y que las sorpresas negativas estuvieron vinculadas específicamente a la producción minera y a sectores relacionados con la inversión.

Asimismo, manifiesta que también se observan síntomas de desaceleración del consumo, especialmente de sus componentes durables, en línea con un comportamiento menos dinámico de sus fundamentos.

Anticipa que en las próximas semanas se revisarán las proyecciones del IPoM, pero que los antecedentes acumulados a la fecha apuntan a una probable corrección a la baja del crecimiento proyectado para el año 2014 y, en consecuencia, un menor grado de utilización de los recursos internos en el horizonte de proyección.

Resalta que el peso se depreció 4,5% desde la última Reunión, en mayor grado que otras monedas emergentes y de países exportadores de materias primas; y que en la actualidad, el tipo de cambio real supera sus promedios históricos, situándose en un nivel de 100,5 versus promedios en torno a 93,0. En su opinión, en este resultado han influido la caída del precio del cobre y los ajustes realizados a la política monetaria.

Consigna, además, que los premios de financiamiento externo de la economía chilena evolucionan con normalidad.

En materia de inflación, destaca que el registro del mes de febrero mostró una sorpresa positiva, que se suma a la de meses anteriores y refleja, en lo grueso, el impacto de la depreciación del peso y el aumento de los precios de combustibles. Además, el aumento reciente de los precios internacionales de alimentos y la depreciación adicional del peso han llevado a una revisión al alza de las expectativas privadas de inflación de corto plazo, al igual que las proyecciones internas. Sin embargo, las mayores holguras de capacidad pueden reducir las presiones inflacionarias internas a mediano plazo y amortiguar el traspaso de los *shocks* recientes a precios finales. En efecto, pese a las sorpresas recientes, las expectativas de inflación en los plazos relevantes para la política monetaria se mantienen en torno a 3% anual.

Por otra parte, hace notar que los efectos de los recortes de tasa de interés ya realizados son visibles en el comportamiento de las tasas de mercado de corto y largo plazo, así como en la depreciación del tipo de cambio real. Añade que el crédito doméstico mantiene su dinamismo y que los premios de crédito se ubican en niveles normales respecto a sus valores históricos.

Finalmente, informa que para esta Reunión, la mayoría de los analistas y operadores de mercado espera un recorte de la TPM, pero en adelante, existe mayor disparidad en las opiniones, ya que operadores y precios financieros anticipan un recorte adicional de la TPM después de una pausa, mientras que los analistas esperan su mantención.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Luis Óscar Herrera señala que los antecedentes antedichos llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta ocasión, mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,25% anual o disminuirla en 25 puntos base, a 4,00% anual, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

Con respecto a la opción de mantener la TPM, manifiesta que esta alternativa se puede justificar en que la TPM ya se ha recortado en 75 puntos base en meses recientes, el crédito doméstico continúa fluyendo en forma normal hacia los hogares y empresas, las tasas de corto y largo plazo en el mercado ya han disminuido y el peso se ha depreciado en términos reales, superando sus promedios históricos, mientras que la inflación ya se encuentra en torno a la meta de 3%. En este contexto, mantener la tasa en esta oportunidad, sin descartar la posibilidad de realizar ajustes más adelante, permitiría acumular más antecedentes sobre la evolución efectiva de la economía, el efecto de los recortes ya realizados y el impacto inflacionario de los *shocks* recientes.

En lo referente a los aspectos tácticos, advierte que esta decisión sería una sorpresa para el mercado, que para esta Reunión espera mayoritariamente una rebaja de la TPM, lo que podría llevar a modificar la percepción sobre la trayectoria futura de la política monetaria.

Por su parte, expresa que la alternativa de recortar la TPM es coherente con la percepción de que la reciente sorpresa negativa en actividad y demanda final podría ser algo más duradera, mientras que la sorpresa de inflación sería de carácter transitorio. En su opinión, ello podría hacer necesario agregar un impulso monetario adicional al contemplado en el mes de diciembre último para asegurar que la inflación permanezca en torno a la meta en el horizonte de política. Sin embargo, ello dependerá del comportamiento efectivo de la inflación y de la evaluación de sus perspectivas de mediano plazo. Sobre el particular, aunque el comportamiento reciente de los registros de inflación es coherente con un ajuste normal y transitorio de esa variable frente a la depreciación del peso, es importante vigilar que sus efectos de segunda vuelta sobre otros precios, salarios nominales y expectativas inflacionarias permanezcan acotados y en niveles coherentes con la meta. En todo caso, informa que la revisión de proyecciones se efectuará próximamente con ocasión del IPoM del mes de marzo, lo que permitirá evaluar la trayectoria esperada para esta variable y también para la tasa de política monetaria.

En cuanto a los aspectos tácticos, hace presente que la decisión de recortar la TPM en esta oportunidad coincide con la expectativa mayoritaria, por lo que no debería afectar la curva de tasas; sin embargo, reitera la existencia de mayor disparidad de opiniones sobre la evolución posterior de la política monetaria. Por esta razón, manifiesta que la Gerencia de División Estudios estima conveniente mantener el sesgo a la baja de la TPM en el párrafo final del Comunicado, aunque con matices respecto de lo planteado anteriormente, reflejando los ajustes ya realizados, así como los desarrollos recientes en materia inflacionaria.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que en las condiciones antedichas, recomienda recortar la TPM en 25 puntos base y mantener el sesgo a la baja en el Comunicado, pero incorporando los matices mencionados precedentemente.

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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que, en su opinión, la discusión más relevante en el día de hoy es el nivel mínimo al que debe llegar la TPM para reimpulsar el ciclo, dado que los antecedentes disponibles son cada vez más negativos. Agrega que ese nivel se situaba entre 4,25 y 4,00% en el IPoM del mes de diciembre, pero hoy, con dichos antecedentes, se encuentra posiblemente más cercano a 3,5% o incluso en un nivel inferior.

En razón de lo expresado, plantea que la discusión debiera centrarse en la rapidez con que se llega al nivel antedicho, en particular, si se proyectan las incertidumbres —a su juicio, el tema de mayor relevancia—, no porque crea que la economía china se va a desacelerar, sino porque puede cambiar su composición hacia una menor demanda de *commodities* y mayor consumo, lo que puede materializarse más rápidamente de lo esperado.

A título de segundo antecedente, señala que la situación de Europa reviste un grado de complejidad, ya que la deflación es un problema muy serio y las autoridades no han sido capaces de hacerse cargo de ella.

Atendidos los dos factores antedichos, considera que la proyección de la economía local es negativa y, por lo tanto, la probabilidad de una mayor desaceleración es bastante alta.

En razón de lo expuesto, estima que las alternativas disponibles en esta oportunidad son un recorte de la TPM de 25 o 50 puntos base.

Manifiesta que llegar rápido bajando la tasa en 50 puntos base en esta ocasión tiene ventajas, siendo la principal que las expectativas inflacionarias están ancladas en 3%, incluso en un escenario de alta depreciación, lo cual permite recortar la TPM sin presiones y llegar rápidamente a ese nivel mínimo. A su juicio, esta alternativa tiene bastante valor, pero sería sorpresiva y difícil de comunicar, porque el mercado asumiría que el Banco contempla otro nivel de crecimiento y de tasa mínima, en circunstancias que esa discusión no se ha dado y solo tendrá lugar a partir de la próxima semana con motivo del IPoM del mes de marzo.

En estas circunstancias, estima que en caso que la decisión de bajar la TPM en 50 puntos base generara una discusión innecesaria sobre la validez de mantener el sesgo en esta Reunión, sería más adecuado recortarla en 25 puntos base, pero manteniendo inalterado el sesgo, para fines de preparar al mercado para una nueva rebaja en el mes de abril y posibles recortes adicionales en los meses siguientes.

Al finalizar su intervención, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón plantea la inconveniencia de alterar el sesgo en esta ocasión, porque podría interpretarse como un freno a las bajas sucesivas de la TPM, con dos efectos que, a su juicio, son indeseados, esto es, que las tasas de interés suban y que haya una apreciación cambiaria. Lo expresado, porque en su opinión, la caída de tasas y la depreciación cambiaria son precisamente los factores que están contribuyendo a reimpulsar el ciclo más rápidamente.

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 Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier.

El señor Matías Bernier destaca algunos argumentos que se contienen en la Minuta de Opciones presentada por la Gerencia de División Estudios, que apoyan una reducción de la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión, y que se relacionan particularmente con datos económicos y con las expectativas de mercado.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo referente a los datos económicos, expresa que el último IMACEC, menor que lo esperado, está dando señales de una menor demanda interna, y que, en particular, los datos de comercio y consumo muestran una desaceleración en el último trimestre especialmente grave. Agrega que por el lado de la oferta, la disminución es algo más extendida, ya que si bien el desempleo ha aumentado en el margen, se observa también un grado de menor dinamismo en el componente asalariado.

Con respecto a las expectativas económicas, comenta que los precios de activos financieros y las encuestas EOF y EEE reflejan un grado de consenso en el mercado en cuanto a que el Banco acordará un recorte de la TPM de 25 puntos base en esta Reunión.

El señor Matías Bernier observa que en la Minuta de Opciones no se hace referencia a la mediana. Sobre este aspecto, hace notar que las distribuciones de las encuestas hacia adelante concentran algo más de masa hacia niveles inferiores al 4%, lo que, a su juicio, es algo que debe ser monitoreado y que de seguro será abordado con un mayor desarrollo en el próximo IPoM.

Desde el punto de vista de los precios e inflaciones proyectadas, indica que las expectativas de corto plazo han ido aumentando, como lo reflejan los seguros de inflación; no obstante, el mercado percibe que estas alzas son de carácter transitorio. Precisa que en doce meses, se ubican en 2,33%, algo por debajo del punto central de la meta de inflación, y que para dos años, las proyecciones de activos financieros se vuelven a mantener en 3%, confirmando, en alguna medida, el anclaje a que hacía mención el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón.

En su opinión, también hay componentes externos a considerar, en particular, China. Estima que el debate en cuanto a si las tensiones en esa economía son de orden financiero o de orden económico será abordado en el próximo Informe, y que cualquiera sea el caso, parece recomendable preparar al mercado con una reducción de la TPM y volver a esta discusión *in extenso* en el próximo IPoM.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier y no habiendo otros comentarios, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas.

El Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas inicia su exposición expresando su saludo al Presidente del Banco, señor Rodrigo Vergara; al Vicepresidente, señor Enrique Marshall; a los Consejeros señores Sebastián Claro, Joaquín Vial y Pablo García; y al staff de la Institución.

En segundo término, manifiesta su interés en participar en las Sesiones de antecedentes de la RPM, y comenta que ello no fue posible en el día de hoy, porque debió asistir al Parlamento a tramitar un importante proyecto de ley.

El señor Alberto Arenas señala que en los últimos meses, la economía ha enfrentado un proceso de desaceleración significativa de la actividad, explicada en parte importante por la culminación de un ciclo de expansión del sector minero. Resalta que este ciclo, sustentado en elevados precios del cobre, contribuyó a sostener altas tasas de inversión y crecimiento, un mercado laboral dinámico y un consumo sólido.

Hace presente que desde el año pasado se ha materializado y consolidado un proceso de desaceleración en varias economías emergentes y particularmente en China, nuestro socio comercial más importante, lo que ha significado una caída en nuestros términos de intercambio, con el consiguiente freno a la inversión y la actividad. Junto con



## BANCO CENTRAL DE CHILE

lo anterior, indica que Estados Unidos de América y Europa han dado tibias muestras de recuperación y que la FED ha iniciado el proceso de retiro del estímulo monetario, lo que ha significado aumentos en las tasas largas en varias economías del mundo y depreciaciones de las monedas de las economías emergentes. Además, se han observado importantes salidas de capital desde estas últimas.

Ante este escenario, expresa que la economía chilena se encuentra en un proceso de ajuste y que en los próximos trimestres, otros sectores, distintos de la minería, deben pasar a jugar un papel más importante en activar la inversión y el crecimiento. Para fines de facilitar dicho ajuste, estima que la política monetaria tiene un rol fundamental de manera que los efectos en la demanda, la actividad y el empleo del mismo sean lo menos costosos posible, y que en este sentido, la credibilidad ganada a lo largo de los años le da al Banco Central el espacio necesario para efectuar dicha política monetaria de ajuste.

El Ministro de Hacienda plantea que las noticias más recientes muestran que la economía mundial ha crecido algo menos que lo estimado anteriormente y que han aumentado los riesgos; y que, en particular, existe preocupación respecto del crecimiento de China y de la salud de su sistema financiero, lo que ha llevado a una abrupta y significativa corrección del precio del cobre.

En lo concerniente al plano local, manifiesta que se vuelve a constatar una fuerte desaceleración de la inversión y de la actividad, y que se ha producido una importante depreciación del peso. Consigna que el consumo, que hasta hace poco crecía a tasas relativamente dinámicas, también presenta signos de desaceleración, a lo cual se suma, en el margen, un deterioro en el ritmo de creación de empleos; que la inflación del mes de febrero estuvo algo por sobre lo esperado, debido en gran parte a los factores puntuales asociados a fenómenos de oferta; y que, hasta ahora, la depreciación del tipo de cambio se ha visto reflejada principalmente en los precios de combustibles y ha tenido un impacto acotado en las medidas subyacentes de inflación. En este contexto, menciona que el mercado financiero local ha internalizado un impulso monetario mayor que el actual. En efecto, la Encuesta de Expectativas Económicas anticipa un recorte de 25 puntos base en esta Reunión, y tanto la curva *forward* como la Encuesta a Operadores Financieros sugieren una TPM 50 puntos base por debajo de su nivel actual en los próximos meses.

A juicio del Ministro de Hacienda, la política monetaria ha respondido a la desaceleración de la economía con un estímulo que se ha materializado de manera pausada y moderada. Sin embargo, estima que la intensidad de la desaceleración de la actividad que se está observando y los efectos hacia adelante que pueden tener las noticias del plano externo hacen necesario seguir expandiendo este estímulo monetario. Agrega que si bien el tipo de cambio se ha depreciado, el contexto de desaceleración que estamos viviendo hará que los efectos de esta depreciación sobre la inflación sean acotados. Asimismo, el mercado ya tiene internalizada una expansión monetaria mayor, por lo cual reducir la TPM en la Reunión de hoy no debiese tener consecuencias relevantes sobre el tipo de cambio.

Respecto de la opción de mantener la tasa rectora, considera que se corre el serio riesgo de llegar tarde con la política monetaria, ya que las holguras que se han ido materializando y que probablemente se materializarán en los próximos meses generarán presiones deflacionarias importantes a futuro, y la magnitud de la desaceleración por la que estamos atravesando es claramente mayor que la que se preveía un par de meses atrás. Por lo mismo, plantea que el impulso monetario para hacer frente a este proceso también debiese ser mayor. En su opinión, dados los rezagos con que actúa la política monetaria sobre la actividad, la mantención de la TPM en esta Reunión podría significar que el estímulo monetario requerido para hacer frente a esta desaceleración no se materialice dentro del horizonte de política relevante.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo el análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios y del *staff* de la Institución por los antecedentes entregados y opiniones proporcionadas en esta Reunión.

En opinión del Consejero señor Pablo García, de los antecedentes recabados se concluye que al proceso de desaceleración en curso desde hace algunos trimestres se ha agregado en lo más reciente un escenario más negativo de términos de intercambio. Resalta que lo notorio de ello es que, hasta ahora, las implicancias en el funcionamiento del mercado del crédito y la intermediación financiera han sido extremadamente limitados, lo cual, sin duda, constituye una buena noticia.

Manifiesta que el esquema de metas de inflación, en que existe credibilidad en que el Banco Central de Chile actuará de manera de preservar la estabilidad de precios, se puede esperar que un escenario como el descrito redunde en expectativas de crecimiento más acotadas, una depreciación real del peso y expectativas también de un relajamiento monetario adicional. De hecho, sostiene que la razón por la cual las expectativas de inflación se mantienen en torno a la meta es justamente porque las menores presiones inflacionarias a plazos medianos, debido a las mayores holguras emergentes, se compensan con los efectos del debilitamiento del tipo de cambio.

Hace notar que hoy, las expectativas privadas y el mercado monetario han evolucionado justamente en esta dirección, a diferencia de muchas otras economías emergentes que por distintas razones no pueden acomodar una depreciación con tasas de interés más bajas.

En este contexto, estima que la única opción relevante para esta Reunión es reducir la TPM en 25 puntos base, considerando la recomendación de la Gerencia de División Estudios y los argumentos a favor planteados por la misma para esta alternativa. Manifiesta su discrepancia con la mantención de la TPM como una opción relevante en esta ocasión, y en este aspecto concuerda con los argumentos entregados por la División de Operaciones Financieras precedentemente.

En términos de la estrategia futura de política monetaria para asegurar que la inflación proyectada se ubique en la meta, manifiesta que será necesario sopesar en forma cuantitativa la magnitud esperada y los efectos en precios de las holguras de capacidad que se están generando, así como los movimientos del tipo de cambio. En lo concreto, considera que es central la evaluación que se haga respecto de las condiciones para un eventual repunte cíclico hacia el segundo semestre de este año, así como también de las características de dicho repunte, lo cual será esencial para limitar la magnitud de las holguras que se están generando, así como el diagnóstico sobre la persistencia de los recientes registros inflacionarios.

A juicio del Consejero señor Pablo García, el escenario apropiado para ello es el IPoM que se va a divulgar a fines del mes de marzo. Aunque, a su entender, es probable que ello redunde en la necesidad de continuar con relajamientos monetarios, puede ser prematuro en el Comunicado de hoy prejuzgar la magnitud y temporalidad de dichas acciones. Como sugiere la Gerencia de División Estudios, plantea que ello es congruente con la mantención de un sesgo, pero probablemente con matices respecto del Comunicado anterior, lo que en términos de la trayectoria para la TPM además no es inconsistente con lo que esperan los agentes privados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el análisis completo y actualizado de los personeros de la Gerencia de División Estudios, que en esta ocasión ha debido adaptarse a hechos ocurridos esta semana para la presentación del día de hoy.

En lo atinente a la situación internacional, menciona que este mes se ha observado una acentuación de los riesgos sobre los países emergentes, y que la crisis de Ucrania ha agregado una dimensión inesperada, en una región especialmente sensible por sus implicancias geopolíticas y su eventual impacto en mercados de energía y alimentos. Agrega que el mes pasado ya se comentaba que los riesgos sobre el sistema financiero de China iban en aumento, como los eventos recientes parecen confirmarlo, con consecuencias muy importantes para los precios de algunos productos mineros, y del cobre y el hierro en particular.

Por otra parte, señala que los países de América Latina están confrontando nuevos desafíos, especialmente para su política monetaria, en un ambiente en que las monedas tienden a depreciarse, la inflación a aumentar y en que los déficits en cuenta corriente son relativamente elevados. Consigna que Chile ha experimentado una fuerte depreciación y que el déficit en cuenta corriente se ha estabilizado en niveles inferiores a 4% del PIB. Hace notar que ello no ha tenido repercusiones negativas ni en las primas de riesgo ni en las tasas de interés de largo plazo, pero parece ser más bien la excepción que la regla, al menos entre las economías emergentes.

En lo referente al plano local, indica que hemos tenido una sorpresa negativa en actividad, que se concentra principalmente en sectores de recursos naturales y que puede ser transitoria; y, por otra parte, una inflación mayor que la esperada, posiblemente muy influenciada por la depreciación reciente del peso. Añade que la inversión sigue dando señales de debilidad mientras el consumo se desacelera en algún grado, pero aún crece a tasas superiores al crecimiento de tendencia de la economía apoyado en el aumento de los ingresos del trabajo y la baja en el costo del crédito.

En este contexto, estima que las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son las adecuadas y que ambas presentan riesgos. A su juicio, mantener la tasa para acumular nueva evidencia tiene el riesgo de llegar demasiado tarde para prevenir una desaceleración más allá de lo deseado; y bajarla puede inducir nuevas depreciaciones que lleven a las expectativas de inflación más allá de la banda de tolerancia en el horizonte relevante de política monetaria. A título personal, señala que en la coyuntura actual y dado el panorama de mayor sensibilidad de los mercados internacionales a los riesgos en mercados emergentes, tiende a ponderar más el segundo de los factores mencionados, por lo que su inclinación sería por la mantención de la tasa en esta ocasión, manteniendo un sesgo a la baja. Sin embargo, y tomando en cuenta que es una decisión muy ajustada, manifiesta que en el evento que una mayoría de Consejeros esté de acuerdo con la recomendación del *staff*, está dispuesto a apoyar una baja en la tasa de política monetaria a 4%, en la medida que el Comunicado dé una señal clara de reducción del sesgo a la baja.

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 señalando que las últimas semanas han permitido acumular antecedentes valiosos sobre las condiciones externas que enfrenta la economía chilena. En este sentido, y como se detalla en la Minuta de Antecedentes, continúa un proceso de lenta recuperación en los países desarrollados, que es más claro y consolidado en Estados Unidos de América y bastante menos robusto en Europa.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que ello ha ido de la mano con la estabilidad de las condiciones financieras externas, lo que se ha visto en la estructura de tasas de los principales países desarrollados y en las condiciones financieras enfrentadas por distintos países emergentes, lo que ha tendido a estabilizarse y a mejorar en la punta respecto del fuerte aumento experimentado a fines del año 2013.

En su opinión, es probable que la mayor novedad esté asociada a los datos de las expectativas sobre la situación de China y su impacto en los precios de *commodities*. En este sentido, plantea que si bien las proyecciones de crecimiento y los datos propiamente tal no dan cuenta de un cambio muy significativo, la discusión sobre la estabilidad del tema financiero se ha traducido en volatilidad en los precios de *commodities* y en que probablemente la caída fuerte del precio del cobre refleje esa circunstancia. Advierte que es difícil sopesar la temporalidad o la permanencia de este ajuste en el precio de algunos *commodities*, que ha sido significativo, pero estima que, en lo fundamental, para efectos de esta decisión y la perspectiva hacia adelante de la política monetaria sí da cuenta de algo discutido anteriormente, esto es, que enfrentamos una corrección de los términos de intercambio que parece más bien permanente hacia precios de largo plazo.

En lo concerniente al ámbito interno, destaca la cifra de actividad, que fue menor que lo esperado, así como el registro de inflación, superior a lo anticipado. A su juicio, ambos tienen elementos importantes de analizar.

En cuanto al bajo registro de actividad, expresa que se ha consolidado definitivamente un proceso de desaceleración desde el cuarto trimestre del año 2013, que ha sido algo más fuerte de lo anticipado, destacando la corrección en la inversión. Agrega que el consumo también ha dado algunas señales de ajuste mayor, y que una serie de antecedentes preliminares permiten anticipar que la economía está transitando hacia tasas de crecimiento menores que las consideradas en el mes de diciembre de 2013. De hecho, las expectativas privadas para este año se sitúan en torno al 3,7%.

Plantea que otros antecedentes, principalmente la trayectoria del mercado laboral, algunos indicadores de crédito y algunas series de expectativas todavía muestran condiciones en rangos normales y dan cuenta de una economía que, en lo grueso, está funcionando cerca de su plena capacidad. No obstante, estima que el elemento fundamental que marca los datos del último mes son las menores expectativas de actividad futura, que debieran permitir anticipar menores presiones inflacionarias en su componente subyacente.

Por otro lado, comenta que el dato de inflación sorprendió al alza, notándose el efecto del aumento del dólar estadounidense y las presiones de márgenes que con ello se han acumulado. Resalta que el alza del tipo de cambio real ha sido importante en los últimos tres meses y que en la medida que tenga un componente permanente de importancia, contribuirá a mantener niveles de inflación en torno a la meta, después de acercarse a la parte alta en los próximos meses. A su juicio, esto amerita ser comunicado y también debe ser anticipado por el mercado.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que especial mención merece la trayectoria observada por el peso en las últimas semanas, no solo por su impacto en la inflación, sino porque la comprensión de las causas es central para identificar el fenómeno que se está produciendo. Sobre este aspecto, señala que la depreciación nominal alcanza a 20%, aproximadamente, desde el mes de mayo de 2013 y es cercana a 10% desde comienzos de año. Además, ha sido mayor que la observada en otros países y ha coincidido con una estabilidad y tendencia a la baja en las tasas de interés domésticas, lo que es un ajuste inducido en parte por nuestras decisiones de política monetaria y, a su vez, refleja la fortaleza del marco de política actual en Chile.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que parte de esta depreciación ha estado relacionada con cambios en las tasas externas y primas por riesgo. Indica que en los últimos meses, ello coincide con la estabilidad en las tasas externas y con una leve caída en las primas por riesgo, lo que sugiere que elementos más bien idiosincrásicos podrían estar operando. Al respecto, y existiendo cierto grado de sobrereacción cambiaria eventualmente, su impresión es que se ha ido consolidando la idea de que un ajuste más permanente del tipo de cambio real es requerido, lo que se ha reflejado en un mayor tipo de cambio esperado.

Con todo, destaca que la política monetaria ha acompañado este proceso de cambios relativos con bajas de 75 puntos base, que han sido coherentes con las cifras observadas y con las perspectivas de inflación. En efecto, la desaceleración ha sido mayor que la anticipada en el IPoM de diciembre último y el ajuste de la TPM también ha sido mayor que el previsto en dicho Informe.

Expresa que el conjunto de antecedentes dan validez al proceso que se ha realizado y, a su juicio, justifican una baja adicional. En adelante, estima que se debe evaluar la trayectoria esperada de la inflación, así como el impacto macroeconómico de los cambios en tasas y precios relativos que han estado ocurriendo.

En su opinión, no es descartable que este proceso deba continuar, pero los antecedentes actuales y una razonable prudencia justifican señalar al mercado cierta estabilidad en la trayectoria de tasas, enfatizando que los movimientos futuros, sin descartarse algún ajuste adicional, dependerán de las condiciones macroeconómicas que se empiecen a visualizar.

Por los motivos antedichos, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria a 4,00%.

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

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

Expresa que las noticias del último mes reafirman las tendencias tanto internas como externas que se han venido observando en el último tiempo, destacándose entre ellas la devaluación del peso.

En el frente externo, menciona que las economías desarrolladas siguen presentando mejores perspectivas, mientras las economías emergentes en general entregan señales de debilidad o deterioro.

Resalta que los mercados financieros no han experimentado cambios significativos; incluso, lo que se observa en el margen es más bien una mejora. En todo caso, plantea que su principal foco de preocupación está hoy en las economías emergentes.

En ese contexto, manifiesta que la situación de China sigue despertando particular inquietud. En efecto, los riesgos relacionados con su evolución futura han aumentado, lo que se puede asociar con el significativo retroceso experimentado por el precio del cobre. Por sus implicancias, plantea que este desarrollo requiere un atento monitoreo.

En lo concerniente al frente interno, indica que las últimas cifras confirman el bajo crecimiento de la actividad, la que evoluciona bastante por debajo de lo anticipado. Hace notar que los datos corroboran, al mismo tiempo, la desaceleración del gasto y, particularmente, de la inversión; y que el consumo entrega señales de moderación, no obstante las relativamente favorables condiciones que aún prevalecen en el mercado laboral.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En el ámbito financiero, destaca el predominio de la estabilidad y que los agregados de crédito evolucionan denotando moderación y prudencia.

Agrega que la inflación volvió a sorprender al alza, lo que se relaciona, entre otros factores, con la devaluación del peso; que la tasa de inflación anual se ha ubicado levemente por sobre el 3% y lo más probable es que se mantenga en la parte alta del rango meta en los próximos meses. Acota que la devaluación tiene efectos principalmente transitorios y el mercado lo reconoce, manteniendo expectativas en línea con la meta de inflación. No obstante lo expresado y considerando la magnitud del ajuste cambiario observado, estima que sus efectos e implicancias deben ser procesados con particular atención.

En suma, manifiesta que todo apunta a que tendremos menos actividad y algo más de inflación que la esperada algunos trimestres atrás.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que en este contexto, las opciones plausibles son mantener la TPM o bajarla en 25 puntos base, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

En su opinión, existe espacio para proceder a una nueva rebaja de la TPM y es recomendable que ello se materialice en esta Reunión. Es una decisión que fluye con claridad del diagnóstico que el Consejo ha comunicado y, además, es lo que espera el mercado. Advierte que la postergación de la decisión podría tener costos altos.

Sin embargo, estima que los próximos pasos requerirán una evaluación cuidadosa. A su juicio, la tensión entre cifras de actividad débiles y cifras de inflación más altas puede plantear dilemas complejos, lo que requerirá mucha prudencia y una muy buena comunicación con el mercado.

Enfatiza que se debe reconocer que la TPM se ubicaría después de un recorte adicional de 25 puntos base en un nivel que calificaría como razonable dadas las condiciones prevalecientes. Plantea que ello, que es evidente al compararnos con otros países, facilita la toma de decisiones, porque resta urgencia y permite graduar adecuadamente en el tiempo las acciones de política.

Respecto del Comunicado, recomienda moderar en alguna medida el tenor de lo que se espera para los próximos meses. Por lo demás, menciona que la preparación del próximo IPoM brindará una buena oportunidad para analizar este punto con mayor profundidad.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por bajar la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 4,00% anual.

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

En lo concerniente al escenario externo, señala que se sigue consolidando la tendencia de mayor crecimiento en las economías desarrolladas, particularmente en Estados Unidos de América, y menor crecimiento en las emergentes. Agrega que en las primeras siguen las dudas sobre la fortaleza de Europa y de Japón, pero más allá de las cifras puntuales, la economía norteamericana tiene un claro patrón ascendente.

Hace notar que en el caso europeo sorprende la baja inflación, con varios países ya en el terreno negativo; y que la apreciación del euro también es motivo de asombro. Añade que el precio del cobre ha tenido una baja importante, mientras que el de los alimentos va al alza.



Consigna que en China, las noticias sobre su eventual fragilidad financiera son preocupantes. Añade que por la importancia de esta economía en el mercado de las materias primas, estas noticias se correlacionan con los recientes desarrollos en el mercado del cobre.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica que en el plano interno se ratifica una desaceleración superior a la proyectada hace unos meses. Precisa que ella es liderada por la inversión, en particular por su componente maquinaria y equipos, mientras que el consumo privado se mantiene creciendo a tasas en torno a las del PIB potencial, aunque moderándose en el margen. Acota que las importaciones en dólares estadounidenses exhiben desde hace ya varios meses tasas de crecimiento en doce meses negativas.

Menciona que, por una parte, el IMACEC del mes de enero sorprendió por su bajo nivel; y que, por otro lado, la inflación de febrero, al igual que la de los meses previos, lo hizo en la dirección opuesta. En su opinión, menos crecimiento y más inflación podría ser visto como un dilema para la política monetaria y, por cierto, de consolidarse estas tendencias, así lo sería. Sin embargo, no parece probable que ello suceda, lo que da pie para que en esta oportunidad se ratifique el sesgo de la Reunión previa y se baje la TPM en 25 puntos base.

Estima que, por una parte, hay elementos que hacen pensar en una recuperación, aunque moderada, de la actividad en la segunda parte del año, tales como una mayor expansividad de la política monetaria y también de la política fiscal, que fue especialmente contractiva en el cuarto trimestre del año pasado; las bajas bases de comparación; la recuperación en Estados Unidos de América; un tipo de cambio que debería incentivar el sector transable, aunque los rezagos podrían ser mayores; las bajas importantes en las tasas de interés de largo plazo, que en muchos casos están cercanas a niveles históricos; y la recuperación de inventarios, entre otros aspectos. Por otra parte, en un escenario de brecha mayor del producto, es dable esperar menores presiones inflacionarias. Hace presente que a ello se suma una inflación internacional, que es particularmente baja en el mundo desarrollado.

En todo caso, manifiesta que es evidente que los riesgos se han acrecentado en ambas dimensiones. Por una parte, un mayor deterioro en las condiciones en China o un menor repunte que el esperado en la inversión, entre otros aspectos, podrían retrasar el proceso de recuperación interna, lo que llevaría a una mayor brecha y a menores presiones inflacionarias con la implicancia de una mayor expansividad de la política monetaria. Por otro lado, el riesgo en materia inflacionaria dice relación principalmente con los efectos de segunda vuelta de la depreciación, que es algo que debe monitorearse en forma permanente para evitar sorpresas negativas. Agrega que los salarios nominales también aumentaron en el margen y que los precios de los alimentos en el mundo han subido. Más aún, se observa una leve alza en las proyecciones de inflación de corto plazo, aunque las expectativas de mediano plazo siguen ancladas en la meta. En todo caso, plantea que una mayor brecha, como la que se está produciendo, debiera reducir la probabilidad de sorpresas negativas en este frente.

En razón de lo expuesto, concluye que en este escenario, las opciones que presenta la Gerencia de División de Estudios son las más razonables y que la opción de bajar la TPM se impone claramente sobre la de mantenerla.

Sin embargo, dado que ya se han completado 100 puntos base de reducción en seis meses y los riesgos antes mencionados, estima que las opciones hacia adelante se deben dejar más abiertas que en el mes de febrero último. En otras palabras, sin descartar que pueda ser necesaria una mayor expansividad de la política monetaria en los próximos meses, el Banco Central podría requerir más tiempo para evaluar el efecto de sus políticas y de otros acontecimientos en las perspectivas de la inflación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Deja constancia que, en su opinión, ello no significa rechazar *a priori* cambios adicionales en el futuro cercano —de hecho, estima que lo más probable es que ello será necesario—, sino que dar únicamente la señal, dentro de un sesgo general a la baja, que los próximos movimientos son menos claros y más dependientes de la información que se vaya acumulando, que lo obrado hasta ahora.

Por los motivos antedichos, expresa que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a 4,00%, manteniendo un sesgo negativo, pero, en la línea de la Minuta de Opciones, más matizado que el de la Reunión anterior.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara señala que se acuerda con el voto del Vicepresidente señor Enrique Marshall, de los Consejeros señores Joaquín Vial y Pablo García, y el suyo propio, reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a 4,00% anual.

En este sentido, y atendido que el Consejero señor Joaquín Vial dejó expresa constancia de su voluntad de sumarse a la mayoría de los Consejeros en el contexto de apoyar una baja en la tasa de política monetaria a 4% en los términos planteados, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la reducción de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a 4,00% anual, se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros.

Al respecto, el Fiscal Subrogante señor Pablo Mattar confirma, a solicitud del Presidente señor Rodrigo Vergara, que en los mismos términos antedichos corresponderá dejar constancia en Acta del resultado de la votación efectuada.

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

N° 208-01-140313 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 4,00% anual.

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

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 4,00% anual.

En el ámbito externo, los antecedentes recientes confirman las perspectivas de recuperación gradual de las economías desarrolladas, mientras que las proyecciones para las emergentes, especialmente de América Latina, han retrocedido. Noticias recientes de China han impactado negativamente el precio del cobre y de otros metales. Los precios de los productos agrícolas mostraron un repunte desde la última RPM, mientras que los de combustibles se mantienen en niveles similares a los de un mes atrás. La inflación de las economías desarrolladas sigue baja, por lo que se anticipa una lenta normalización de sus políticas monetarias, y las condiciones financieras internacionales han permanecido estables.

La economía chilena ha continuado moderando su dinamismo. La actividad y la demanda interna han crecido por debajo de lo anticipado en el IPoM, particularmente en aquellos sectores relacionados con la inversión. La inflación anual ha aumentado, influida por mayores precios de alimentos, combustibles y la depreciación del peso. En términos anuales, la



BANCO CENTRAL DE CHILE

inflación del IPC y la inflación subyacente que excluye alimentos y energía alcanzaron a 3,2% y 2,5%, respectivamente. Las expectativas inflacionarias continúan en torno a 3% en el horizonte relevante para la política monetaria.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17:25 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES  
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE  
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ALBERTO ARENAS DE MESA  
Ministro de Hacienda



PABLO GARCÍA SILVA  
Consejero



PABLO MATTAR OYARZÚN  
Ministro de Fe (S)

