



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 209 celebrada el día jueves 17 de abril de 2014

En Santiago de Chile, a 17 de abril 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,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete ;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia,
doña Erika Arraño González;
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° 209, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de octubre de 2014 se celebre el día jueves 16 de ese mes.

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



El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de índole político que han tenido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, alude a la tensión entre Rusia y Ucrania, señalando que el primer país citado anexó Crimea a su territorio; que varias naciones le impusieron sanciones; que existe preocupación por un posible acuerdo en regiones del Este de Ucrania frente a violentas manifestaciones pro rusas; y que la OTAN ha fortalecido sus posiciones en Europa del Este.

Agrega que la Unión Europea alcanzó un acuerdo sobre el Mecanismo Único de Resolución de Crisis de las empresas bancarias, lo que permitirá completar la Unión Bancaria de la Eurozona.

Por su parte, el Tribunal Constitucional de Alemania rechazó las acciones interpuestas en contra del Fondo de Estabilización Europeo, dando lugar a que se utilice el fondo permanente de rescate. El Banco Central Europeo, en tanto, ha evaluado el uso de medidas de alivio cuantitativo, aunque su aplicación estaría sujeta a los términos en que evolucione la inflación.

Indica que en China, el gobierno presentó un plan de urbanización y un nuevo paquete de estímulo, de alcance acotado, con el objeto de impulsar su economía, aun cuando continúan los temores financieros; y una nueva empresa se declaró en cesación de pagos.

En relación con las economías emergentes, señala que India inició su proceso electoral, que se extenderá por más de un mes; en Turquía, el Primer Ministro recibió apoyo político a través de las elecciones municipales; y en Grecia, se aprobaron los nuevos tramos de rescate y de ayuda al país, que nuevamente emitió bonos a más largo plazo en los mercados internacionales de deuda. Añade que el Fondo Monetario Internacional, la Unión Europea y Estados Unidos de América aprobaron paquetes de ayuda económica a Ucrania, y que en Argentina ha aumentado la tensión política.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación mencionando los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, informa que las tasas de interés de largo plazo han mostrado ligeros cambios tanto en Estados Unidos de América como en la Zona Euro, y que el dólar multilateral se ha depreciado.

En materia de política monetaria, destaca el predominio de las mantenciones de tasas y de medidas de estímulo. En este contexto, resalta la modificación del *forward guidance* por parte de la Reserva Federal, así como una visión de mayor estímulo para la economía norteamericana, desde el momento que el mercado ha entendido que la tasa rectora se mantendrá en niveles muy bajos por un período prolongado. Por su parte, el Banco Central Europeo podría implementar un programa de estímulo monetario en caso de ser necesario, en tanto que el Banco de Japón se abstuvo de adoptar medidas de estímulo adicionales.

Consigna que en Estados Unidos de América, las pruebas de solvencia para la banca arrojaron buenos resultados; Fitch mantuvo la clasificación AAA del país, con perspectiva estable, generando cierto impacto bursátil; y han comenzado a conocerse los resultados de empresas correspondientes al primer trimestre del presente año.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que las principales empresas bancarias estadounidenses fueron calificadas con suficiencia de capital; no obstante, la Reserva Federal rechazó los planes de dividendos presentados por algunas de ellas, generando críticas de la banca en cuanto a la objetividad de los criterios que utiliza este Organismo en dichos ejercicios. En razón de lo expresado, solicita la opinión del señor Sergio Lehmann acerca de la forma en que se realizó dicho proceso.



A juicio del señor Sergio Lehmann, los resultados de este ejercicio reflejan que, en general, los bancos estadounidenses están bien capitalizados y posicionados, sin perjuicio de que algunos de ellos requieren aumentar su capital. Resalta que la lectura de estos resultados ha sido muy positiva, dado que las pruebas de tensión fueron muy estrictas en términos de los requisitos exigidos a los bancos. Sin perjuicio de ello, corrobora un grado de impacto en los mercados bursátiles debido a las exigencias de capital planteadas por dicho Organismo a algunos de ellos.

Finalmente, a título de último hecho destacado en materia de mercados financieros, menciona que las plazas bursátiles de las economías desarrolladas no registraron cambios significativos en el último mes, mientras que aumentaron las situadas en los mercados emergentes.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación haciendo referencia al comportamiento de algunos indicadores de mercado desde la Reunión anterior. En materia bursátil, destaca nuevamente las alzas experimentadas por las bolsas de valores de países emergentes, como es el caso de Turquía, Brasil y también de Chile; las caídas experimentadas por las plazas bursátiles de India, Japón y Perú; y que las bolsas estadounidenses no registraron mayor movimiento en el último mes.

En lo concerniente a paridades, destaca la apreciación de las monedas de economías emergentes, en particular del real brasileño y del peso colombiano. Añade que el peso chileno se ubica entre las cinco monedas más apreciadas de la muestra analizada y que, en contraposición, el yuan chino exhibe la mayor depreciación, debido a una salida de capitales en el margen, la desaceleración de esa economía y la debilidad de su sistema financiero.

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

En primer lugar, manifiesta que en relación con lo observado en la última Reunión, se advierte en materia bursátil un grado de estabilidad en las economías desarrolladas; aumentos algo más significativos, en torno a 13%, en América Latina; y alzas más acotadas en los mercados europeos.

Por su parte, las volatilidades muestran estabilidad y ligeras caídas, mientras que los premios por riesgo disminuyen tanto en la periferia de Europa como en las economías emergentes, en particular, en América Latina.

Agrega que frente a la última semana, las citadas variables exhiben una reversión después de presentar variaciones positivas durante la primera parte del período antedicho.

En materia de tasas de interés, señala que las tasas de largo plazo muestran movimientos acotados en Estados Unidos de América y en la Zona Euro; que se reafirma la expectativa del fin del retiro de estímulo monetario en Estados Unidos de América, conocido como *tapering*, hacia los meses de octubre o noviembre del presente año; y que de acuerdo con las expectativas del mercado, la tasa de instancia se mantendría hasta el segundo semestre del año 2015.

Asimismo, hace notar que conforme a lo observado históricamente en materia de normalización de las tasas de política monetaria, TPM, en Estados Unidos de América se registrará en esta oportunidad una normalización más gradual que en procesos equivalentes en el pasado.



Al continuar con su exposición, expresa que los CDS soberanos han disminuido en las economías desarrolladas y emergentes.

En lo referente a las tasas largas en moneda local de las economías emergentes, destaca los retrocesos relativamente significativos, especialmente en Colombia, Perú, Turquía e Indonesia, que reflejan un mayor interés por invertir en ese tipo de economías.

El señor Sergio Lehmann presenta el *heat map* de paridades y hace notar la apreciación relativamente generalizada de las monedas de economías emergentes, la moderación parcial de las monedas de economías exportadoras de *commodities* durante la última semana, y una depreciación del dólar multilateral bastante marginal. Añade que el yuan chino exhibe una depreciación algo más significativa, en torno a 1,4%, en relación a la Reunión pasada.

Hace presente que al considerar las monedas de Perú, Colombia, Brasil, India, Turquía e Indonesia, se advierte que el peso colombiano y el real brasileño han experimentado apreciaciones significativas, como asimismo, la lira turca y la moneda de Indonesia. Agrega que el tipo de cambio real también anota una apreciación relativamente importante desde la última Reunión.

El señor Sergio Lehmann alude a las principales noticias en materia de actividad y precios, indicando, en primer término, que el *World Economic Outlook*, WEO, redujo levemente el crecimiento esperado para el año 2014, acorde con lo consignado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM.

Destaca que el Fondo Monetario Internacional ha advertido sobre el riesgo de deflación en economías avanzadas, particularmente en Europa, y manifestó su preocupación por los riesgos de índole financiero en las economías emergentes y por la situación política entre Ucrania y Rusia, que está incidiendo en los mercados financieros.

Asimismo, hace presente que el PIB de Estados Unidos de América del cuarto trimestre de 2013 se corrigió a 2,6% trimestre/trimestre anualizado, menor que lo esperado y con una contribución mayor del consumo. Agrega que el desempleo se mantuvo en 6,7%.

Consigna que en Japón se advierte una moderación de la producción industrial y un mayor pesimismo sobre la dinámica de crecimiento a mediano plazo, al mismo tiempo que comenzó a implementarse el alza del IVA desde 5 a 8%.

En lo atinente a China, se confirma la desaceleración de su economía. Sobre este aspecto, si bien el crecimiento del primer trimestre de este año fue de 7,4%, ligeramente por sobre el 7,3% esperado, dicho registro da cuenta de una clara pérdida de dinamismo, luego que en el año 2013 alcanzara a 7,7%. De hecho, se advierte un grado de desaceleración persistente; un debilitamiento de las colocaciones; registros de comercio exterior particularmente decepcionantes; y una contracción de la industria manufacturera medida por el PMI.

Agrega que los PMI manufactureros de las economías emergentes se han deteriorado en parte importante por el retroceso registrado en China, mientras que en las economías avanzadas se muestran estables. El sector servicios, medido por el PMI, recupera su dinamismo en los países desarrollados.

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



A continuación, el señor Sergio Lehmann presenta el cuadro que resume las distintas cifras esperadas y efectivas de actividad en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. Hace notar que Estados Unidos de América muestra indicadores de corto plazo mixtos. En efecto, mientras que los últimos registros de ventas minoristas y producción industrial fueron mejores que lo anticipado; y el empleo, si bien sigue siendo positivo, fue ligeramente menor que lo previsto, ya que continúan generándose puestos de trabajo a un ritmo en torno a los 200 mil empleos.

Manifiesta que la Zona Euro exhibe datos positivos en materia de ventas minoristas y tasas de desempleo, y que la producción industrial estuvo en línea con lo proyectado.

Reitera que en Japón se advierte una pérdida de dinamismo; de hecho, la producción industrial presenta una caída muy significativa.

En cuanto a China, más allá del PIB, que fue ligeramente superior a lo anticipado, da cuenta de una pérdida de fuerza, en línea con la caída de las colocaciones. Hace presente que un elemento que ha generado especial preocupación son las cifras de comercio exterior, ya que contrariamente a lo esperado, tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron bajas relevantes.

Por último, indica que la producción industrial de Brasil aumentó 0,4%, pero en menor medida que lo proyectado, reflejando que esa economía presenta aún cierta debilidad.

En materia de perspectivas, menciona que los PMI manufactureros de las economías desarrolladas superan el pivote de 50 y que los PMI de servicios tienden a contenerse en la punta, particularmente en Estados Unidos de América y en la Zona Euro.

Añade que en Alemania, la encuesta IFO de clima da cuenta de una cierta moderación de la expansividad observada en meses anteriores; que las perspectivas en Japón se han deteriorado en el margen; y que en China, el PMI manufacturero fue menor que lo previsto y que el registrado el mes anterior.

El señor Sergio Lehmann presenta el *heat map* de PMI manufacturero para un conjunto de economías, donde los colores verde y rojo oscuros dan cuenta de PMI superiores a 53,5 y menores que 46,5, respectivamente. Hace notar que, en general, las perspectivas en las economías desarrolladas han mejorado en los últimos meses, en tanto que en las emergentes la situación es algo mixta. Destaca el caso de México y República de Corea, que en el último mes muestran perspectivas más favorables frente a los periodos previos.

Asimismo, alude a las perspectivas existentes en medio de la crisis de los años 2008–2009, la notoria recuperación hasta mediados del año 2011; y nuevamente negativas hasta el primer semestre del año 2013, particularmente en el caso de las economías europeas.

En lo concerniente a Estados Unidos de América, precisa que el desempleo se ubica en 6,7% y que la creación de empleo conserva cierto dinamismo. En materia de crecimiento, resalta el dato correspondiente al cuarto trimestre del año 2013 y, en especial, la contribución positiva que se comienza a observar por parte del gobierno, atendido que el ajuste del sector fiscal constituye un factor que restó crecimiento en los años recientes. Acota que dicho aporte otorga un grado de sostenibilidad al crecimiento de esa economía durante el presente año, que se extendería hacia el año 2015.

En cuanto a la masa salarial, explica que ha tendido a balancearse el aporte entre salario y empleo, luego que hacia el año 2010 se advirtiera una mayor contribución del salario por la generación de un número superior de puestos de trabajo en la economía. Añade que, en general, la masa salarial tiende a alinearse con la evolución del consumo.



A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere al endeudamiento de los sectores no financieros, hogares, negocios y deuda federal de la economía estadounidense, para cuyo efecto exhibe el conjunto de gráficos que se contienen en la lámina N° 18 de la presentación. En primer término, señala que tras la crisis del año 2009, los hogares han ido reduciendo su nivel de endeudamiento sobre el PIB, lo mismo que las empresas; no obstante, desde mediados del año 2012 el apalancamiento de estas últimas ha tendido a aumentar.

Con respecto al balance de los hogares, menciona que sus activos, que incluyen sus posiciones en bolsa y vivienda, han tendido a subir y sus pasivos, a bajar ligeramente. Con ello, el grado de apalancamiento de las familias exhibe una disminución importante desde el año 2009, situándose en la actualidad en un nivel muy similar al observado antes de la crisis y a comienzos de los años 2000. Acota que ello hace presumir la existencia de un espacio para que las familias comiencen a incrementar o sostener el nivel de consumo de la economía en adelante.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al sorprendente aumento de la valoración de los activos de los hogares desde el año 2010 a la fecha, desde US\$70 trillones a una cifra cercana a US\$100 trillones y que es equivalente al 200% del PIB en cinco años.

El señor Sergio Lehmann indica que dicho aumento responde a una recuperación de las posiciones bursátiles y de los precios de las viviendas, teniendo presente que un porcentaje importante de familias tiene posiciones significativas en activos bursátiles, cuyos rendimientos superan el 80% en los últimos 5 o 6 años.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que el componente de ahorro también ha contribuido a mejorar los balances de los hogares. Sobre este aspecto, resalta que luego de presentar tasas negativas en relación al ingreso disponible de las personas, llegó a exhibir tasas del orden del 4% o 5% recientemente.

En lo relativo a la Zona Euro, el señor Sergio Lehmann informa que el mercado laboral ha tendido a estabilizarse, luego que la tasa de desempleo registrara un fuerte aumento entre los años 2011 y 2013; que los PMI superan el pivote de 50, aunque muestran una ligera desaceleración en el margen; y que el último registro de inflación fue de 0,5%, lo que ha generado cierta expectativa acerca de la adopción de alguna medida cuantitativa por parte del Banco Central Europeo.

En cuanto a China, plantea que el PMI manufacturo muestra una nueva caída; los precios de las viviendas han tendido a desacelerarse de manera relativamente importante; y las exportaciones e importaciones exhiben retrocesos en el margen. Sobre este último aspecto, hace notar que la disminución de las exportaciones a las economías emergentes es mayor que hacia las desarrolladas, como también lo es tratándose de las importaciones, lo que es coherente con la desaceleración que se advierte en el mundo emergente frente a las economías avanzadas, que han tendido a recuperar su dinamismo.

Comenta que estas exportaciones podrían estar escondiendo parte de los flujos de capital; por lo tanto, la disminución de los envíos daría cuenta de salidas de capital debido a un menor interés por invertir en esa economía, lo que es acorde también con la depreciación que ha registrado el yuan.

En cuanto a América Latina, manifiesta que los indicadores de corto plazo siguen reflejando un cierto grado de debilidad, aunque se advierte un leve aumento de la producción industrial brasileña y argentina. Agrega que las proyecciones de Consensus Forecast dan cuenta de un mayor dinamismo hacia el segundo semestre del presente ejercicio, que se vería reafirmado el próximo año.



Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann señala que la inflación exhibe movimientos mixtos en América Latina, donde Brasil destaca con aumentos de su inflación total y subyacente, explicados principalmente por el alza del precio de los alimentos, y México y Perú muestran una caída en los registros en doce meses. Añade que en Estados Unidos de América, si bien se advierte un ligero aumento de la inflación junto con energía y alimentos, se mantiene por debajo de su rango meta.

En lo atinente a política monetaria, resalta el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras, como también el cambio en el *forward guidance* de la Reserva Federal.

En cuanto a variaciones futuras de las tasas antedichas, informa que las expectativas son relativamente estables y presentan aumentos algo más marcados en América Latina hacia fin de año respecto de lo proyectado un mes atrás. Agrega que los contratos futuros reflejan que el primer aumento de tasa en Estados Unidos de América se ha postergado levemente y se materializaría en el curso del segundo semestre del año 2015.

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 muestra bastante estabilidad, ubicándose en torno a US\$3 la libra en medio de mayores importaciones desde China; y que los inventarios en las bolsas de metales han tendido a caer.

Plantea que un segundo suceso de importancia en materia de *commodities* dice relación con el precio del petróleo. Precisa que el precio del petróleo WTI registra alzas por una mayor demanda de gasolina por razones de carácter estacional, en tanto que el precio del petróleo Brent no exhibe cambios significativos debido a perspectivas sobre una mayor producción por parte de Libia.

Agrega que los precios de productos agrícolas muestran comportamientos mixtos, ya que se advierte un mercado más ajustado para el maíz y la soya, mientras que el panorama para el trigo es algo más favorable.

A título de último hecho relevante del mes en esta materia, menciona que el índice FAO subió en el mes de marzo, pero su trayectoria se ha corregido a la baja por expectativas de caídas de los precios de la leche y aceites.

En lo concerniente a las principales variaciones de precio observadas desde la última Reunión, precisa que el de la soya y del maíz registraron alzas de 6,6% y 6,4%, respectivamente, y que la gasolina anotó un incremento de 5,0%, aunque no han cambiado las perspectivas en términos muy significativos. En cuanto a los precios de metales, destaca la estabilidad del precio del cobre, que se ubica al día de hoy en US\$3 la libra.

En lo atinente al cobre, señala que el *cash cost* de cuatro grandes productores de este metal, esto es, Chile, Perú, Zambia y México, ha aumentado de manera relevante desde mediados del año 2000 a la fecha. Hace presente que en el caso particular de Chile, se ubica hoy en torno a US\$1,80 debido al significativo incremento del costo de la energía.

A continuación, el señor Sergio Lehmann presenta el gráfico que se contiene en la lámina N° 28, que permite comparar los grandes productores de cobre en materia de intensidad de uso de capital; *cash cost*; costos de energía, de diésel y laborales; y reservas del metal. Hace notar que el *cash cost* de Chile es comparativamente elevado, como también su costo de energía y de mano de obra. Agrega que el costo de energía representa cerca de un tercio del *cash cost*.



Hace presente que de acuerdo con información del CRU, se anticipa un mercado de cobre bien abastecido hasta el año 2018, mientras que a partir del año 2020 comenzaría a observarse una persistente estrechez, dados los actuales proyectos en ejecución y futuros.

En materia de combustibles, menciona que el precio de la gasolina aumentó de acuerdo con lo anticipado, por razones de carácter estacional. Añade que las trayectorias de los precios de la gasolina y del petróleo WTI superan ligeramente las observadas el mes pasado, mientras que la del petróleo Brent es equivalente a la de entonces.

Reitera que el precio de la gasolina ha registrado un aumento mayor que en años anteriores por el mayor dinamismo de la demanda en Estados Unidos de América y razones de carácter estacional, que explican a su vez la caída en los inventarios.

Asimismo, expresa que los precios esperados de alimentos se han corregido a la baja, porque se anticipa una caída adicional en los lácteos por una menor demanda de China y mayor producción.

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

En primer término, señala que los indicadores de actividad han estado en línea con las proyecciones consignadas en el último IPoM. Sobre este aspecto, destaca la mejora que exhibe la producción industrial en Estados Unidos de América y Europa, y la mayor desaceleración de Japón. Entre las economías emergentes, en tanto, China reafirma su tendencia hacia un menor dinamismo, mientras que las perspectivas para el agregado de estas economías apuntan a un crecimiento más alto en el segundo semestre del presente año.

En lo concerniente a los mercados financieros, destaca el mayor apetito por inversión en las economías emergentes, lo que se ha visto reflejado en rendimientos positivos de sus bolsas de valores, apreciación de monedas y menores tasas de interés locales. En las economías desarrolladas, en cambio, los movimientos bursátiles se han visto influenciados por aspectos geopolíticos, específicamente la tensión entre Ucrania y Rusia, y por los resultados de las empresas estadounidenses del primer trimestre del presente ejercicio.

Agrega que las tasas largas en Estados Unidos de América reflejan que el programa de estímulo monetario concluiría en el mes de octubre o noviembre del presente año, y que las alzas de TPM serían graduales a partir del segundo semestre de 2015. Para Europa, en tanto, se espera el inicio de un programa de relajamiento cuantitativo en respuesta a la preocupación que han generado los bajos registros inflacionarios en esa región.

Finalmente, expresa que las perspectivas de precios de *commodities* no presentan cambios significativos frente a lo observado en el IPoM y en la Reunión pasada, y destaca el aumento del precio de la gasolina por mayor demanda y factores estacionales en Estados Unidos de América, el menor precio internacional de la leche y el alza del correspondiente a los cereales.

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 hace referencia al retorno del interés por la inversión en las economías emergentes y declara desconocer las razones que lo explicarían, en particular, porque las causas de la salida de capitales desde esas economías no han experimentado mayor variación. En efecto, las perspectivas sobre China no han mejorado sustancialmente en los últimos meses, como tampoco la percepción acerca de los fundamentos económicos de los países emergentes, ni lo explicaría el retraso de la



normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América. En su opinión, la única razón plausible sería el retorno a una situación de carácter más normal luego de observarse una sobrerreacción frente a los hechos mencionados.

En razón de lo expuesto, consulta por la visión de la Gerencia de División Estudios sobre este panorama más benigno, en especial, si se trata de una situación transitoria o de carácter más permanente.

Sobre este aspecto, el Consejero señor Pablo García manifiesta que de acuerdo con un argumento esgrimido en las recientes Reuniones de Primavera, *Spring Meetings*, organizadas por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, se observa una salida significativa de capitales desde Rusia hacia el resto del mundo emergente, que se advierte más atractivo y de menor costo, frente a la posibilidad de sanciones más graves con motivo de los problemas de ese país con Ucrania. Si bien desconoce la validez de dicho argumento, resalta el notorio incremento de los flujos de capital en Europa del Este.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que el escenario expuesto confirma, en términos generales, lo consignado en el reciente IPoM.

En lo concerniente a los flujos de capital, estima que si bien la salida observada desde las economías emergentes en los últimos tres trimestres constituyó una sobrerreacción que hoy se está corrigiendo, la actual reversión obedece también a ajustes importantes de precios relativos.

En cuanto al precio del cobre, señala que luego de ubicarse en torno a US\$3,20 o US\$3,30 la libra y registrar variaciones semanales en torno a 10 centavos de dólar, se ha estabilizado en torno a US\$3,00 la libra.

En su opinión, las tensiones en Ucrania ameritan un cuidadoso seguimiento y análisis de más largo plazo, ya que no se vislumbra una pronta solución. Es más, sugiere incorporarlas como parte del escenario base, atendido su impacto sobre Europa, como posibles alzas en el costo de la energía y menor actividad, como también sobre el mercado del petróleo a mediano y largo plazo.

Por último, comenta que la Corte Suprema de Estados Unidos de América deberá decidir en estos días si acepta el planteamiento argentino referente a los denominados fondos buitres. A su juicio, es necesario estar atentos a lo que se resuelva, debido a sus implicancias sobre los contratos de deuda soberana a futuro.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall concuerda con lo expresado precedentemente en cuanto a la importancia que reviste explorar las razones que explicarían una mejor percepción sobre el panorama económico, en particular del mundo emergente. En su opinión, podría responder a una atenuación de los riesgos y a la consolidación del escenario de crecimiento.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consigna que en las recientes Reuniones de Primavera predominaba un clima más positivo sobre la economía mundial, en particular respecto de las economías desarrolladas y muy específicamente en lo concerniente a Estados Unidos de América. Asimismo, Europa y también Japón.

Resalta que el *tapering* se ha implementado de forma muy gradual y que los movimientos que se originaron al comienzo de este proceso habrían respondido a problemas de carácter comunicacional. A su juicio, se encuentra internalizado que las compras de activos concluirán antes del término del presente ejercicio y que la Reserva Federal no acordará un aumento de la tasa rectora antes del segundo semestre del próximo año.



En materia de riesgos, expresa su concordancia en cuanto a que las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania podrían incidir negativamente en los mercados financieros.

Por último, consulta sobre la visión de la Gerencia de División de Estudios acerca de la situación de China, atendido que algunos sostienen que esa economía se desacelera y otros, que ha evolucionado de acuerdo con lo esperado.

El Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz hace referencia a los flujos de capital hacia las economías emergentes y su relación con la situación de Estados Unidos de América. Sobre este aspecto, señala que de acuerdo con la visión recogida de su reciente participación en las citadas Reuniones de Primavera, la atención no está puesta mayormente en el aumento o retorno del apetito por invertir en dichas economías, sino que en la existencia de un grado de preocupación por la toma de riesgo en Estados Unidos de América.

Alude a lo anterior como contraparte al desapalancamiento de los hogares que se ha informado por parte del señor Sergio Lehmann en su presentación, con el objeto de establecer si existe algún grado de preocupación por potenciales escenarios futuros de problemas financieros o de situaciones específicas de esta naturaleza generados por el aumento del endeudamiento corporativo en Estados Unidos de América en términos de los niveles, su composición y concentración en créditos más riesgosos, y por la mantención del apetito por riesgo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que de su participación en las Reuniones de Primavera, los aspectos a destacar son las mejores perspectivas para Estados Unidos de América, que el *tapering* ha sido internalizado por los mercados y que los movimientos futuros de la Reserva Federal serán muy lentos.

De hecho, hace notar que transcurridos varios meses desde el comienzo del retiro del estímulo monetario en dicho país, las tasas de interés de los bonos a 10 años se ubican en 2,7% versus 3% antes de su inicio en el mes de diciembre. Agrega que un tercer aspecto a resaltar consiste en que a China se le atribuye una importancia relativa bastante menor que la que le asignamos, razón por la que su evolución no aparece como un riesgo mayor para la recuperación de la economía mundial. En cuanto a América Latina, en cambio, se advierte un mayor pesimismo acerca de la capacidad de crecimiento de la región hacia los años 2015 y 2016; las reformas que se han implementado o se han postergado; y por las nuevas fuentes de crecimiento.

Por último, comenta que se advierten algunas situaciones de vulnerabilidad, tales como la evolución de las economías emergentes o un *tapering* algo más abrupto que lo anticipado.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann consigna que el mayor apetito por inversión en economías emergentes se ha observado únicamente en el último mes, razón por la que no se puede descartar alguna reversión en los meses siguientes. En su opinión, si bien se observó inicialmente un grado de sobre-reacción, se percibe que la desaceleración de las economías emergentes habría llegado a su fin, advirtiéndose, por tanto, perspectivas más positivas en términos de crecimiento para el segundo semestre de este año y también hacia el 2015, en particular en lo referente a Indonesia y Turquía.

El señor Luis Óscar Herrera hace notar el cambio en la composición de los inversionistas, tanto en el mercado estadounidense como en los emergentes, observándose un traspaso desde inversionistas institucionales a un mayor porcentaje de inversionistas *retail*, que toman posiciones de más corto plazo. A su juicio, ello podría introducir mayor volatilidad a los mercados.



En cuanto a China, el señor Sergio Lehmann estima que se encuentra en proceso la desaceleración de su economía. Expresa que si bien el crecimiento del primer trimestre fue ligeramente mayor que el anticipado, es concordante con lo consignado en el último IPoM y lo proyectado para el presente año. Por su parte, los datos coyunturales de comercio, que exhiben un grado mayor de volatilidad que lo esperado, también reafirman la desaceleración de esa economía. Agrega que los riesgos se mantienen y que las medidas de estímulo anunciadas por la autoridad son bastante acotadas y, de alguna manera, dan lugar a estimar que esta desaceleración se esté incorporando y sea parte del proceso natural de convergencia hacia un crecimiento más sostenido al largo plazo.

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

El señor Miguel Fuentes, antes de dar inicio a la presentación del escenario interno, hace propicia esta oportunidad para agradecer al Consejo por su designación en el cargo de Gerente de Análisis Macroeconómico, que fue acordada en la Sesión celebrada esta mañana, así como la confianza depositada en él por el Gerente de División Estudios señor Luis Oscar Herrera, y manifiesta su disposición a seguir contribuyendo en el trabajo de dicha Gerencia y del Banco.

Asimismo, expresa su agradecimiento al Asesor del Ministro de Hacienda señor Claudio Soto, quien desempeñara anteriormente la función de Gerente de Análisis Macroeconómico de la Institución en carácter de su superior directo, ya que ello contribuyó a su nominación en dicho cargo.

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

Los indicadores de actividad dan cuenta de un bajo dinamismo, excepto los relacionados con la demanda interna, que reflejan un comportamiento más vigoroso que el anticipado.

Asimismo, los últimos indicadores de inversión no exhiben un deterioro adicional, mientras que el crecimiento del consumo privado presenta una moderación mayor que el previsto.

En materia de inflación, destaca que los registros del IPC total y subyacente excedieron la proyección interna y la del mercado, en un contexto en que se produjeron algunas sorpresas inflacionarias y junto con ello, se anunció la reforma tributaria, que podría tener algún efecto sobre el nivel de precios. En todo caso, expresa que la inflación permanece alineada en torno a la meta en el horizonte de política.

Agrega que el peso chileno, en línea con otras monedas de países emergentes, se apreció desde el cierre del IPoM del mes de marzo.

A título de último hecho destacado del mes, menciona que las encuestas de analistas y las tasas de mercado indican con bastante claridad que se mantendrá la TPM en esta Reunión. Para los próximos meses, en cambio, se anticipan dos recortes adicionales, lo que constituye un cambio frente al escenario anterior a la publicación del Informe antedicho.



El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación, planteando que en materia de actividad, el IMACEC registró un crecimiento de 2,9% en el mes de febrero, superior a la estimación de mercado, influido por un repunte sorpresivo de la actividad minera. Agrega que para el mes de marzo se prevé un registro en torno a 3,3%, por cuanto la mayor actividad minera tendría un carácter más permanente y se observaría además una elevada tasa de crecimiento de las exportaciones mineras, asociada a una significativa desacumulación de inventarios y a una mayor producción efectiva de cobre. Consigna que este incremento del aporte del sector minero ha llevado a corregir al alza la proyección trimestral de crecimiento del sector recursos naturales y de la economía en su conjunto.

El señor Miguel Fuentes hace notar que la inversión sigue contribuyendo negativamente al crecimiento de la demanda interna y que, de hecho, tanto la demanda final como la interna exhiben tasas de crecimiento menores que la de la oferta total.

Asimismo, resalta que en términos de los indicadores de inversión, las importaciones de bienes de capital dan cuenta de un repunte luego de haber exhibido una apreciable caída a fines del año pasado. Las series de cemento y hormigón, en tanto, presentan niveles estables en la punta, pero algo menores que hace un año.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta acerca de si la discrepancia entre la producción y despacho de cemento es atribuible a las importaciones de este producto. Enfatiza la importancia de aclarar este aspecto, porque en caso afirmativo, se trataría de una sustitución más que de una desaceleración en el uso de dicho insumo para la construcción.

El señor Miguel Fuentes hace presente que no solo se importa cemento, sino que estas importaciones han tendido a aumentar su participación en la oferta total, alcanzando actualmente a una cifra en torno al 15% o 20%. En todo caso, hace presente que al sumar las importaciones de cemento, la tasa crecimiento de la producción doméstica sigue siendo negativa, pero en un grado menor.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Claudio Soto hace referencia a la inversión en aeronaves y consulta acerca de su contabilización por parte de LATAM Group.

El señor Miguel Fuentes señala que dicha empresa ha informado un plan de inversión algo menor que el del año anterior, en tanto el Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña precisa que por el momento no ha reportado hasta esta fecha compras de aeronaves y agrega que hasta el año pasado, las importaciones de aeronaves para los vuelos entre las ciudades de Sao Paulo y Río de Janeiro constituía una importación chilena, por tratarse de un *leasing* financiero. Actualmente, en cambio, se trataría de un arrendamiento de aeronaves y, por lo tanto, no se contabilizaría como importación y tampoco inversión.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y menciona que las expectativas empresariales no exhiben grandes cambios desde la última Reunión, manteniéndose en torno al pivote neutral, pero en terreno pesimista. Resalta que se mantiene el grado de disparidad entre sectores, por cuanto el sector construcción aparece por varios meses con perspectivas negativas y generalizadas a través de todos sus componentes, mientras que el comercio se mantiene en niveles optimistas, aunque más bajos que a mediados del año pasado; y, por su parte, la industria se sitúa en torno al valor neutral.

El Consejero señor Joaquín Vial solicita que se precise si en los meses anteriores se advierte alguna correlación entre el pesimismo de los empresarios y las discusiones sobre la reforma tributaria.

El señor Miguel Fuentes señala que el IMCE registró en el mes de mayo de 2013 una importante caída, que tendió a coincidir con el anuncio de la idea de suprimir el FUT como parte del programa presidencial de la entonces candidata señora Michelle Bachelet.



El Asesor del Ministro de Hacienda señor Claudio Soto hace notar que una eventual incidencia del anuncio antedicho en el pesimismo de los empresarios debería haberse materializado de manera homogénea en todos los sectores, lo que no aconteció, ya que aumentó principalmente en el sector construcción.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación señalando que en relación con los fundamentos del consumo, la tasa de crecimiento de la masa salarial se mantiene en niveles semejantes a los observados en meses anteriores, y que persiste la tendencia de una marcada mayor contribución del empleo por cuenta propia en desmedro del empleo asalariado.

Por su parte, las expectativas de los consumidores, en términos desestacionalizados, tuvieron un leve repunte; no obstante, al considerar los tres indicadores de compra de bienes durables que se incluyen en el indicador sintético del IPEC, se advierte un deterioro sostenido en la disposición de las personas a adquirir bienes durables, lo que ha tenido un correlato en las ventas efectivas de este tipo de bienes, especialmente de automóviles.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa que la percepción acerca de la compra de bienes durables que se presenta en el gráfico que se contiene en la parte derecha de la lámina N° 40, figura bajo el pivote 50 y, por lo tanto, no refleja el significativo aumento de las compras de este tipo de bienes en los trimestres pasados.

El señor Miguel Fuentes aclara que el índice IPEC da cuenta del porcentaje de personas que estiman que se trata de un buen momento para adquirir bienes durables, no así de las compras efectivas de dichos bienes. En todo caso, reconoce que este indicador puede no ser lo suficientemente informativo. A título ejemplar, comenta que en los años 2011, 2012 y 2013, el porcentaje de encuestados que respondió en esa forma fue bastante bajo en términos históricos, en circunstancias en que dicho período se observó un fuerte aumento de compras de viviendas.

En lo concerniente al mercado laboral, destaca que la tasa marginal de desempleo, que exhibió un alza significativa el mes pasado, registra una reversión desde 7,5% a 5,6%, llevando con ello la tasa de desempleo a cierta estabilidad, por cuanto la contribución de la fuerza de trabajo es similar a la del empleo.

En términos de otros indicadores del mercado laboral, menciona que la trayectoria reciente de las vacantes sería consistente con un mercado laboral con mayores holguras.

En relación con los componentes del consumo privado, manifiesta que el consumo no durable mantuvo su tasa de crecimiento. Por su parte, los indicadores de automóviles exhiben una notoria caída en sus componentes de importaciones y ventas, lo que ha tendido a impactar negativamente y de manera significativa el dato de consumo de bienes durables.

En cuanto a al consumo de servicios, que tiene una ponderación relevante en el consumo de hogares y del PIB, ha continuado desacelerándose.

En lo concerniente al comercio exterior, resalta su alto dinamismo en el mes de marzo y la menor profundización de la caída de las importaciones en doce meses.

Por otra parte, destaca la recuperación del gasto público en el bimestre enero-febrero, en particular el componente de inversión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro observa que en la Minuta de Antecedentes de esta Reunión, en aquella parte referida a la demanda, se consigna un cambio en la proyección frente a la última RPM, y que las expectativas sobre el consumo de gobierno mejoraron luego de conocerse los datos recientes sobre ejecución presupuestaria. Sobre este aspecto, plantea que si bien puede tratarse de un traspaso intertemporal de dicha ejecución desde fin del año 2013 hacia la mitad del presente ejercicio, no debería generarse un cambio en la proyección entre un mes y otro, dado que el supuesto sobre una ejecución íntegra del presupuesto anual no ha cambiado respecto del mes pasado.

El señor Miguel Fuentes expresa que en lo concerniente a la inversión fiscal, se advierte un ritmo de ejecución similar o mayor que el de años anteriores, y que el cambio más importante de la proyección se refiere a la parte del consumo de gobierno que es provista por Cuentas Nacionales. Agrega que parte de ello se incorporará como un mayor dinamismo en el segundo trimestre del año, en tanto que en la última parte del ejercicio no se observarán efectos significativos, porque los gastos anuales se encuentran limitados por la Ley de Presupuesto.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que, en general, el consumo de gobierno es bastante estable año a año, no así la inversión, porque en algunos períodos se atrasan los proyectos y en otros, en cambio, se adelantan. En su opinión, no es sorprendente advertir una elevada ejecución de la inversión en el primer trimestre del presente ejercicio, porque ella fue muy baja a fines del año pasado. Añade que el aumento de la ejecución de la inversión que se espera para el segundo semestre podría ser menor, porque ya se advierte su normalización.

El señor Claudio Soto señala que las elevadas tasas de crecimiento de inversión pública que se han consignado pueden responder a bases de comparación muy bajas, en particular de los meses enero y febrero, razón por la que conforme vaya transcurriendo el año, se tendrán medidas más claras acerca de la tendencia del crecimiento de dicha inversión.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación manifestando que los sectores comercio e industria siguen evaluando sus existencias de excesivas, y que ha aumentado la ponderación de aquellas empresas que esperan que sus ventas sean bajas durante el presente año. Por lo tanto, el menor ritmo de acumulación de existencias que se observa en el primer trimestre sería un fenómeno deseado por las empresas.

Por su parte, las empresas comercializadoras de automóviles comprendidas en el IMCE, reportan caídas de sus ventas, e inventarios con un creciente exceso respecto del nivel óptimo.

En lo concerniente a las proyecciones, indica que en línea con el IMACEC del mes de febrero, mayor que lo proyectado, y la reevaluación del escenario para el mes de marzo, se ha corregido al alza la proyección de minería del trimestre en forma importante y con ello, el PIB de recursos naturales y también el producto, porque dicha alza compensa el menor crecimiento esperado del PIB resto para el mes de febrero.

Hace presente que las proyecciones para el segundo trimestre se mantienen sin variaciones importantes, pero sí se advierten algunos rebalances en términos del sector resto, porque se anticipa un sector industria más dinámico, mientras que los sectores ligados a la inversión se han ajustado a la baja.

En lo atinente a la demanda final, destaca la corrección a la baja para el primer trimestre, asociada al menor crecimiento del consumo privado, explicado a su vez por el componente servicios y de bienes durables.



El consumo de gobierno, en cambio, se ha corregido al alza; la formación de capital fijo, levemente a la baja, debido a un menor dinamismo del sector construcción; y las existencias, fuertemente a la baja, como resultado del notorio aumento de las exportaciones mineras y la desacumulación de inventarios en los sectores comercio e industria.

Agrega que el IMACEC del mes del mes de marzo crecería en torno a 3,3%, mientras que la última Encuesta de Expectativas Económicas contempla un valor de 3,0%.

El señor Miguel Fuentes menciona que las colocaciones a personas no registraron variación en el mes de marzo, las colocaciones comerciales se desaceleraron, mientras que los créditos hipotecarios exhiben un leve aumento. Añade que las tasas de interés de las colocaciones comerciales e hipotecarias no registraron variaciones relevantes en el último mes, acorde con el comportamiento de sus fundamentos.

En todo caso, deja constancia que en la última Encuesta de Crédito Bancario, los bancos informaron haber adoptado condiciones más restrictivas para los créditos a las empresas constructoras e inmobiliarias, tanto en lo referente a su disposición como en términos de la percepción sobre la demanda por crédito. Tratándose de los créditos de consumo, las empresas bancarias también perciben una demanda menos dinámica y una oferta menos expansiva.

Por otra parte, destaca que el tipo de cambio se apreció en \$25 desde la última Reunión y que con ello, el tipo de cambio real se ubica en 96,6.

Añade que los salarios reales continúan mostrando señales de un menor dinamismo, en línea con el mayor registro inflacionario; y que los salarios nominales se han mantenido estables.

El Consejero señor Joaquín Vial consigna que la disminución de los salarios reales es el resultado de los salarios nominales y de una inflación que ha estado sorprendiendo al alza, y en este sentido, expresa que el comportamiento de los salarios reales no le genera preocupación, no así lo referente a la evolución de los salarios nominales.

El señor Miguel Fuentes hace presente que alrededor de 0,2 puntos del alza de los salarios nominales se explica por un efecto base, mientras que los promedios móviles no registran mayor variación. En efecto, el dato puntual del mes de febrero fue bajo en términos de sus patrones históricos, pero mayor que el registrado en ese mismo mes el año pasado, que no solo fue extraordinariamente bajo, sino que el menor de los últimos diez años.

El Consejero señor Pablo García plantea que en la medida que la aceleración de los salarios nominales se encuentre alineada con un aumento de la inflación, se debería esperar un incremento de ellos después de observarse mayores registros inflacionarios, y sobre este aspecto, consulta si el alza de dichos salarios producto del reciente aumento de la inflación ha sido acorde o es mayor que lo esperado.

El señor Miguel Fuentes señala que no se advierte una indexación muy significativa en el corto plazo. A nivel sectorial, en cambio, se observa una notoria aceleración de los salarios del sector financiero, que han registrado una especial recuperación debido al pago de reajustes, constituyendo de hecho el sector que presentó los incrementos más relevantes en los dos primeros meses del año.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que los movimientos que han registrado los salarios representan volatilidades menores comparadas con las habituales, no obstante lo cual constituyen ciertamente un tema de preocupación. En todo caso, atendidos los datos



de flujos del mercado laboral y otros elementos, debieran atenuarse con el tiempo; en caso contrario, será necesario reevaluar el comportamiento de los salarios y las tendencias inflacionarias, ya que parte del análisis interno se basa en que estas tendencias deberían aminorarse.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de analizar este tema sobre la base de algunos elementos de carácter más cuantitativo, para fines de evitar errores reiterados en nuestras estimaciones. A modo de ejemplo, señala que en determinadas ocasiones, las variaciones de los salarios se relacionan con otros factores, tales como políticos, entre otros, más que con el comportamiento del mercado laboral, razón por la que estima que sería necesario contar con modelo del tipo de la curva de Phillips o similar, para efectos de determinar si las variables se están comportando de acuerdo a lo esperado y si los errores en las estimaciones han experimentado fluctuaciones.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y manifiesta que el IPC del mes de marzo registró una variación mayor que la esperada internamente, debido a las sorpresas provenientes de los ítems *core*, tanto en bienes como en servicios.

Hace presente que la sorpresa de servicios se concretó en el servicio de telefonía móvil, debido a que la reducción de 40% en los cargos de acceso no se ha materializado, lo cual representa alrededor de una décima de diferencia en el primer trimestre del año.

Asimismo, comenta que la inflación de servicios ha evolucionado en línea con los salarios, aunque su crecimiento es alrededor de dos puntos menor que el de los salarios.

En lo concerniente a las sorpresas inflacionarias en el primer trimestre del presente ejercicio, plantea que la mayor de ellas de índole positiva se registró en los servicios SAE, explicada principalmente por la telefonía móvil y por el alza del servicio de transporte interurbano. Añade que el servicio de educación, si bien no anotó un incremento superior al anticipado, se incrementó su participación en el IPC y, por lo tanto, los errores son más significativos en ese elemento.

En términos de los bienes SAE, resalta la sorpresa negativa en los tres primeros meses del año, en el sentido que se ha subestimado la inflación y el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a precios. Añade que la oportunidad en que se han producido alzas de precios de algunos bienes también ha diferido respecto de lo anticipado. A título ejemplar, señala que se esperó un alza de los precios de automóviles en los meses de enero y febrero, pero que esta se produjo en el mes de marzo y fue superior a la anticipada.

El señor Miguel Fuentes informa que el Ministerio de Hacienda modificó en el día de ayer los parámetros del SIPCO, estimándose que ello atenuará en \$10 las alzas de precio de los combustibles y que no tendrá gran incidencia en la inflación SAE. En cuanto a las variaciones en doce meses, en cambio, se espera para el mes de mayo una variación anual de 4,1% versus 4,0% proyectado previamente, atendido el comportamiento del precio internacional de la gasolina y del tipo de cambio. Para el presente año, en tanto, se anticipa una variación de 3,3%, frente al 3,0% consignado en el último IPoM.

Por último, deja constancia que el elevado registro inflacionario del mes de marzo no se tradujo en un cambio importante en las expectativas de inflación de corto plazo, como tampoco en el horizonte de política.

Al concluir su presentación, manifiesta que la información que se extrae de las encuestas sugiere que la TPM llegaría a 3,5% al término del presente año. Para esta Reunión, en tanto, existe un consenso amplio entre los consultados en cuanto a que se mantendrá la tasa rectora en 4% anual, mientras que para la Reunión del mes



de mayo, la mayoría de los analistas espera una reducción de 25 puntos base, mientras un 40% de ellos estima que permanecerá sin variación.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes.

Hace notar que la balanza comercial en los primeros tres meses del año muestra cifras bastante altas y muy superiores a lo estimado para el presente año.

Asimismo, consulta acerca de si la depreciación que exhibe el tipo de cambio en los últimos días, en torno a \$25, constituiría un fenómeno generalizado o si ha sido mayor en Chile.

Además, solicita al Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria señor Enrique Orellana que proporcione su visión sobre el panorama observado en las regiones que visitó recientemente, en particular en materia de empleo.

El Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz consulta sobre si los gastos que demandarán los procesos de reconstrucción en el norte del país y en Valparaíso generarán algún cambio en las proyecciones, y si existe algún fondo especial para dicho propósito que no esté contemplado en el presupuesto anual de la Nación.

El señor Miguel Fuentes indica que en el evento que dichos fondos provengan de reasignaciones presupuestarias, no se generarán cambios de importancia en el agregado.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que en materia de actividad, la trayectoria es similar a la consignada en el último IPoM. En lo concerniente a la inflación, menciona que las variaciones anuales se acercan al 4% en los próximos meses y que las recientes alzas serían más persistentes que lo previsto, las que si bien no constituyen cambios dramáticos, se manifiestan, en su opinión, en una dirección que generan algún grado de incomodidad.

El Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria señor Enrique Orellana da cuenta de las visitas efectuadas la semana pasada a las regiones Cuarta, Quinta, Sexta, Octava y Décima.

En lo referente a actividad, informa que la mayor parte de los entrevistados anticipa un segundo trimestre muy similar al primero, en cuanto a que la economía no continuará desacelerándose, pero tampoco se reactivará; mientras que aquellos que tienen alguna relación con el consumo, advierten un debilitamiento importante de esta variable.

Agrega que en las ciudades del norte del país, el sector ligado a la minería está prácticamente paralizado, porque quienes tenían proyectos se han limitado a concluirlos y mantenerlos, no obstante lo cual esperan un buen segundo trimestre y una reactivación del sector hacia el término del año, aunque sus expectativas no tienen una base sólida que las sustente.

En materia de empleo, predomina la visión de una situación menos estrecha que en los trimestres previos. En efecto, no se advierte presión sobre los salarios, como tampoco de personas que cambien de empleo o que negocien un mayor sueldo por contar con otras ofertas de trabajo. Añade que en el sector agrícola se registró una menor demanda de mano de obra durante el verano, en razón de que las plantaciones fueron menores que lo habitual debido a la sequía.



Por último, señala que en lo relativo al tipo de cambio, la mayor parte de las personas entrevistadas manifestó tranquilidad, por cuanto han traspasado parte de la depreciación a precios; han ajustado sus márgenes en alguna medida; o se encuentran en alguna situación de competencia en el mercado que no les permite efectuar nuevos ajustes, menos aún atendida la caída del consumo que han informado. Agrega que además un alto porcentaje de ellas formuló sus presupuestos anuales con un tipo de cambio muy inferior al prevaleciente en estos días. Añade que las personas ligadas al sector agrícola o exportador, manifiestan bastante tranquilidad y de hecho las exportaciones del primer trimestre se materializaron a buenos precios, explicando de paso el aumento de los envíos en el primer trimestre del presente año.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier, respondiendo la consulta formulada por el Presidente señor Rodrigo Vergara, señala que en el último mes, el tipo de cambio ha registrado movimientos similares a los exhibidos por las monedas comparables, mientras que a fines del mes de marzo se observó una sobreapreciación del peso, que respondió a una corrección del precio del cobre.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta al Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz por su visión acerca de la tasa máxima convencional.

El señor Claudio Raddatz informa que la Gerencia a su cargo se encuentra analizando diversas fuentes de datos en el contexto del próximo Informe de Estabilidad Financiera y que hasta esta fecha no se advierte un impacto, salvo la disminución en la participación de la banca *retail* desde mediados del año pasado.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que en materia de sorpresas marginales, destaca la relativa al comportamiento de la inflación en el último mes y también en los meses previos.

Expresa que el diagnóstico interno sobre el comportamiento reciente de la inflación apunta a una situación de carácter transitorio. No obstante, desde una perspectiva de orden táctico o de corto plazo, plantea un desafío en lo concerniente a la comunicación de las decisiones que se están adoptando en este sentido y en la forma en que se realiza la política monetaria.

Agrega que las proyecciones inflacionarias para los próximos meses, si bien se encuentran en la parte alta del rango meta en el acumulado en doce meses, anticipan registros mensuales bastante acotados, que deberían llevar la inflación al centro de dicho rango.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier hace presente que las tasas *swap* proyectan una disminución de la TPM en esta Reunión y un recorte adicional que se materializaría próximamente.

El señor Luis Óscar Herrera resalta que hasta esta fecha, las recientes sorpresas en materia de inflación no han afectado las perspectivas inflacionarias como tampoco la trayectoria de la política monetaria y de hecho, en el último mes, a pesar de las sorpresas antedichas, las expectativas sobre la tasa rectora se han corregido marginalmente a la baja. Por lo tanto, en su opinión, ello no ha generado un cambio en el panorama que tiene el mercado sobre el curso de la economía.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca el funcionamiento aparentemente normal del mercado financiero y el predominio de bajas tasas de interés. Asimismo, plantea que todo parece indicar que las perspectivas de crecimiento a la baja que se han discutido en los últimos seis meses no han venido acompañadas en absoluto de un mercado financiero más restrictivo, en razón de un buen desarrollo de la política monetaria. Sobre este aspecto,



consulta acerca de si en períodos anteriores en que se corrigió el crecimiento a la baja, las perspectivas, los *spreads* de riesgo y las condiciones de crédito se estrecharon en mayor medida de lo que se advierte actualmente.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por el registro de inflación que espera el mercado para el mes de abril. El señor Matías Bernier precisa que se anticipa una variación de 0,16% para el mes de abril y de 0,22% para mayo.

En opinión del Consejero señor Pablo García, se estaría produciendo un cambio marginal en la trayectoria esperada de la política monetaria, no solo en el corto plazo, hasta un nivel de 3,75% o de 3,5%, sino que también un aplanamiento de la curva con posterioridad. En consecuencia, el actual escenario de menor crecimiento no estaría incidiendo mayormente en el estímulo inmediato, sino que en la trayectoria posterior, que anticipa un alza de tasas a fin de año o a principios del próximo, generándose una diferencia con las expectativas que se extraen de las encuestas. A su juicio, la discusión de política monetaria debería centrarse en la trayectoria de la tasa rectora a mediano plazo, más que en una rebaja inmediata que ya no es objeto de discusión.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:25 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° 209, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de octubre de 2014 se efectuará el día jueves 16 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

En lo concerniente al escenario externo, consigna que se ha observado la disminución de los premios por riesgo soberano y bancario tanto en las economías desarrolladas como emergentes; el retroceso acotado de la volatilidad de los mercados financieros internacionales; como asimismo, el aumento registrado por las bolsas de economías emergentes y la depreciación del dólar estadounidense a nivel internacional.

Asimismo, informa que el Fondo Monetario Internacional corrigió a la baja la proyección de crecimiento de las economías emergentes, mientras que mantuvo sin cambios significativos la referida a las desarrolladas. Hace notar que este escenario global es similar al contenido en el IPoM del mes de marzo.

Por su parte, la Reserva Federal ha continuado disminuyendo su programa de compras de activos, pero comunicó la intención de mantener la tasa rectora en su nivel actual por un tiempo considerable tras la culminación de dicho programa. En este aspecto, el consenso de mercado anticipa una primera alza para mediados del año 2015, pero existe mayor incertidumbre sobre el curso posterior de la política monetaria. En Europa, en cambio, se ha mencionado la posibilidad de adoptar medidas tradicionales de relajamiento monetario.

Por último, indica que, en general, los precios de las materias primas han aumentado y en este aspecto, destaca el incremento del precio de la gasolina y el de los productos agrícolas, y entre estos últimos, el de los cereales.



En lo atinente al plano local, señala que la actividad del mes de febrero mostró un crecimiento anual superior al de meses anteriores, influido por el dinamismo del sector minero, mientras que otros sectores ligados a la demanda, y particularmente a la inversión, siguen exhibiendo un bajo desempeño en materia de crecimiento, que incluso se corrige a la baja en las proyecciones de corto plazo.

Hace presente que la inflación del mes de marzo fue superior a lo previsto por las expectativas de mercado, reflejando sorpresas en el comportamiento de algunos servicios específicos; que el traspaso de la depreciación del peso chileno a los precios de bienes transables se encuentra dentro de lo previsto; y que las expectativas de corto plazo experimentaron cambios menores y las de mediano plazo se mantuvieron en 3% anual.

Agrega que, con vaivenes, el tipo de cambio nominal se apreció, ubicándose en torno a \$555 por dólar estadounidense al cierre de la Minuta de Opciones de la presente Reunión.

Finalmente, comenta que las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado a la baja, y que la mediana de los encuestados considera la posibilidad de que se produzcan dos recortes en los próximos meses, lo que también se ve reflejado en los precios de los activos financieros. Sin embargo, para esta Reunión, el consenso apunta a que la TPM se mantendría en 4,0% anual.

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

En primer término y a título de resumen de los antecedentes expuestos, señala que el panorama internacional es similar al analizado en la Reunión pasada y al consignado en el IPoM del mes de marzo, salvo por una mejora en las condiciones financieras globales. Sin embargo, continúa la preocupación por el crecimiento económico y el sistema financiero en China.

En segundo lugar, menciona que los antecedentes internos confirman que la actividad resto y la demanda final crecen a un ritmo moderado, lo que en el margen está relajando la intensidad de uso de la capacidad instalada y las presiones sobre el mercado laboral. La tasa de desempleo, sin embargo, sigue en niveles bajos en términos históricos.

En materia de inflación, indica que el registro del mes de marzo sorprendió nuevamente al alza, y que en los últimos tres meses, el IPC y el IPCSAE han acumulado aumentos de 1,5 y 1,4 puntos porcentuales, respectivamente, comportamiento que refleja, en lo sustantivo, el impacto de la depreciación del peso, así como alzas en los precios internacionales de la energía y de los alimentos. Resalta, sin embargo, que las expectativas inflacionarias para los plazos relevantes de la política monetaria se mantienen en torno al 3% anual, esperándose que las holguras de capacidad que se están creando contribuyan a reducir las presiones inflacionarias internas a mediano plazo.

En cuanto a la opción de mantener la TPM, plantea que esta alternativa se puede justificar en que la tasa rectora se ha recortado en 100 puntos base en meses recientes, el crédito interno continúa fluyendo normalmente hacia los hogares y empresas, las tasas de corto y largo plazo en el mercado han disminuido y el tipo de cambio real se encuentra depreciado respecto de sus promedios históricos, mientras que la inflación ya está en torno a la meta de 3% anual. En este contexto, mantener la tasa en esta oportunidad, sin descartar la posibilidad de realizar ajustes adicionales más adelante, permitiría acumular más antecedentes sobre los efectos de las correcciones ya realizadas a la política monetaria y la persistencia de las sorpresas inflacionarias que se han observado en los últimos meses.



En lo referente a los aspectos tácticos, indica que la decisión de mantener la TPM en esta oportunidad coincide con la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que no debería afectar la curva de tasas de interés en la medida que se mantenga el tono del sesgo a la baja del Comunicado anterior. Por lo demás, las tasas de mercado tienen incorporada la posibilidad de ajustes adicionales de la política monetaria, acorde con el escenario central planteado en el último IPoM.

Por su parte, la alternativa de recortar la TPM es coherente con una expectativa de que continuarán acumulándose holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias. Además, el repunte reciente de los registros inflacionarios es transitorio como consecuencia de la depreciación del peso y algunos factores puntuales, y las expectativas se mantienen en torno a 3% anual. Hace presente que este escenario, como se consignó en el Informe antedicho, podría requerir un impulso monetario adicional para asegurar que la inflación permanezca en torno a la meta.

En cuanto a los aspectos tácticos, señala que la decisión de disminuir la TPM en esta oportunidad sería sorpresiva para el mercado y podría ser complejo de procesar considerando las novedades inflacionarias recientes. A título ejemplar, indica que rebajar la tasa podría ser conveniente en caso que fuera necesario reafirmar el diagnóstico del carácter transitorio del repunte de la inflación, lo que no se estima en esta oportunidad porque las expectativas de mercado, aún después de esta sorpresa inflacionaria, contemplan reducciones adicionales de la TPM en el corto plazo y, de hecho, una disminución sorpresiva de la tasa rectora podría llevar incluso a revisar esas expectativas más a la baja, lo que iría más allá del escenario que se anticipa en el último IPoM.

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que, en su opinión, hay tres elementos a destacar desde la última RPM y que corresponden a la desaceleración del consumo privado más allá de lo previsto; la primera evidencia de desaceleración de las colocaciones comerciales; y una caída de las tasas de interés, que es relevante en el mercado monetario y más moderada tratándose de los instrumentos de renta fija. A su juicio, ello lleva a anticipar que la desaceleración continuará, en particular, la de los créditos comerciales y de consumo, como lo han manifestado personeros de las empresas bancarias más importantes del sistema.

En razón de lo expresado, estima que el Consejo debería considerar disminuir la TPM en 25 puntos base en esta oportunidad y repetirla en la próxima Reunión, atendida la validación del escenario delineado en el último IPoM. Además, destaca la importancia de hacerlo con prontitud y luego mantener la tasa rectora en 3,50% anual.

Deja constancia que no constituiría motivo de preocupación que el mercado no valide mayoritariamente la reducción de la TPM en esta oportunidad, porque en el corto plazo se ajusta a lo que el Banco Central determina; de hecho, ello se refleja en el último Comunicado, en que el Banco expresamente fue menos activo.

Con todo, plantea que en el evento que se valide una disminución de la TPM en la próxima Reunión, ello sería irrelevante para el mercado, porque no constituirá una sorpresa que se materialice en esta ocasión o en la Reunión del próximo mes de mayo.

En razón de lo expuesto, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón sugiere un recorte de la TPM en esta oportunidad en 25 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón 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 sus saludos al Presidente señor Rodrigo Vergara; al Vicepresidente, señor Enrique Marshall; a los Consejeros señores Sebastián Claro, Joaquín Vial y Pablo García; y a los otros personeros de la Institución.

El señor Alberto Arenas indica que los antecedentes conocidos desde la última Reunión de Política Monetaria reafirman la visión que la economía se ha desacelerado de manera importante, en un contexto de ajuste ante la caída en nuestros términos de intercambio y de condiciones financieras externas menos favorables por el inicio del proceso de retiro del estímulo monetario en Estados Unidos de América. Hace notar que esta desaceleración coincide con ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento para las economías emergentes en general.

Agrega que el IMACEC de 2,9% en el mes de febrero, si bien fue algo mayor que el esperado, sigue dando cuenta de una economía que crece por debajo de su potencial. Además, la desaceleración se ha manifestado de manera más intensa en los sectores Resto, que son los más vinculados a la demanda interna y de mayor incidencia en la dinámica de costos y precios de la economía. A lo anterior, se suman signos de desaceleración en el consumo privado, cuyo crecimiento estimado en el primer trimestre se ha revisado a la baja en 0,6% desde el último IPoM. La inflación, por su parte, estuvo algo por sobre lo esperado, incidida por alzas de precios puntuales que no debiesen tener repercusión hacia adelante.

Indica que una de las noticias que se analizaron en la Reunión pasada correspondió a la importante depreciación del peso chileno, que alcanzaba en ese momento a \$570 por dólar estadounidense. En su opinión, la depreciación del peso es un fenómeno que debiese contribuir a que la economía se ajuste al nuevo escenario externo. Plantea que esta depreciación ha tenido un impacto acotado en los precios y que las expectativas inflacionarias se han mantenido completamente alineadas con la meta. Aún más, resalta que desde la Reunión anterior, el peso ha revertido parte de su tendencia y se ha apreciado 3,6%, lo que se ha dado en medio de un regreso de los capitales a las economías emergentes y un repunte acotado en el precio del cobre.

Hace notar que los nuevos antecedentes apuntan a holguras de capacidad algo mayores que las anticipadas previamente, las que se irán ampliando y posiblemente incidirán a la baja en los precios en algunos trimestres más. Por su parte, la apreciación cambiaria reciente contribuirá a restarle presión a los precios de los productos importados. Dado lo anterior, expresa que los antecedentes en el margen son coherentes con un impulso monetario algo mayor que el implícito en el escenario de la Reunión del mes de marzo y el contenido en el IPoM, el que asumía como supuesto de trabajo una baja adicional de la TPM.

Comenta que el mercado espera que en esta Reunión se mantenga la TPM en su nivel actual, pero también que se ubique 50 puntos base más bajo durante los próximos meses, lo cual implica un ajuste a la baja de 25 puntos base respecto de la Reunión anterior. A su juicio, ello es coherente con las menores presiones inflacionarias derivadas de los nuevos antecedentes.

El Ministro de Hacienda señala que hace un par de semanas, el Gobierno envió al Congreso Nacional un proyecto de ley de Reforma Tributaria que pretende recaudar, en régimen, en torno a 3% del PIB. Precisa que los objetivos de esta Reforma son entregar financiamiento permanente a gastos permanentes comprometidos en el programa de Gobierno; aumentar el ahorro público en 1% del PIB; avanzar en mejorar la distribución del ingreso; reducir la evasión y la elusión; e introducir nuevos mecanismos de incentivos al ahorro y la inversión.



Manifiesta que los recursos recaudados por la Reforma se destinarán en una fracción relevante a financiar una ambiciosa reforma educacional que contribuirá a mejorar y aumentar el capital humano, lo que a su vez redundará en mejorar las condiciones para sostener la inversión y el crecimiento del país.

Añade que en el corto plazo, como medida de carácter transitorio, el proyecto antedicho contempla introducir un mecanismo de depreciación instantánea para todas las empresas por un período de un año. Hace presente que esta medida busca contribuir a aumentar el dinamismo de la inversión en los próximos trimestres, de manera de superar la desaceleración observada en lo más reciente. Sin embargo, esta política por sí sola no basta para acomodar el ciclo que vive actualmente nuestra economía, ya que es importante que este esfuerzo fiscal se complemente de manera adecuada con una política monetaria más expansiva. En su opinión, el espacio para que ello se dé está disponible.

En relación con la temporalidad en que se materialice el mayor impulso monetario, el Ministro de Hacienda puntualiza que es importante tener en consideración dos riesgos contrapuestos. Por una parte, avanzar más rápido conlleva el riesgo de que se genere una dinámica inflacionaria indeseada; como asimismo, si se avanza más lento, se puede ocasionar un costo innecesario en la economía, toda vez que el acomodo del ciclo no requiere que se generen las holguras de capacidad que hoy se están incubando. En la coyuntura actual, estima que el primer riesgo parece bastante acotado, en tanto que el segundo cobra más relevancia.

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 proporcionados en esta Reunión.

En opinión del Consejero señor Pablo García, de los antecedentes disponibles se concluye que el escenario macro, más allá de cambios marginales, es congruente con lo previsto en el IPoM en términos de inflación y crecimiento. Hace notar que las novedades algo más relevantes se han dado en el ámbito financiero, observándose una apreciación del peso chileno respecto de los niveles de hace un mes y también una reducción significativa de la curva *swap*, lo que induce un impulso monetario adicional como lo señaló el Gerente de División Operaciones Financieras. Expresa que ello, junto con la percepción de que la intermediación financiera continúa ocurriendo de manera fluida, muestra que el mercado interno ha asimilado de manera adecuada tanto el escenario del IPoM como los vaivenes del entorno externo.

Estima que así se sigue asentando en un escenario de inflación alineado con la meta a mediano plazo, el punto de que una situación donde se generan holguras de capacidad trae como contraparte la importancia de que el peso se mantenga más depreciado y expectativas de tasas de interés más bajas, tanto a plazos cortos como más largos, que en años recientes. A su juicio, esta es la forma adecuada como la economía chilena debe enfrentar un escenario de crecimiento como el previsto en el Informe del mes de marzo. Agrega que no debiese sorprender que esto tenga efectos en el corto plazo sobre los registros inflacionarios; de hecho, en el pasado, cuando nos enfrentamos a situaciones parecidas, como por ejemplo entre los años 2000 y 2003, también se vieron incrementos transitorios en la inflación anual hasta 4% e incluso superiores, que no tuvieron efectos persistentes en las expectativas. Por otro lado, a diferencia de los años 2007 y 2008, se está en presencia de una economía doméstica que crece con moderación, con holguras que se van gestando, un entorno de inflación internacional muy reducida, y condiciones financieras internacionales en normalización.



En su opinión, lo primordial en esta fecha es que la discusión de opciones se enmarque en el escenario base del Informe, por lo que ve ambas opciones como válidas en la medida que la comunicación del contexto en el que se adopta esta decisión quede claramente establecida en el Comunicado. Como las expectativas privadas para la política monetaria indican mayoritariamente una mantención de la TPM en esta Reunión, junto con dos reducciones de 25 puntos base cada una en los meses venideros para llevar la TPM hasta 3,5%, estima que se puede considerar mantener la tasa rectora en la medida que valde este sesgo expansivo y que el mercado está anticipando en términos relativamente inminentes. Por otra parte, una reducción de la TPM es apropiada si logra comunicarse que ello no es una desviación del escenario base del IPoM. A título ejemplar y aparte de lo señalado por la Gerencia de División Estudios, debería evitarse señalar que este es el punto final de un ciclo de reducciones de la tasa rectora.

A juicio del Consejero señor Pablo García, el comunicado de una reducción de 25 puntos base, junto con reafirmar con un mensaje que el escenario del IPoM sigue siendo relativamente válido con reducciones adicionales, resulta más complejo que la primera alternativa. Por las razones expuestas, manifiesta su preferencia por la opción de mantener la tasa en su nivel actual, en la medida que el Comunicado no contradiga las expectativas privadas que reflejan la necesidad de recortes adicionales de la TPM.

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 de los personeros de la Gerencia de División Estudios, que ha aportado antecedentes muy relevantes para la decisión que corresponde adoptar y expresa su concordancia con los antecedentes expuestos y las opiniones consignadas en la Minuta de Opciones.

Señala que, en líneas generales, dichos antecedentes tienden a respaldar la proyección de crecimiento realizada en el IPoM, que apunta a que el peso de la recuperación de la actividad económica global comienza a pasar gradualmente desde los países emergentes a los desarrollados; y que si bien los datos más recientes sobre actividad e inflación en este último grupo de países han sido algo menos positivos, la diferencia no justifica cambiar las proyecciones.

Por otra parte, se aprecia también un mayor apetito por riesgo en los mercados financieros globales, que ha favorecido el regreso parcial de los capitales a las economías emergentes. Las complicaciones crecientes en el Este de Europa sugieren la conveniencia de evaluar de manera sistemática los efectos económicos que podría tener un agravamiento adicional de la crisis en Ucrania, lo que sería un elemento de riesgo que podría cambiar las perspectivas en algún grado.

En lo referente al plano nacional, plantea que las líneas gruesas no han cambiado. En efecto, la economía crece a un ritmo similar al proyectado, pero con un mayor protagonismo de las exportaciones, especialmente mineras, que compensa una debilidad algo mayor de la demanda interna. Dado que se parte de una situación inicial de elevado déficit en cuenta corriente, medido a precios de tendencia, esto constituye un desarrollo positivo, ya que reduce la dependencia del financiamiento externo en momentos en que se avizora un ajuste gradual en la amplia liquidez global. Por supuesto, si no se materializara la recuperación esperada en la inversión en capital fijo en la segunda parte del año, podría llevar a una subutilización no deseada en los recursos del país, pero hasta el momento no hay antecedentes sólidos que contradigan esa proyección.

Por otra parte, señala que la inflación volvió a sorprender al alza en el mes de marzo, por lo que gana importancia el seguimiento de esta variable y sus tendencias. Plantea que de especial relevancia para ello es la identificación de posibles efectos de segunda vuelta en los salarios nominales. Si bien estos últimos también muestran una leve aceleración en el margen, concuerda con la Gerencia de División Estudios en que cabe esperar que dicha alza



se revierta a medida que se haga más evidente una mayor holgura en el mercado de trabajo. En todo caso, considera que es crucial hacer un buen seguimiento de estas variables en los próximos meses.

En este contexto, expresa que su voto es por mantener la TPM en 4% anual, considerando que ya se ha dado un estímulo monetario importante, al punto que hoy el equivalente real de la TPM es cercano a 0 en el corto plazo y a 1% en el horizonte relevante de política.

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 expresando que a pocas semanas de haberse presentado el último IPoM, estima conveniente destacar algunos antecedentes que considera valiosos para la decisión que debe adoptarse en esta Reunión.

En primer término, indica que en el ámbito externo se ha confirmado una mayor estabilidad de las condiciones financieras que enfrentan los países emergentes, como lo reflejan las estadísticas de flujos y la trayectoria de los precios de activos financieros en diversos mercados. A su juicio, no son claras las causas que explicarían este mayor interés por activos financieros en mercados emergentes, aunque se puede pensar que la consolidación de ciertas tendencias en los principales países desarrollados y una percepción de mayor riesgo en algunas clases de activos en dichos países podrían estar contribuyendo a este fenómeno. No obstante, estima que, en general, no se cuenta con antecedentes que permitan modificar los fundamentos principales sobre los cuales se ha trabajado en lo concerniente a la corrección más permanente de los términos de intercambio y de variaciones en las condiciones financieras externas, como tampoco es descartable que puedan materializarse nuevos episodios de volatilidad.

En lo atinente al ámbito interno, señala que las cifras de actividad y demanda confirman que la economía se encuentra en una senda de menor crecimiento, en línea con lo proyectado en el último IPoM. En particular, las cifras de actividad del sector resto muestran un crecimiento en torno al 3% ya por algunos trimestres y, en el margen, las cifras siguen dando cuenta de una inversión débil, que aparentemente no se ha profundizado y de un consumo con menor vigor. Otros indicadores, en cambio, como algunos que se derivan del mercado laboral o de la trayectoria del crédito, siguen reflejando dinamismo.

Las expectativas de inflación exhiben un cambio algo mayor, ya que si bien a mediano plazo siguen centradas en 3% y sin variación respecto de lo observado en meses anteriores, muestran que durante la mayor parte de este año los registros debieran estar cercanos a la parte superior del rango de tolerancia en los próximos meses. En su opinión, estos antecedentes no hacen variar la visión en orden a que la mayor inflación cercana al 4% por algunos meses será un fenómeno de carácter transitorio y que en el mediano plazo, la debilidad de la actividad debiera compensar los efectos de la depreciación del tipo de cambio real de casi 15% en el último año, pero en todo caso constituye un antecedente a tener en consideración.

Con todo, estima que los análisis del reciente IPoM y los elementos adicionales acumulados desde esa fecha justifican la decisión de haber bajado la tasa rectora en 100 puntos base en los últimos trimestres, y dan cuenta de que no se encuentra en un nivel distinto del que podría calificarse de adecuado. Ello, especialmente en un contexto en que las condiciones financieras son normales y que las tasas de interés, tanto en los mercados monetarios como en los de deuda de largo plazo, se mantienen bajas, al igual que los *spreads* de crédito y deuda corporativa. En todo caso, hace presente que se observan ciertas señales de restricción en las condiciones de otorgamiento de créditos en algunos segmentos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 4% anual y dejar abierta la posibilidad de que un nuevo ajuste podría ser requerido, de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas, tal como se señaló en el último Comunicado.

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

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

Manifiesta que el Consejo llega a esta Reunión poco después de haber presentado el IPoM del primer trimestre del año y que, en su opinión, las noticias acumuladas desde entonces no modifican en lo sustancial el escenario allí descrito.

En lo concerniente al frente externo, menciona que la recuperación de las economías desarrolladas ha seguido afianzándose y que el ajuste de las economías emergentes, en el agregado, no se ha profundizado.

En este contexto, indica que los sentimientos de mercado han experimentado una mejora y que junto con ello, el apetito por riesgo ha aumentado. Reconoce que puede no ser fácil precisar qué está detrás de este cambio en el estado de ánimo de los mercados, pero sin duda ello es coherente con perspectivas de crecimiento que se reafirman y con riesgos que, si bien siguen presentes, se han atenuado en el margen.

Sin perjuicio de lo señalado, plantea que desde la perspectiva de Chile, los riesgos asociados, por un lado, a la evolución de China y, por otro, a la de América Latina, siguen revistiendo relevancia.

En lo atinente al ámbito interno, advierte que el último IMACEC, más allá de la evolución del sector minero, ha reafirmado el diagnóstico de un bajo crecimiento, especialmente para los sectores no relacionados con recursos naturales.

Por el lado de la demanda, consigna que los datos confirman la debilidad de la inversión. Por su parte, el consumo sigue entregando señales de desaceleración, lo que resulta coherente con ciertos desarrollos en el mercado laboral, que sugieren algo menos de holgura que algunos meses atrás.

Hace notar que las condiciones financieras domésticas han observado ajustes marginales en el último tiempo, algunos de los cuales parecen responder a señales entregadas por las autoridades y a nuevas regulaciones prudenciales. Con todo, destaca que los agregados de crédito evolucionan con relativa normalidad, ya que el crédito comercial se ha ajustado levemente a la baja, mientras el crédito a las personas naturales mantiene el dinamismo que traía.

Agrega que la inflación volvió a sorprender al alza, lo que se relaciona con precios específicos y con la devaluación del peso, y que con ello, la inflación anual se ha ubicado en la parte superior del rango meta, siendo lo más probable que se sitúe en ese nivel durante algunos meses. En todo caso, el diagnóstico que prevalece es que este es un fenómeno esencialmente transitorio, lo que se ve confirmado con expectativas de mercado para el mediano plazo en línea con la meta de inflación. No obstante, considerando el nivel alcanzado por la inflación anual y sus perspectivas para el corto plazo, se requiere un atento monitoreo de su trayectoria futura.

En suma, manifiesta que el escenario que enfrentamos es muy similar al descrito en el último IPoM. En este contexto, las opciones que deben ser evaluadas son las que sugiere la Minuta de la Gerencia de División Estudios, que son las de mantener la TPM o bien bajarla en 25 puntos base.



En su opinión, el proceso de ajuste de la TPM no ha concluido, ya que los datos de actividad que se han conocido, incluidos los más recientes, reafirman la conveniencia de un ajuste adicional en dicha tasa, similar al contemplado en las proyecciones internas, lo que es coincidente además con las expectativas de mercado.

Sin embargo, estima que no existe una excesiva premura para actuar en esta Reunión, atendido que la TPM se ha ajustado en forma importante y es recomendable que los próximos pasos tengan un mayor sello de prudencia o cautela.

Expresa que las consideraciones antedichas lo llevan a preferir la opción de mantener la TPM, que es además la que espera el mercado. A su juicio, esta opción es coherente con la orientación de la política entregada en el último Comunicado y refrendada en el IPoM del primer trimestre. Además, esa orientación no debería sufrir modificaciones en el Comunicado de esta Reunión.

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

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

En lo concerniente al escenario externo, señala que se sigue asentando la recuperación de las economías avanzadas y el menor crecimiento esperado de las emergentes. Con todo, menciona que en el escenario base se presenta una situación más auspiciosa para la economía mundial a mediano plazo, aunque en el corto plazo algunas economías emergentes, particularmente exportadoras de materias primas, como Chile, tendrían un menor impulso externo.

Agrega que la Reserva Federal ha continuado reduciendo la compra de activos, que concluiría a fines del presente año, mientras que en 2015 comenzarían las alzas en la tasa de política monetaria. Resalta que el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos de América ha sido un proceso gradual, por lo que hoy aparece como bastante menos complejo para los países emergentes que el año pasado. No obstante, no se pueden descartar nuevas turbulencias producto de tendencias que se agudicen y que apuren este proceso.

Señala que la baja inflación en el mundo desarrollado sigue sorprendiendo. En su opinión, es posible que en Europa, el Banco Central Europeo realice algún estímulo adicional, a pesar que sigue argumentando que los actuales niveles de esta variable se deben mayoritariamente a factores exógenos, como precios de alimentos y energía. No obstante, un tercer factor que ha estado presente en el análisis, el valor del euro, es endógeno a la política monetaria. Plantea que otro riesgo dice relación con problemas geopolíticos, en particular con respecto a Ucrania.

Por último, indica que no hay mayores noticias sobre China, salvo el crecimiento del primer trimestre, más o menos en línea con lo anticipado. Subsisten, no obstante, las dudas en cuanto a la situación de solvencia de su sistema financiero.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en el escenario interno, tanto el IMACEC del mes de febrero como la inflación de marzo sorprendieron al alza. Precisa que el primero estuvo influenciado por un crecimiento importante del sector minería, el que se mantendría en promedio en los próximos meses, aunque se sabe que tiene bastante volatilidad.

Por su parte, la inflación del mes de marzo, superior a la esperada, al igual que la de febrero, se vio afectada por el comportamiento de algunos servicios específicos. A pesar que hay elementos que hacen prever que no se repetirán estos altos índices en los meses que siguen, no deja de ser un tema que debe ser monitoreado muy de cerca en los próximos meses para evitar sorpresas desagradables.



Entre los elementos que hacen pensar que las cifras de inflación son transitorias y que responden en parte importante al alza en el tipo de cambio, menciona la ampliación de la brecha de capacidad que reduce la presión sobre los precios y salarios, y disminuye el coeficiente traspaso de la depreciación; la muy baja inflación de los países avanzados; y la moderación en los precios de las principales materias primas en el mundo.

En razón de lo expuesto, considera que las opciones que presenta la Gerencia de División de Estudios son las más razonables.

Manifiesta que la opción de mantener la tasa rectora en esta oportunidad es más coherente con la necesaria pausa que debe hacer la política monetaria en períodos normales y cuando la TPM es ya expansiva, para fines de analizar en más detalle los efectos de los movimientos de los últimos meses.

Deja constancia que en los últimos seis meses se completaron 100 puntos base de reducción en la TPM y en este sentido, estima que constituye una opción que evita tomar decisiones apresuradas y que también es coherente con la mayor inflación observada y con lo que espera el mercado. Asimismo, lo es con una tasa de desempleo que sigue baja y con el crédito fluyendo normalmente a hogares y empresas. En todo caso, para ser plenamente coherentes con nuestro diagnóstico y comunicación, es de opinión que debe mantenerse el sesgo a la baja del último Comunicado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica que bajar la TPM en 25 puntos base sería la continuación de lo que se ha hecho en los últimos meses y es coherente con un escenario de menor crecimiento y menores presiones sobre los precios. Manifiesta que si bien las expectativas a mediano plazo siguen ancladas en 3%, los mayores registros recientes de inflación y proyecciones algo más elevadas en el corto plazo llaman a tener cautela y, en su opinión, hacen más conveniente desechar esta opción en esta oportunidad.

Por los motivos antedichos, expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,0% anual, como también el sesgo hacia una posible mayor expansividad de la política monetaria consignado en el Comunicado anterior.

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

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

N° 209-01-140417 - Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, los antecedentes recientes confirman las perspectivas de recuperación de las economías desarrolladas. Se mantienen las proyecciones de un crecimiento moderado para las emergentes, lo que tiene relevancia para el precio del cobre y de otros metales. Los precios de los productos agrícolas y los combustibles mostraron un



BANCO CENTRAL DE CHILE

repunte desde la última RPM. La inflación de las economías desarrolladas sigue baja, por lo que se anticipa una lenta normalización de sus políticas monetarias. Las condiciones financieras externas mostraron una mejora en el último mes y el dólar experimentó una depreciación a nivel internacional.

Los antecedentes de la economía local confirman el bajo dinamismo de la actividad y la demanda, en línea con el escenario base del IPoM de marzo. La inflación anual del IPC ha aumentado a 3,5%, influida por mayores precios de alimentos, combustibles y la depreciación del peso. 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 17:05 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



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

