



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 220 celebrada el día jueves 19 de marzo de 2015

En Santiago de Chile, a 19 de marzo de 2015, 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 Juan Pablo Araya;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
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 Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Modelación y Análisis Económico,
don Elías Albagli Iruretagoyena;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Información Estadística,
doña Gloria Peña Tapia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Jefe del Departamento Análisis Internacional,
don Diego Gianelli Gómez;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
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° 220, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de septiembre de 2015 se celebre el día martes 15 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 220
Página 2 de 24

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Jefe del Departamento Análisis Internacional señor Diego Gianelli para efectos de que presente el escenario internacional.

El señor Diego Gianelli inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que la política monetaria global se ha vuelto crecientemente laxa. En efecto, la Reserva Federal retiró la expresión “paciencia” de su último comunicado y ajustó a la baja la trayectoria esperada de tasas; el Banco Central Europeo inició su programa de compra de activos y dejó en terreno negativo a buena parte de las curvas nominales; el Banco de Japón ratificó su política expansiva; y numerosos bancos centrales, tanto de economías avanzadas como emergentes, recortaron sus tasas y adoptaron políticas no convencionales. En contraposición, Brasil ha subido su tasa de manera regular, esperándose un alza adicional de 25 puntos base en lo que resta del año. Perú, en tanto, la recortaría en igual magnitud de aquí a fin de año, lo que reflejaría una dinámica divergente en materia de inflación, asociada, en parte, a una mayor depreciación nominal.

Hace presente que en materia de actividad, se observa un rebalanceo entre economías desarrolladas y emergentes, donde las primeras retoman su dinamismo, China se desacelera, y América Latina recorta sensiblemente su crecimiento y las expectativas para el año 2015.

Por último, se refiere a los *commodities*, informando que el precio del cobre se recuperó marginalmente desde la Reunión anterior, de la mano de un mercado que se encuentra crecientemente estrecho; que las expectativas del mercado son algo optimistas; y que el precio del petróleo retrocedió en el último mes, debido a inventarios en niveles históricamente muy elevados y un balance relativamente holgado.

En materia de política monetaria y mercados financieros, comenta que en el día de ayer, la Reserva Federal emitió un comunicado con un tono más *dovish*, donde alude a una posible alza en el mes de junio; retira la palabra “paciencia” del comunicado y ajusta a la baja la trayectoria esperada de tasas. Hace notar que esta nueva trayectoria es consistente con los ajustes en la proyección de inflación y holguras, y se acerca a la posición que tenía el mercado desde la RPM del mes de diciembre. Agrega que para el presente año, la divergencia es bien acotada, pero aumenta en adelante, lo que da cuenta de que el mercado anticipa un alza de tasas más suave que lo que la Reserva Federal tiene implícito.

Por otra parte, resalta que dicho Organismo recortó las proyecciones de crecimiento para el presente año a la baja, hasta 2,7%, levemente por debajo del 3,0% consignado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM. De la misma forma, redujo las proyecciones de desempleo desde un rango de entre 5,2 y 5,5% para la tasa neutral, a un rango de entre 5 y 5,2%.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la visión de la Gerencia de División Estudios en cuanto a las razones detrás del recorte de las proyecciones de crecimiento en Estados Unidos de América, esto es, si responde a una recuperación de la economía a un ritmo menor que el previsto y que se traduciría en un retraso en el alza de tasas, o si la Reserva Federal está utilizando una estrategia comunicacional para evitar una salida desmedida de capitales.

El señor Diego Gianelli indica que hay argumentos para ambas visiones. En cuanto a la primera, manifiesta que la caída de la inflación en el último tiempo; el crecimiento acotado de los salarios; y los índices de noticias de Bloomberg y del Citi, que figuran en los niveles más bajos desde 2011, son elementos que llevarían a la Reserva Federal a retrasar el alza de tasas. Por otro lado, también habría un cierto grado de juego comunicacional. En todo



caso, a juicio de la Gerencia de División Estudios, si bien es muy difícil distinguir entre una visión y la otra, hay elementos que permiten anticipar que ese Organismo aumentará la tasa a un ritmo más lento que lo que se proyectaba tiempo atrás.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que el mal tiempo en una vasta zona de Estados Unidos de América es un aspecto relevante a considerar y que apoya la tesis de un menor crecimiento. Además, el resto del mundo está creciendo menos, lo que incide en la economía norteamericana.

En su opinión, lo relevante es la oportunidad en que Estados Unidos de América alcanzará la tasa neutral, porque recién entonces dejará de dar impulso monetario. Hace notar que de acuerdo con el gráfico que se contiene en la lámina N° 5 de la presentación, dicha tasa se alcanzaría un año después de lo proyectado originalmente, esto es, alrededor del mes de junio del próximo año.

Al proseguir con su presentación, el señor Diego Gianelli informa sobre las reacciones de mercado luego del anuncio de la Presidente de la Reserva Federal señora Jannet Yellen del día de ayer. Sobre el particular, destaca que estas han sido positivas en términos de precios de mercado, observándose aumentos en las bolsas de valores de Estados Unidos de América superiores a 1%, una apreciación del dólar multilateral; caídas en las tasas de renta fija, y apreciaciones en las economías emergentes. Añade que en Chile, el tipo de cambio se apreció \$4 en el intervalo de este anuncio.

Hace notar que esta reacción de mercado contrasta con las observadas luego de conocidos los dos reportes previos de empleo de Estados Unidos de América, correspondientes a los meses de febrero y marzo, con datos de enero y febrero, respectivamente. Recuerda que ambos habían sorprendido muy positivamente al mercado, traduciéndose en alzas importantes en los precios de activos, apreciación del tipo de cambio multilateral en torno a 1%, alza de tasas en torno a 150 puntos base, y depreciación generalizada de las monedas de las economías emergentes, particularmente en México y Brasil.

Por otra parte, consigna que durante el presente año se ha observado una política monetaria más expansiva en la mayor parte de las economías mundiales, tanto avanzadas como emergentes. A este respecto, destaca las numerosas e inesperadas bajas de tasas de instancia monetaria —excepto en Brasil, que ha aumentado su tasa en 50 puntos base en lo que va corrido del año— y la adopción de políticas no convencionales en algunos países, como es el caso de Suecia y Dinamarca, que se encuentran ejecutando sendos programas de *quantitative easing*, QE, y China, que recortó la tasa de requerimiento de reservas para los bancos con el fin de apoyar su proceso de política monetaria más expansiva. Añade que en el día de hoy, Noruega sorprendió al mercado al anunciar que mantendrá su tasa fija y que postergaría el recorte esperado por el mercado para la próxima reunión, en parte por presiones desinflacionarias y de actividad a raíz de la caída del precio del petróleo.

En cuanto a las reacciones en la Zona Euro luego del anuncio y la implementación del programa de relajamiento cuantitativo por parte del Banco Central Europeo, da cuenta de un efecto apreciable en las expectativas de inflación a dos años, medidas como los *break even* sobre las tasas *swap*; que este programa cuantitativo habría apoyado la depreciación del euro y habría dado un impulso a los activos de riesgo, en particular a la bolsa, que desde el mes de enero acumula un aumento nominal en torno a 20%, excepto la plaza bursátil griega, cuyo nivel actual es algo inferior al observado a inicios de año.



Agrega que las tasas largas han caído desde el anuncio del QE. En efecto, los tramos más cortos de las tasas a 10 años exhiben niveles negativos, como es el caso de la tasa a 10 años de Alemania, que en el día de hoy alcanzaba a 0,19% y acumula una caída de 26 puntos base desde el anuncio de dicho programa. Por su parte, la dinámica de Grecia se contrapone, atendidos sus temas políticos.

Con respecto a América Latina, señala que la inflación, especialmente en Brasil, Colombia y Chile, se ha movido al alza desde fines del año 2013 y, en general, se sitúa en niveles que pueden resultar relativamente incómodos para la autoridad monetaria. Por lo tanto, las expectativas de mercado, excepto en el caso de Perú, no prevén recortes adicionales en ningún horizonte futuro de tiempo, lo que se asocia en alguna medida a la dinámica del tipo de cambio, ya que los distintos países, excepto Brasil y Colombia, han tenido depreciaciones extraordinarias de entre 30 y 40%.

En términos de movimientos de capitales, da cuenta de las salidas desde economías emergentes, en particular de América Latina en la última semana, que han estado relacionadas básicamente a movimientos en renta variable y, en menor grado, en renta fija. En Asia emergente, en cambio, las salidas de renta variable y fija han sido de magnitudes similares.

Por otra parte, hace presente que las monedas se han seguido depreciando desde la última RPM, y que las tasas largas exhiben alzas.

En cuanto a la depreciación del peso chileno con respecto a un número importante de contrapartes, precisa que desde el mes de mayo de 2013 se advierte que nuestra moneda se ha depreciado frente a todas las monedas analizadas, no así frente al real brasileño, el peso colombiano y el rublo ruso. Añade que la situación difiere al considerar lo que ha acontecido desde la última Reunión y en lo que va corrido del año, por cuanto el peso chileno no aparece entre las monedas que han perdido mayor valor, aunque sí lo ha hecho frente a las monedas de países desarrollados, especialmente de Estados Unidos de América, Japón y Reino Unido.

Con respecto a otros indicadores financieros, menciona que los mercados exhiben movimientos mixtos. En efecto, desde la última RPM, los países desarrollados muestran retornos bursátiles más elevados y medidas de riesgo acotadas, mientras que las bolsas de valores y medidas de riesgo de países emergentes han registrado retrocesos. Acota que los CDS de Chile se ubican en 91 puntos base.

El señor Diego Gianelli prosigue con su exposición haciendo referencia a las noticias destacadas en materia de actividad y precios, consignando que estas son mixtas en Estados Unidos de América, negativas en Japón y, en general, positivas en la Zona Euro.

Precisa que en Estados Unidos de América, las noticias positivas se relacionan con el desempeño del mercado de trabajo, donde la creación de empleos y la tasa de desempleo sorprendieron positivamente al mercado; el producto, ya la segunda entrega del PIB, si bien fue algo menor que la primera, fue superior a lo esperado por el mercado; y con las ventas y precio de viviendas. En contraposición, las ventas minoristas, la producción industrial y el consumo personal anotaron cifras menores que lo anticipado.

Por su parte, las noticias en la Zona Euro fueron mejores que lo previsto, excepto en materia de producción industrial; y en Japón, las cifras de ventas minoristas y desempleo fueron algo menores que lo anticipado por el mercado.



En las economías emergentes, en tanto, los últimos registros son más bien negativos. Hace presente que en China, las ventas minoristas, la producción industrial y las importaciones presentaron niveles relativamente bajos y menores que lo esperado y que el registro de producción industrial es, de hecho, el menor de la última década.

Añade que en América Latina, las cifras fueron inferiores a lo esperado. En particular, consigna que el dato de desempleo de Perú, que fue algo mejor que lo previsto, es bastante menor que el dato previo y muestra una tendencia a menores holguras en el mercado del trabajo en dicho país.

Por el lado de las expectativas, indica que los PMI a nivel agregado se encuentran por sobre el pivote 50, pero han sorprendido levemente a la baja en la mayor parte de las economías analizadas.

Con respecto a Estados Unidos de América, manifiesta que la corrección del cuarto trimestre de 2014 fue levemente a la baja, debido fundamentalmente a un recorte en la inversión privada. Sobre el particular, resalta el índice de sorpresas económicas del Citi, que da cuenta de que estas se ubican crecientemente en terreno negativo, contrastando de forma significativa con lo que se observa en la Zona Euro.

En materia de inflación en Estados Unidos de América, señala que el último registro disponible, correspondiente al del mes de enero, fue negativo, en parte importante por la caída en el precio del petróleo; que la inflación *core* alcanza a 1,6%; y que Consensus Forecast ha revisado a la baja la proyección para el cierre de 2015 desde 2% hasta niveles en torno a 0,15%. Acota que dos medidas adicionales de expectativas de inflación de mercado, los *breakeven* a dos y a cinco años, reflejan situaciones diversas, ya que el primero ha repuntado desde niveles de 0% a 1% en lo que va del año, mientras que a cinco años, si bien ha disminuido levemente, se encuentra en torno a 2%.

A continuación, informa sobre los registros en la Zona Euro y Japón en el cuarto trimestre del año 2014. Plantea que esta última economía corrigió su producto a la baja por menores inventarios; la Zona Euro, en cambio, presentó un crecimiento de 1,3%, superior al 0,8% esperado por el mercado, situación que se repitió en todas las economías de la región, excepto en Francia. Expresa que ello constituye un hecho muy positivo, porque viene de la mano de un crecimiento del consumo privado y de las exportaciones netas, las que se estarían beneficiando del crecimiento del consumo en Estados Unidos de América y de los mejores precios relativos atendida la depreciación que ha registrado el euro desde el anuncio de QE a principios del mes de febrero.

El Consejero señor Pablo García manifiesta su extrañeza por la sorpresiva alza de la actividad en la Zona Euro. Al respecto, solicita se identifiquen los fundamentos que explican este mayor crecimiento de la actividad y se señale si esta es de carácter transitoria y, por tanto, si será sucedida de un primer semestre de menor crecimiento que llevará a corregir las proyecciones a la baja.

El señor Diego Gianelli manifiesta que es prematuro aún para tener una visión clara sobre ese aspecto. No obstante, destaca el crecimiento sostenido del crédito en la Zona Euro los últimos meses y los mejores resultados de las encuestas.

Por otra parte, resalta la forma como se resolvió el problema de Grecia, dando cuenta de que la Zona Euro en su conjunto tuvo la capacidad política para resolverlo y para implementar el QE, que ha llevado las tasas largas a niveles cercanos a 0%.



Agrega que el cambio de precios relativos y la fortaleza de la demanda de los principales socios comerciales de la Zona Euro como un todo —el Reino Unido y Estados Unidos de América— podrían estar apoyando el mejor resultado del sector exportador. En todo caso, advierte sobre posibles noticias negativas provenientes de Rusia y Grecia, que podrían alterar este escenario.

Por último, expresa que la caída del precio del petróleo agrega algún grado de estímulo para esa región.

El Consejero señor Pablo García hace notar que estas noticias recientes contribuyen a una visión más positiva acerca del crecimiento de la Zona Euro en 2015, pero no explican el aumento de la actividad en el cuarto trimestre del año pasado. Luego, serían otras las razones detrás de esta sorpresa.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que la Zona Euro no es una unidad homogénea y, por tanto, es preciso distinguir lo que acontece al interior de ella. En este sentido, resalta la recuperación de Alemania y España, no así el caso de Italia y Francia. Luego, la región como un todo exhibe, en promedio, mejores resultados, pero ese promedio esconde realidades muy distintas.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon confirma que las noticias mencionadas por el señor Diego Gianelli son relevantes para explicar la corrección al alza de las perspectivas de crecimiento en la Zona Euro. En su opinión, ello responde a que las expectativas del mercado eran extremadamente negativas en el 2014, mientras que hoy se esperan cifras más positivas.

El Gerente de Modelación y Análisis Económico señor Elías Albagli, si bien manifiesta su extrañeza por la revisión al alza en medio punto de las expectativas de crecimiento para este año, hace notar que la bolsa europea acumula un alza cercana a 20% en el año. En su opinión, este aumento resulta ser algo discordante y, por tanto, debe ser materia de preocupación desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Asimismo, cabe preguntarse si esa alza bursátil responde a una corrección de los *cash flows* para los próximos 5 años o a la caída de las tasas largas; si es este último el caso, dicha alza debería revertirse.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes señala que de acuerdo con la visión de los modelos de proyecciones, este rebote puede estar reflejando las mejores expectativas que hubo durante la primera mitad del 2014 y que se han traducido con algún grado de rezago en mayor actividad. Por el contrario, el relativo deterioro de los PMI en Europa en los últimos meses podría traducirse en cifras de crecimiento algo menores en los trimestres venideros.

El señor Diego Gianelli retoma su presentación y señala que la inflación en la Zona Euro y Japón se ha movido a la baja y que ajustadas por los efectos tributarios se ubican en terreno negativo. Agrega que las proyecciones de Consensus Forecast para el presente año se han corregido significativamente a la baja, principalmente por la caída de precios de la energía y alimentos.

En relación con América Latina, indica que las cifras de actividad han sorprendido a la baja, confirmando la debilidad de la región. Hace presente que el crecimiento en doce meses de nuestros socios comerciales exhibió una caída muy significativa en el segundo trimestre de 2014, desde niveles en torno a 3,5 a 1%, que se explica principalmente por la situación de Brasil y, en menor grado, de Colombia y Perú.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 220

Página 7 de 24

Agrega que los altos niveles de inflación, el aumento del desempleo y los déficits gemelos —cuenta corriente y fiscal— representan fragilidades que limitan la implementación de políticas contracíclicas adicionales.

A continuación, advierte que Brasil es materia de preocupación, por cuanto su situación es bastante más negativa que la registrada en el año 2009. En efecto, la inflación, el déficit de cuenta corriente y el déficit fiscal sobre PIB son muy superiores que los observados en los años 2007 y 2009, y su nivel de crecimiento es significativamente menor que entonces.

Asimismo, informa que su posición fiscal se ha ido deteriorando progresivamente en el tiempo y que en el margen exhibe niveles de superávit primario negativos. A este respecto, recuerda que en diciembre último, el Ministro de Finanzas señor Joaquim Levy propuso llevar el superávit primario a 1,2% en 2015 y a 2% en los años 2016 y 2017, y anunció algunas medidas en esa dirección, naturalmente impopulares. Estas y el caso de corrupción de Petrobras han reducido la popularidad de la Presidenta señora Dilma Rousseff en los últimos meses, motivo por el cual será difícil llevar a cabo la consolidación fiscal prevista para los próximos años.

En materia de tipo de cambio y CDS, señala que Brasil, en relación con el promedio simple de Colombia, Chile, Perú y México, aparece con una depreciación muy significativa y que sus CDS se encuentran en niveles que duplican el promedio de estos cuatro países.

El Consejero señor Sebastián Claro hace referencia a una reunión sostenida con representantes de bancos de inversión en una fecha anterior a las últimas elecciones presidenciales en Brasil, oportunidad en que comentaron sobre el gran pesimismo reinante en Brasil y la posible pérdida del grado de inversión. Sobre este aspecto, consulta por la visión de la Gerencia de División Estudios y, en particular, sobre las implicancias que ello podría tener para nuestra economía.

El señor Alberto Naudon le asigna una alta probabilidad a la pérdida del grado de inversión de Brasil, habida cuenta de sus problemas relacionados con la sostenibilidad de la deuda. En cuanto a sus probables consecuencias, señala que es difícil predecirlas, pero recuerda que ciertos fondos de inversión solo pueden invertir en países que cuentan con *investment grade*; por lo tanto, su pérdida los obligaría a retirar sus inversiones. En este sentido, plantea que estos mismos fondos tienden a anticipar la salida de recursos frente a eventos de esta naturaleza para evitar pérdidas de importancia.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier indica que en la actual coyuntura de tasas muy bajas, los bancos de inversión han sido sumamente selectivos al momento de elegir los países de destino de sus inversiones. Resalta que en el pasado, estas entidades consideraban a Brasil como América Latina, pero hoy hacen una clara distinción entre los distintos países de la región, donde Chile destaca con bastante ventaja frente al resto de sus vecinos.

El señor Diego Gianelli anticipa que uno de los escenarios de riesgo del próximo IPoM dice relación con la posibilidad de que Brasil pierda su grado de inversión.

Al continuar con su presentación, plantea que la participación de las importaciones brasileñas en las exportaciones industriales chilenas es el canal real por el cual Brasil podría afectar a Chile; y precisa que dentro del subconjunto de exportaciones, el peso de Brasil es relativamente acotado, en torno a un 7%, donde destacan las industrias alimenticia, química y metálica.



En lo concerniente a los precios de *commodities*, da cuenta de movimientos mixtos en el último mes y principalmente a la baja. Destaca el aumento de 2% que registró el precio del cobre y la caída del precio del petróleo Brent y WTI, de 5,6% y 11,5%, respectivamente. La gasolina cerró con un alza de 1%, luego de presentar una alta volatilidad durante el mes, al alcanzar aumentos superiores a 10% y caídas en torno a 2%. Agrega que los granos, así como los índices FAO alimentos y FAO cereales, anotaron caídas respecto del cierre de enero.

Con respecto a los fundamentos que inciden en el precio del cobre, hace notar que las importaciones de China se sitúan bajo el promedio de los últimos cinco años y bastante por debajo de lo observado en 2013 y 2014; que la dinámica de la producción industrial y de las ventas minoristas en dicho país está muy correlacionada con la del precio de dicho metal; que las proyecciones de balance del CRU para el mercado del cobre se han corregido a la baja para este y el próximo año, y que las últimas proyecciones para el 2015 dan cuenta, de hecho, de algún nivel de sobredemanda para dicho mercado.

Asimismo, hace presente que los inventarios de cobre en bolsa exhiben un aumento bastante significativo durante el 2015, pero desde niveles históricamente muy bajos. De hecho, comenta que los niveles actuales se sitúan algo por debajo del promedio de los últimos cuatro años.

Referente al precio del cobre, informa que la curva de *cash cost* se encuentra en torno a los US\$ 3 la libra al percentil 90%; y que asumiendo una posible caída de esa curva asociada a los menores precios de petróleo y de otros *commodities*, que se cifra en 15% aproximadamente, este se ubicaría en niveles cercanos a los precios actuales. Añade que las proyecciones de Consensus Forecast, bancos de inversión, Maquire y del CRU, aun cuando se han ido corrigiendo marginalmente a la baja en el tiempo, se concentran en el entorno de los US\$ 3 la libra para este y el próximo año, mientras que la proyección interna lo sitúa en US\$ 2,8 la libra.

Tratándose del petróleo, consigna que pese del cierre de plataformas en Estados Unidos de América en los últimos meses, el nivel de producción crece a una tasa similar e incluso algo superior a lo observado en el año 2014, y las proyecciones de balance para el mercado de crudo para los años 2015 y 2016 dan cuenta de un mercado superavitario.

Agrega que los inventarios de petróleo en Estados Unidos de América están en niveles históricamente muy elevados, muy por sobre el promedio de los últimos cinco años, y que, de hecho, las sorpresas durante el presente año han sido sistemáticamente al alza.

Al finalizar su presentación, hace presente que en lo concerniente al precio del petróleo, los perfiles futuros y las expectativas se han movido a la baja y, de alguna forma, dan espacio para estimar que no tendría una recuperación comparable con la que podría registrar el precio de cobre.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del señor Diego Gianelli y, a continuación, concede la palabra para consultas y comentarios.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que Brasil aparece como la economía latinoamericana con mayores dificultades, no solo por sus problemas fiscales, de crecimiento e inflación, sino que también por la pérdida de gobernabilidad y los consiguientes efectos en términos de la dificultad para implementar la política de ajuste fiscal. En su opinión, es un riesgo mayor, especialmente para la preservación del grado de inversión, que aumenta considerablemente si se agregan los impactos sobre el sistema financiero, tanto directos como indirectos, del escándalo Petrobras.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 220
Página 9 de 24

En segundo término, alude a los problemas que afectan a los países de la Alianza del Pacífico, en particular, al impacto del deterioro de los términos de intercambio sobre la actividad en Colombia y Perú. A su juicio, los analistas de estos países están subestimando sus efectos y no han revisado a fondo sus proyecciones. As este respecto, plantea la conveniencia de monitorear los desarrollos de estos países.

Por otra parte, plantea la conveniencia de efectuar un seguimiento a la política monetaria de los países de la periferia entre los desarrollados, citando, a modo de ejemplo, a Suecia.

Por último, hace referencia al cobre. Sobre el particular, manifiesta su prevención en cuanto a las proyecciones del balance del CRU. A su juicio, la demanda del cobre sería bastante menor que lo previsto y las cifras de producción no serían tan malas, por lo menos en el primer semestre del presente año, porque algunos de los proyectos que enfrentaron problemas el año pasado han entrado en producción.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa su reconocimiento al buen análisis presentado. En su opinión, el escenario para las economías más avanzadas es marginalmente mejor. Chile, en cambio, está en un período de transición, pero en una situación más favorable que el resto de los países del mundo emergente, particularmente de América Latina. A este respecto, plantea la conveniencia de ampliar el análisis de la región, complementándolo con análisis del impacto de escándalos corporativos y de devaluación sobre los resultados de las empresas y, a su vez, sobre los mercados bursátiles y el sistema bancario.

Por otra parte, destaca el comportamiento del precio del cobre, que se mantiene en niveles razonables, a diferencia de lo que ha acontecido con el precio del hierro y del petróleo.

A título de resumen, indica que el mundo desarrollado está marginalmente mejor, mientras que el mundo emergente, particularmente América Latina, enfrenta diversos problemas que deben ser monitoreados con atención.

El Consejero señor Sebastián Claro reconoce en la volatilidad financiera y los desarrollos en Estados Unidos de América y en América Latina un foco de riesgo para Chile en materia cambiaria y, por lo tanto, para la inflación.

El Presidente señor Rodrigo Vergara, si bien reconoce la existencia de riesgos derivados de la situación de Brasil, la desaceleración de China y de hechos internos —desde políticos a relacionados con el tipo de cambio—, destaca también algunos elementos positivos.

En este sentido, indica que Estados Unidos de América, a pesar de las últimas revisiones marginales, se afirma como una economía que crece de manera robusta y que exhibe bajas tasas de desempleo; la Reserva Federal se acerca a las proyecciones de mercado, lo que implica un ajuste monetario más suave que lo previsto; en Europa, las perspectivas han mejorado, a pesar de los problemas que aquejan a Grecia; y la caída del precio del petróleo también constituye una buena noticia.

China, en cambio, se desacelera y se sostiene en torno al 7%, pero en los últimos dos o tres meses ha generado algunas noticias que no son tan negativas.



El señor Alberto Naudon señala que la Gerencia de División Estudios está trabajando en conjunto con la Gerencia de División Política Financiera en identificar las implicancias que podría tener el escándalo de Petrobras a través de los mecanismos financieros, el que sería presentado en una próxima reunión del IPoM. En todo caso, adelanta que las implicancias financieras serían más relevantes que los vínculos reales expuestos precedentemente.

En segundo término, hace notar la dificultad para proyectar los precios de los *commodities*, tanto del cobre como del petróleo, porque hay mucha volatilidad e información incompleta. Por esta razón, se ha adoptado una visión bastante conservadora en cuanto a sus efectos en Chile, que consiste en asumir que el precio del cobre seguirá en los niveles actuales, en torno a US\$2,60 la libra, y que el del petróleo no registrará caídas significativas.

Resalta el caso de Suecia, que quiso echar pie atrás en su expansividad monetaria, generando una gran deflación en el país. Luego, ha bajado la tasa para corregir ese error, lo que habría llevado a otros países de la zona a ser agresivos en sus bajas de tasas en este periodo.

Por último, señala que en Chile, el tipo de cambio real se ha depreciado alrededor de 12%, situándose en un nivel cercano a sus promedios históricos. Expresa que los riesgos principales provienen de *shocks* externos que podrían tener efectos depreciativos importantes. En su opinión, la hipersensibilidad que han exhibido los precios de los activos, tasas, tipos de cambio y *commodities* a las noticias en Estados Unidos de América dan cuenta de que ese riesgo existe y que es relevante.

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 comienza su presentación refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno acontecidos desde la Reunión anterior.

Hace presente que las cifras recientes sobre consumo privado confirman un ritmo lento de expansión, en un contexto de crecimiento acotado de los ingresos laborales y expectativas de mercado aún pesimistas.

En segundo término, manifiesta que la inversión exhibe niveles estables y bajos en el componente de maquinarias y un crecimiento moderado en el sector construcción, que estaría impulsado por el sector fiscal. Agrega que las expectativas empresariales se mantienen pesimistas, lo que no ha contribuido a una recuperación de la inversión privada.

Resalta que la evolución del mercado laboral sigue mostrando una baja tasa de desempleo gracias a la creación de empleos en el sector público y en sectores no asociados al ciclo económico, como el agrícola. Añade que los salarios siguen creciendo y que el último dato disponible, correspondiente al mes de enero, muestra cierta estabilización en niveles elevados, dando cuenta del efecto de la alta inflación pasada.

Asimismo, señala que el registro de inflación del mes de febrero estuvo en línea con la proyección interna, y que efectos contrapuestos de menores precios de combustibles y depreciación del peso incrementarían marginalmente la inflación proyectada a corto plazo.



Plantea que en materia de actividad, el escenario base contempla un crecimiento promedio en torno a 2,2% para la primera mitad del año y una inflación superior a 4%, la que retornaría a valores dentro del rango meta hacia el mes de septiembre próximo. Agrega que las expectativas de mercado para crecimiento e inflación son coincidentes con este escenario.

A título de último hecho destacado del período en el ámbito interno, informa que el mercado ha cambiado su percepción sobre la evolución de la Tasa de Política Monetaria, TPM, y anticipa que no registrará variación en el corto plazo; y que los precios de los activos financieros incorporan un incremento hacia el tercer trimestre del año en curso.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su exposición refiriéndose a la evolución de los indicadores de actividad y demanda. Sobre el particular, expresa que el consumo privado creció menos de lo proyectado y por debajo de la masa salarial real, en un contexto de expectativas de consumidores que se mantienen en niveles pesimistas. Hace presente que este comportamiento es coherente con la hipótesis de que las familias estarían actuando con cierta cautela frente a sus decisiones de gasto, optando por ahorro precautorio.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que dicha conclusión es válida al comparar la trayectoria del consumo privado con la masa salarial real, pero cuestiona su validez al compararla con el ingreso disponible de los hogares.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall acota que el nivel deuda-ingreso de los hogares ha estado subiendo marginalmente, lo que no estaría en línea con la hipótesis planteada; y llama a ser cautelosos con los mensajes que enviemos al respecto.

El señor Miguel Fuentes indica que el dato de ingreso disponible de los hogares no está totalmente incorporado en el análisis por razones de rezago de la información, y que distintas mediciones apoyarían la hipótesis de ahorro precautorio de las familias.

En cuanto a la evolución del consumo de durables, se espera una contracción en el primer trimestre del año, basada en el deterioro de los indicadores IPEC. En efecto, estos muestran una percepción de mayor desempleo y que este es un momento desfavorable para comprar automóviles, elementos que apoyan una menor disposición al gasto por parte de las familias. Hace notar que ello es concordante con los indicadores de unidades importadas de automóviles, esto es, los datos de importaciones y los proporcionados por la Asociación Nacional Automotriz de Chile, ANAC, que exhiben caídas relevantes, en torno a 28% en el mes de febrero recién pasado.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall comenta que los indicadores mencionados dan cuenta de que el ajuste económico se está materializando y que, a pesar de que normalmente hay cierta resistencia para reconocerlo, este era esperable.

El Consejero señor Sebastián Claro complementa lo expresado por el Vicepresidente señor Enrique Marshall, destacando que los bienes durables son básicamente transables, por lo que detrás de los cambios en su demanda, los niveles de ingreso disponible y el precio relativo de los mismos podrían estar jugando un rol más preponderante que las expectativas de los consumidores. Advierte que estas últimas han caído y se mantienen bajas, pero podría quedar espacio para un ajuste adicional del consumo que incorpore expectativas más deterioradas. En su opinión, se podría estar otorgando demasiada relevancia a la discusión sobre expectativas como principal *driver* de la trayectoria del consumo de durables.



El Consejero señor Pablo García señala que la contracción del componente importado de la demanda ha favorecido un ajuste más suave de la economía y que de no mediar la depreciación del tipo de cambio, el ajuste se habría canalizado a través de la demanda de los bienes no transables, redundando en una contracción mayor de la demanda. Respecto de las expectativas, plantea que las condiciones actuales del mercado laboral no propician un deterioro de las expectativas, y que el rol de las mismas en la evolución del consumo podría vincularse más a la situación general del país que a aspectos específicos de ingresos de los hogares. Con todo, estima que el consumo real está en una trayectoria coherente con el ciclo macroeconómico general.

Agrega que la brecha entre consumo privado y masa salarial es discreta en comparación con episodios anteriores, en particular con lo observado entre los años 2008 y 2011, cuando fue mucho mayor; que la evolución del consumo en términos agregados no sería motivo de preocupación; y que coincide con el Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a que hay un componente sectorial que presenta un ajuste de precios relativos que está teniendo efectos en la dirección esperada.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se suma a lo señalado precedentemente y expresa que el ajuste que se está produciendo es el esperado y es relativamente moderado si se lo compara con episodios anteriores.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon resalta que el comportamiento de la actividad y del consumo ha estado en línea con las proyecciones contenidas en el IPoM, cuyo escenario base considera la necesidad de un ajuste. En la misma línea, agrega que en todos los reportes se ha destacado que el ajuste de la economía está teniendo lugar a través del tipo de cambio.

Hace notar que el mercado del trabajo ha sorprendido con salarios más dinámicos de lo esperado en el ciclo económico actual, pero que ello no se ha reflejado en los indicadores de consumo debido a la existencia de ahorro precautorio en las familias. Enfatiza que la connotación que se pretendió dar a dicha hipótesis no fue la de ser el principal *driver* de la desaceleración del consumo, y que el análisis está en línea con lo señalado por el Consejo.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación señalando que las expectativas empresariales repuntaron en el mes de febrero, impulsadas por alzas en todos los sectores. No obstante, aún se mantienen en terreno pesimista, bajo los 50 puntos.

Hace presente que la formación bruta de capital fijo, específicamente el componente maquinarias y equipos, registró un bajo dinamismo en los meses de enero y febrero, y que los datos de la primera semana de marzo confirmaron esta tendencia. Asimismo, la estabilización de los niveles de inversión en bienes de capital ha tendido a ser coherente con una recuperación moderada de las condiciones bursátiles.

En relación con los indicadores de edificación, destaca la reducción de su dinamismo en el mes de enero, debido principalmente a un cambio en la tendencia positiva que venían registrando los permisos valorados desde septiembre de 2014. Añade que la inversión pública es uno de los elementos que continuaría aportando al crecimiento de la inversión en construcción y obras.

Con respecto a los datos de comercio exterior, resalta el dinamismo de las exportaciones de bienes y el crecimiento positivo de los sectores agro y de bienes industriales, que se explica, en gran medida, por el efecto base de comparación comentado en Reuniones anteriores. Por su parte, las importaciones reales de bienes volvieron a presentar un crecimiento negativo en el mes de febrero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 220

Página 13 de 24

En materia de proyecciones, anticipa que el IMACEC crecería en torno a 1,8% anual en el mes de febrero, cifra inferior a lo estimado por el mercado, que lo sitúa en torno a 2,3%. Hace presente que la proyección interna está influida de manera importante por factores transitorios y positivos en construcción observados en el mes de enero, pero también por factores negativos, como que la actividad minera decaería en febrero por una paralización en la Minera Los Pelambres y problemas de funcionamiento en la División Ministro Hales de Codelco. Asimismo, el sector EGA seguirá mostrando una tasa de crecimiento anual acotada en febrero, debido a una menor generación hidroeléctrica y mediante carbón, que son los sectores de mayor valor agregado y que fueron sustituidos por diésel y otras fuentes menos eficientes de generación eléctrica.

En relación con las proyecciones de corto plazo, informa que el PIB Resto no ha mostrado cambios relevantes frente a la RPM anterior y a lo consignado en el último IPoM, y crecería en torno a 2,3% en el primer trimestre del año. Por su parte, la demanda final se ha ajustado a la baja por un menor dinamismo del consumo privado y de la inversión.

En términos de la evolución del mercado laboral, indica que la tasa de desempleo se incrementó pese a la mayor creación de empleo asalariado. A este respecto, hace mención a la relación estadística entre IMACEC y tasas de desempleo, discutida en Reuniones anteriores, que da cuenta de que, en general, tasas de crecimiento económico inferiores a 3% están asociadas a un aumento de la tasa de desempleo, lo que se espera para los meses venideros.

Hace presente que el empleo asalariado continúa débil en los sectores asociados al ciclo. En efecto, la construcción continúa cayendo, al igual que la industria y minería. En contraposición, los sectores público y agrícola presentan las mayores contribuciones al crecimiento de dicho indicador.

Con respecto a los salarios nominales, manifiesta que su crecimiento anual se estabilizó en un nivel algo superior a 7% en el mes de enero, lo que es coherente y coincidente con los indicadores de la Asociación Chilena de Seguridad, ACHS, y de las administradoras de fondos de pensiones, AFP, que si bien presentan un mayor rezago en las cifras, están creciendo por sobre su nivel histórico.

Hace presente que para efectos de profundizar la discusión sobre los factores que explican la aceleración de los salarios nominales, se replicó un ejercicio realizado en ocasiones anteriores, dando como resultado una curva de Phillips para salarios muy parecida a entonces. Indica que los resultados obtenidos en esta ocasión dan cuenta de que la aceleración de los salarios se explica en parte importante —60%— por el incremento en la inflación pasada; el grado de indexación estimado se mantiene en torno a 0,3, por debajo del 1,0 estimado para los años noventa; y que en lo reciente no se observa un desequilibrio en el comportamiento de los salarios nominales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con la presentación, refiriéndose al mercado financiero. Precisa que el tipo de cambio se depreció 1,4% desde la RPM anterior, cifra por debajo de lo que sugiere la fortaleza global del dólar. Agrega que al cierre estadístico de la presente Reunión, el tipo de cambio real se ubicó en 96,9 y exhibía una depreciación menor que otras economías latinoamericanas, pero mayor que la canasta de monedas de exportadores y de economías emergentes.

En materia de inflación, señala que el registro de inflación del mes de febrero —0,4%— estuvo en línea con la proyección interna. Asimismo, se registró una sorpresa negativa en la inflación SAE, que estuvo concentrada en algunos elementos puntuales que no modifican el juicio respecto de los grados de *pass through* ni de los grados de inercia inflacionaria en este elemento.



Con todo, en el corto plazo, la inflación SAE permanecería en torno a 4% en términos anuales, sustentada en componentes bastante inerciales de bienes y servicios. Anticipa que según la metodología utilizada por el Instituto Nacional de Estadísticas, INE, en los meses de marzo y abril corresponde incluir los reajustes en servicios, como salud y educación, que son muy sensibles a la inflación pasada y que tienen una incidencia relevante en el índice.

Menciona que el menor precio del petróleo en los mercados internacionales permite ajustar a la baja la inflación de combustibles, y que una eventual sorpresa en la proyección del IPC de frutas y verduras no sería significativa considerando su incidencia en el IPC total —2,9%—, sus variaciones históricas y las posibles sorpresas por efecto de la sequía. Agrega que el seguimiento semanal de frutas y verduras en lo que va de marzo no evidencia efectos en ese sentido.

Consigna que la inflación esperada de corto plazo se ha corregido al alza respecto de la RPM anterior; que la mayor parte de esta corrección se explica por el efecto cambiario y el ajuste en servicios de educación en el mes de marzo; y que los combustibles compensarían parcialmente dicho efecto.

Asimismo, hace presente que las proyecciones internas ubican la inflación por sobre el rango meta en el horizonte de corto plazo, y que la convergencia se lograría hacia el mes de septiembre próximo. Por su parte, las expectativas del mercado se han ajustado al alza, aproximándose a la estimación interna; y las encuestas de expectativas a un año, al igual que los seguros de inflación, muestran una convergencia hacia el centro del rango meta.

Al concluir su presentación, el señor Miguel Fuentes señala que los precios de los activos han incorporado expectativas de alza de la TPM para el tercer trimestre del año y que las tasas *benchmark* han continuado disminuyendo, ubicándose en algunos casos en mínimos históricos.

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

El Consejero señor Sebastián Claro solicita se precise cómo se incorpora la indexación de salarios en la proyección de inflación, toda vez que podría ser un factor endógeno que retrasa la convergencia de la inflación hacia la meta.

El Consejero señor Joaquín Vial se refiere a la indexación y a la curva de Phillips, tratados en el gráfico que se contiene en la lámina N° 50 de la presentación para fines de explicar la aceleración de los salarios. A su juicio, dicha aceleración respondería en partes iguales a factores de brecha e indexación. Asimismo, llama la atención que en el período analizado, la brecha de desempleo tiene la mayor incidencia en la evolución de los salarios a partir del año 2013, y que en el año 2008 esta era explicada casi exclusivamente por el efecto indexación.

Agrega que la depreciación real ha estado contenida gracias a la estrechez del mercado laboral, y que las depreciaciones adicionales se están traduciendo en alzas de precios. En su opinión, ello plantea un escenario de riesgo a considerar en el IPoM, toda vez que cualquier *shock* exógeno puede traducirse en depreciaciones nominales, con el consiguiente efecto en la inflación.



El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon aclara que el objetivo del ejercicio de salarios en comento es el de mostrar la coherencia entre los resultados obtenidos y lo consignado en el recuadro “Salarios e indexación”, que se contiene en el IPoM del mes de septiembre de 2013. Además, verificar que la inflación pasada es relevante para explicar la aceleración de los salarios. Aclara que este modelo no se utiliza para proyectar salarios u otras variables.

Manifiesta que la visión de la Gerencia de División Estudios, así como la que reflejan las encuestas a empresas y personas, favorece la hipótesis que el alza de los salarios se explica fundamentalmente por la indexación.

Hace notar que al excluir algunos sectores que se han mostrado particularmente activos, resulta una creación de empleo baja o negativa, sobre todo en aquellos sectores más vinculados al ciclo económico. Añade que una serie de ejercicios empíricos que se han realizado para tratar de capturar el movimiento usual de las cláusulas de indexación de los contratos muestran, aunque con algunas imperfecciones, que dichas cláusulas explican parte importante de la aceleración de los salarios.

Finalmente, hace presente que los factores antedichos tienden a confirmar que la aceleración de los salarios nominales responde a efectos de indexación más que a presiones en el mercado del trabajo, aunque es una interrogante que va a permanecer abierta.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:40 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que 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° 220, 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 septiembre de 2015 se efectuará el día martes 15 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Alberto Naudon inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

Hace presente que en el plano externo, los movimientos expansivos de la política monetaria han continuado desde la última RPM, intensificando el cuadro de mayor liquidez mundial consignado en Reuniones anteriores. En este ámbito, indica que la principal noticia fue el reciente comunicado de la Reserva Federal, que si bien deja abierta la puerta para el inicio de aumentos de tasas, destaca por el carácter más cauto respecto de la evolución de la instancia monetaria en esa economía. Expresa que este cuadro ayudará a mantener condiciones financieras más holgadas y que, en ese sentido, es positivo para la economía; sin embargo, no está exento de riesgos, ya que en este contexto, los premios por plazo y riesgo parecían estar particularmente comprimidos, situación que puede revertirse de manera abrupta, causando variaciones bruscas en el precio de activos y monedas alrededor del mundo. En efecto, la alta sensibilidad que los precios de distintos activos financieros, tipos de cambio, e incluso precio de *commodities*, han mostrado a noticias de la economía americana, dan cuenta de que este es un riesgo relevante. En todo caso, hace notar que la minuta de la Reserva Federal da cuenta de un proceder cauto, lo que limita en cierta forma el riesgo antes mencionado.



Comenta que la excepción a este ambiente de relajamiento monetario sigue siendo Latinoamérica, donde la inflación ha tendido a subir de la mano de importantes depreciaciones de sus monedas, generando un escenario donde no pareciera haber espacios para recortes de tasas, a pesar de las continuas correcciones a la baja en el crecimiento esperado.

Manifiesta que en este mes también se observaron cambios importantes en el precio del petróleo y del cobre. Informa que frente a la RPM pasada, el primero cayó alrededor de 10%, mientras que el segundo se corrigió algo más de 2% al alza. Indica que estos movimientos, que parecían estar relacionados con elementos propios de cada mercado, se dan en medio de una alta volatilidad, lo que dificulta evaluar la persistencia de dichos cambios, razón por la que el escenario interno de proyecciones considera un escenario conservador para estos precios, que incluye un valor del cobre que se mantiene en torno a los precios actuales y uno de petróleo donde parte de las bajas recientes se revierten en el mediano plazo.

Con todo, señala que los datos recientes, así como el análisis preparatorio para el IPoM de marzo de este año, sugieren que el impulso externo será moderado, pero mayor que el observado en el año 2014. Además, apunta a que los riesgos siguen cargados hacia una menor actividad y que varios de ellos tendrían asociado depreciaciones relevantes del peso.

En el plano local, informa que el cierre de cuentas nacionales para el ejercicio 2014 y los datos coyunturales dan cuenta de un escenario muy similar al previsto en el IPoM pasado, esto es, un acotado dinamismo de la actividad y de la demanda. Agrega que los riesgos locales y externos tampoco muestran variaciones relevantes respecto de Reuniones pasadas y siguen apuntando mayoritariamente a la baja.

Por su parte, la tasa de desempleo continúa en niveles históricamente bajos, dando cuenta de un mercado laboral que todavía muestra un grado de fortaleza relevante. Plantea que si bien estos números parecen discordantes con el estado del ciclo económico, hay algunos factores de tipo estructural —como la menor participación laboral de los jóvenes y la mayor participación de edades más avanzadas— que podrían explicar en parte por qué la tasa de desempleo está tan por debajo de sus promedios históricos. Además, si bien la creación de empleo no ha variado de manera significativa en los últimos meses, se sigue observando que los sectores más cíclicos mantienen una tasa de crecimiento negativa y que una porción relevante del empleo creado es de características más precarias. De todos modos, los salarios nominales siguen creciendo a tasas elevadas, fenómeno que, a juicio de la Gerencia de División Estudios, estaría más relacionado con los efectos de la alta inflación vía indexación más que a un aumento de presiones en el mercado laboral.

Con respecto a los precios, señala que las noticias del último mes siguen dando cuenta de una inflación alta, superior a la prevista en el IPoM de diciembre y que se mantendrá sobre 4% por un tiempo mayor que el proyectado en dicha ocasión. Añade que en el mes de febrero, la inflación alcanzó a 0,4%, igual a lo proyectado internamente, pero nuevamente mayor que lo esperado por los agentes de mercado, quienes, después de este dato, han ajustado al alza sus perspectivas para la inflación, acercándose así a nuestras proyecciones.

Hace notar que las expectativas de mercado siguen bien ancladas en torno al objetivo de 3%, a pesar de la seguidilla de sorpresas, de la persistente depreciación del peso y de que se prevén altos registros de inflación para los meses que siguen —0,8% en marzo y 0,5% en abril, de acuerdo con las proyecciones internas—. No obstante, el comportamiento de las expectativas es un riesgo que se debe monitorear con cuidado en un escenario de alta inflación y donde el riesgo de ocurrencia de *shocks* externos que generen depreciaciones adicionales del peso es relevante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 220
Página 17 de 24

El señor Alberto Naudon indica que el aumento de la inflación y el origen de los errores de proyección han estado ligados, principalmente, al mayor impacto del tipo de cambio, fenómeno que, a su vez, estaría relacionado con la mayor depreciación del peso, la inusual duración del *shock* depreciativo, la desaceleración más gradual de la economía comparada con otros episodios depreciativos, y a que es probable que las brechas estén algo menos abiertas que lo pensado previamente. Con todo, se considera que el cambio en precios relativos asociado a esta depreciación es, en gran parte, un elemento del proceso de ajuste que la economía necesita, lo que ha sido mencionado en varias ocasiones anteriores.

En este escenario de actividad débil y con riesgos a la baja, de un mercado laboral que debería debilitarse, de expectativas de inflación bien ancladas, y de sorpresas inflacionarias que parecieran estar en gran parte relacionadas con el ajuste cambiario necesario en este ciclo económico, expresa que la opción de subir no parece relevante, a pesar de que los altos niveles de inflación observados y los riesgos asociados a ellos, sin duda, condicionan los espacios disponibles para la política monetaria. Por lo demás, estando en pleno proceso de análisis del IPoM, a juicio de la Gerencia de División Estudios, parece razonable utilizar esa instancia de análisis para evaluar los supuestos que subyacen al escenario antes mencionado, en particular qué tan óptima es la trayectoria de TPM incorporada en él y los riesgos para la convergencia de la inflación.

Por el contrario, en las condiciones actuales, la opción de un recorte adicional no solo parece innecesaria, sino que inconveniente, razón por la que se descarta de plano para esta Reunión. Indica que esta visión parece estar bien internalizada por el mercado, toda vez que la posibilidad de recortes adicionales de TPM ha desaparecido virtualmente.

El señor Alberto Naudon manifiesta que por las razones antedichas, la Gerencia de División Estudios propone como única opción relevante mantener la TPM en 3,00%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y no habiendo comentarios por parte del *staff*, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas.

El 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 al *staff* de la Institución.

Hace presente que los antecedentes para el cierre del año 2014, conocidos esta semana, ratifican que la economía se encuentra en un proceso de gradual recuperación en su ritmo de crecimiento, después del ajuste producido como consecuencia del cambio en el escenario externo. En efecto, el producto creció 1,8% en el último trimestre del año, muy por encima del 1% del trimestre previo, y cerró el año en 1,9%, algo más de lo que se estimaba. Por su parte, el Imacec del mes de enero se ubicó en 3%, con una revisión al alza respecto del número informado a comienzos de marzo.

Añade que la inversión presenta una recuperación incipiente, con un crecimiento positivo en el último trimestre de 2014, tras varios trimestres de fuertes caídas interanuales; y que el consumo continúa débil, ya que creció apenas 1% en dicho trimestre.

Resalta que el sector externo de la economía ha comenzado a impulsar la actividad gracias al importante crecimiento de las exportaciones industriales y agrícolas.

Anticipa que en los próximos meses se verán vaivenes en la actividad por efectos base o factores puntuales que podrían afectar algunas ramas; sin perjuicio de ello, debiese mostrar una paulatina tendencia al alza.



Plantea que el dato de inflación de febrero sorprendió al alza al mercado, incidiendo en dicho resultado el efecto de alzas puntuales en ítems específicos, en particular de las tarifas eléctricas, así como también el efecto del traspaso de la depreciación acumulada del peso. Destaca que si bien las expectativas de inflación para plazos más cortos se movieron al alza tras la publicación de este dato, se han mantenido bien ancladas en 3% en el horizonte de política; y que el consenso de mercado espera que la inflación descienda hasta ubicarse en torno al 3% a lo largo del año 2015.

Indica que en el ámbito externo se ha observado bastante volatilidad en los precios de los *commodities* y en el valor del dólar a nivel global, lo que se explica fundamentalmente por los anuncios que se esperaba hiciera la Reserva Federal en su reunión de esta semana. Si bien ese Organismo no descartó iniciar sus alzas en la tasa de política a partir del mes de junio, señaló de manera clara que el ritmo de alzas de tasas sería más pausado que lo esperado anteriormente. Expresa que ello, sin duda, tendrá un impacto relevante sobre el mercado cambiario, abriendo el espacio para que el dólar se deprecie a nivel global, con el consecuente efecto sobre el precio de nuestra moneda.

Consigna que, hasta ahora, la inflación en Chile ha estado muy incidida por la depreciación del tipo de cambio y algunos factores puntuales; que la economía crece bajo su potencial; y que si bien la tasa de desempleo se ha mantenido baja, es indudable que se han generado holguras de capacidad que están lejos de cerrarse.

Señala que, probablemente, se registrará una recuperación en el ritmo de crecimiento en los próximos trimestres, pero gradual y que no permitirá que las holguras se compriman. Por su parte, existe un riesgo de que el desempleo aumente una vez que el empleo de la temporada estival se acabe.

En opinión del Ministro de Hacienda, la prevalencia de la indexación en nuestra economía incide, sin duda, en la dinámica salarial, así como posibles movimientos al alza en el tipo de cambio plantean una necesidad de un monitoreo constante sobre la inflación. Agrega que después de los anuncios de la Reserva Federal de esta semana, los movimientos del tipo de cambio debiesen ser a la baja; además, las holguras de capacidad seguirán presentes, lo cual contribuirá a contener presiones al alza en los precios.

En este contexto, señala que el mercado espera que la tasa de política se mantenga en los niveles actuales por varios meses.

Al finalizar su intervención, expresa que la política monetaria ha contribuido de manera importante a moderar los costos del ajuste que ha vivido la economía producto de la caída de nuestros términos de intercambio y las nuevas condiciones financieras mundiales; que el proceso de recuperación de nuestro crecimiento está en marcha, pero aún es frágil; y que no habiendo riesgos inflacionarios relevantes, es fundamental que la política monetaria continúe contribuyendo a esta recuperación.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas y al no haber comentarios del *staff*, da paso al proceso de votación de la opción planteada 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 los antecedentes y opiniones expresados por los personeros de la Gerencia de División Estudios en el día de hoy.



Hace presente que los antecedentes respecto del escenario doméstico indican que, al igual que en el mes pasado, la actividad y la demanda han seguido el escenario consignado en el IPoM del mes de diciembre, lo que tiende a confirmar que luego de la significativa desaceleración del año 2014, el ciclo se ha estabilizado. Por otro lado, señala que, en lo coyuntural, la inflación sorprendió al mercado, no así a nuestras proyecciones, y que con ello, la visión del mercado y nuestros análisis de inflación preliminares al IPoM de marzo han tendido a converger. Agrega que, en adelante, se avizora, junto con un proceso moderado de crecimiento, una convergencia de la inflación a la meta más lenta que la prevista hace algunos meses.

Destaca que los cambios respecto de la conducción de la política monetaria implícita en las expectativas privadas han sido bastante intensos, en particular, porque el mercado anticipó hace algún tiempo en torno a 50 puntos base de mayor relajamiento monetario para lo que quedaba del año 2015, lo que ha tendido a disiparse. Expresa que ello se fundamentaba en una visión de mayor debilidad que la que exhibe hoy el crecimiento y también menores presiones inflacionarias que las que se perciben en la actualidad. En su opinión, un corolario claro de lo anterior es que el mayor impulso monetario entregado durante el año 2014 fue apropiado, ya que permitió amortiguar el efecto del deterioro de las condiciones macroeconómicas sobre crecimiento y demanda.

A su juicio, los vaivenes observados en el escenario internacional en los últimos meses no han sido muy significativos, en contraposición a los riesgos potenciales del entorno internacional que está por venir. Hace presente que siete años después de la debacle financiera internacional del 2008, la economía internacional enfrentará un *test* decisivo respecto de su salud macrofinanciera cuando la Reserva Federal comience a implementar aumentos en las tasas de interés de política. Considera a este respecto que las incertidumbres respecto de cómo aquello afectará a los mercados financieros internacionales, las economías emergentes, las condiciones externas y las perspectivas inflacionarias de mediano plazo para Chile son elevadas.

Atendido lo expresado, expresa que si bien comparte la visión de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la única opción plausible para esta ocasión es mantener la TPM en 3%, cree que es prematuro descartar explícitamente y de plano algunas otras opciones de política alternativas. Además, considerando la importancia comunicacional y táctica de nuestras decisiones, estima que sería inoportuno dar señales de certeza mayores de las que tenemos en el contexto internacional vigente.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Pablo García señala que su voto es por mantener la TPM en 3% anual.

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 trabajo de los personeros de la Gerencia de División Estudios, con el que manifiesta concordar prácticamente en todos los aspectos sustantivos expresados en la minutas de Antecedentes y de Opciones.

Hace presente que, en términos generales, los antecedentes revelan que la economía global ha evolucionado en línea con el escenario del último IPoM. En efecto, se ha observado un aumento de la actividad algo mayor que el esperado en Europa, una consolidación del crecimiento de Estados Unidos de América y una caída del precio del petróleo algo mayor que lo anticipado, todo lo cual apunta en un sentido positivo; pero, al mismo tiempo, se advierte una mayor debilidad en América Latina, especialmente en Brasil, y los datos de corto plazo de China sugieren también un crecimiento más débil.



Con todo, considera que lo más destacable ha sido la volatilidad observada en materia de flujos de capitales y valor de las monedas, desencadenada por una convergencia de las expectativas de mercado hacia el escenario de política monetaria delineado por la Reserva Federal para los Estados Unidos de América, lo que demuestra la extraordinaria sensibilidad frente a esta variable. Hace presente que dicha volatilidad se ha traducido en un fortalecimiento del dólar respecto de casi todas las monedas, incluido el peso chileno. Añade que lo que acontezca en este frente es posiblemente el mayor factor de riesgo para la inflación doméstica en 2015.

Consigna que la inflación de febrero sorprendió al mercado, pero estuvo en línea con nuestras proyecciones; y que a raíz de ello, el sector privado ha revisado sus proyecciones, esperando ahora una convergencia algo más lenta de la inflación a la meta, visión que es más cercana a la nuestra. Acota que la evolución más reciente del tipo de cambio y de los salarios nominales tiende a confirmar esta perspectiva.

Manifiesta su concordancia con la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la única opción relevante para esta Reunión es la de mantener la TPM en 3%. En su opinión, si bien se podría argumentar la validez de la opción de subir la tasa como una forma de asegurar que las expectativas se mantengan bien ancladas en torno a la meta, ello es prematuro, ya que correspondería más bien al tipo de acción que se debe tomar en un escenario peor que el que tenemos. Además, requeriría de análisis y explicaciones más profundas, lo que debería darse en el contexto del próximo IPoM.

Atendidos los fundamentos expuestos, el Consejero señor Joaquín Vial expresa que su voto es por mantener la TPM en 3%.

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 su concordancia con lo consignado en la Minuta de Opciones en cuanto a que la única opción válida en esta oportunidad es la de mantener la TPM en su nivel actual. Lo expresado, atendidos los elementos que pasa a detallar.

En primer término, la situación internacional sigue mostrando fragilidad en varias dimensiones. Entre ellas, las condiciones financieras externas reflejan la sensibilidad a los anuncios de la Reserva Federal sobre la trayectoria de política monetaria en Estados Unidos de América; los precios de las materias primas, en particular el del petróleo en lo último, han fluctuado de manera importante; y las condiciones de algunos países emergentes, dan cuenta de ajustes y riesgos importantes. Añade que el dólar ha seguido fortaleciéndose en términos multilaterales, mientras que las monedas de países emergentes se han depreciado de manera importante, dando cuenta del cambio en las condiciones externas que enfrentan y del ajuste requerido en demanda interna.

En segundo término, consigna que en el ámbito interno, la actividad y la demanda han seguido, en lo grueso, una trayectoria similar a la que se anticipaba algunos meses atrás, mientras que el mercado laboral sigue dando muestras de cierto dinamismo. Indica que, en lo grueso, ello confirma el diagnóstico —que el Banco hizo público hace algunos meses— de una recuperación acotada de la economía, con tasas de expansión en el primer semestre de este año de entre 2 y 2,5%, que es lo que se plantea en la Minuta de Antecedentes. Agrega que la trayectoria del mercado laboral es notoria en cuanto a que, hasta ahora, da muestra de una sensibilidad limitada al ciclo, más allá de lo que pueda ser la evaluación de cuáles son los niveles de desempleo de largo plazo. A su juicio, ello coincide con la trayectoria de salarios, que mantiene un dinamismo relevante —tema sobre el cual debe ponerse mayor énfasis— y puede estar explicando, en parte, el dinamismo o los altos niveles que ha mostrado la inflación.



Por último, la evidencia muestra, en lo fundamental, que el principal determinante de la tasa de inflación, que se mantiene elevada por sobre 4%, es la fuerte depreciación cambiaria que ha experimentado la economía en los últimos dieciocho o veinticuatro meses. Agrega que en términos multilaterales, la depreciación del peso también ha sido importante, pero bastante más acotada, lo que evidentemente abre ciertas preguntas. En su opinión, una alternativa es que el ajuste en precios relativos que requería la economía chilena ante el cambio de las condiciones externas no era tan grande; la otra, que la presión en el mercado laboral y los costos de bienes no transables han limitado hasta ahora el ajuste cambiario real.

Con todo, señala que la política monetaria ha acompañado esta desaceleración y, a juzgar por la trayectoria del tipo de cambio, por las condiciones financieras internas y por la trayectoria de la inflación, que el aporte ha sido significativo, no existiendo por ahora espacio para aumentar el estímulo monetario. Plantea que ello es especialmente crítico, dado que los riesgos más importantes vienen de la posibilidad que la volatilidad cambiaria se agudice y mantenga presiones inflacionarias más allá de lo deseado en un contexto donde la economía no profundiza su desaceleración.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 3% anual.

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.

Señala que las noticias del último mes conducen a reafirmar la orientación general de nuestra política, pero advierten también sobre los riesgos que acechan.

Hace presente que en el frente externo, las percepciones para las economías avanzadas muestran una mejora en el margen, lo que se sustenta en el desempeño de Estados Unidos de América y en sorpresas positivas en Europa. El mundo emergente, en tanto, sigue presentando matices y diferencias que se han intensificado en lo más reciente. En efecto, China continúa creciendo a tasas que contribuyen positivamente a la expansión global, pero, al mismo tiempo, se observa una América Latina donde los sentimientos se han deteriorado y las proyecciones de crecimiento han sufrido recortes significativos. En este contexto, plantea que los riesgos para el escenario externo siguen presentes y se relacionan principalmente con los ajustes esperados en la política monetaria de Estados Unidos de América y con un fortalecimiento adicional del dólar.

En lo concerniente al ámbito interno, menciona que las cifras actividad y demanda dan cuenta de una moderada expansión, bastante en línea con lo anticipado y con las proyecciones de crecimiento para este año, lo que debe ser calificado como una buena noticia considerando los riesgos identificados en el IPoM pasado. A su juicio, todo indica que el proceso de ajuste real se ha ido dando en los términos anticipados y según patrones normales, aunque persiste el desafío que los índices de confianza o expectativas recuperen niveles.

Deja constancia que en materia de inflación, las noticias han sido menos alentadoras, ya que si bien la visión de una inflación que converge a la meta no ha cambiado, los nuevos antecedentes apuntan a que ello será bastante más lento. Sin perder de vista que esta trayectoria de la inflación responde en lo fundamental al proceso de ajuste interno, considera que es de mantener un atento seguimiento sobre la evolución de la dinámica inflacionaria en los próximos meses, lo que supone, desde luego, el monitoreo de sus principales determinantes de corto plazo en esta coyuntura, como son la evolución del tipo de cambio y la de los salarios nominales.



En este contexto, considera difícil sustentar una opción de política que no sea la de mantener la TPM. En su opinión, la opción de recortar debe ser descartada de inmediato por improcedente, en tanto que la opción de subir admite, en principio, algún grado de plausibilidad, aunque una evaluación atenta de todos los antecedentes conduce también a dejarla de lado. En consecuencia, la opción que surge con claridad es la mantener, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que en el escenario que enfrentamos, lo recomendable, sin duda, es reafirmar la orientación general de la política monetaria; y que la entrega de una señal distinta podría tener efectos adversos sobre la formación de las expectativas de mercado.

Añade que la preparación del próximo IPoM, que ya se ha iniciado, brindará la oportunidad para revisar nuestras proyecciones y entregar señales más precisas sobre nuestros próximos pasos.

Destaca, además, que el sector privado ha ido asumiendo nuestro diagnóstico y que para esta Reunión no espera ningún cambio.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 3%.

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 que respecta al escenario externo, consigna que se mantienen, en líneas gruesas, las proyecciones y los riesgos destacados en Reuniones anteriores. En el lado positivo, destaca la solidez de la recuperación norteamericana, las mejores perspectivas para Europa y la consolidación de la baja del precio del petróleo, a lo que se agrega el Comunicado de ayer de la Reserva Federal, donde ha dejado claro que el alza de la tasa de política monetaria en dicho país será más gradual que lo planteado hasta la reunión previa. A su juicio, ello no es menor, porque reduce, aunque obviamente no elimina, los riesgos de aumentos bruscos en las tasas de largo plazo y, luego, los de detenciones bruscas en los flujos de capital. En lo negativo, resalta los problemas que enfrentan hoy una serie de economías de América Latina, en particular Brasil, y los riesgos que siguen presentes en relación a China, Grecia, Rusia y otros.

En el ámbito interno, señala que las cifras de actividad han superado las proyecciones de mercado, aunque podría haber algo de puntual en ellas, lo que llevaría a cifras algo menores en los meses que siguen. Con todo, es una noticia positiva a destacar, porque apunta a que la economía chilena seguiría gradual y lentamente evolucionando hacia mayores tasas de crecimiento. Añade que la demanda interna sigue débil, mientras que en el mercado laboral, la tasa de desempleo sigue baja y el empleo asalariado crece vigorosamente.

Manifiesta que la mayor preocupación para el Banco Central dice relación con la inflación, ya que continúa por sobre el rango de tolerancia y se estima se mantendrá en ese nivel por un tiempo más prolongado. A este respecto, señala que si bien la distancia a la parte superior de dicho rango es acotada, no se puede minimizar el riesgo de mantenerse o subir de los niveles actuales incluso por más tiempo; que las expectativas de mercado se han ajustado al alza y superan las del IPoM de diciembre; y que se debe recordar que entonces nuestra proyección fue considerada elevada por gran parte del mercado. Añade que la inflación subyacente ha tenido una dinámica similar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 220

Página 23 de 24

Expresa que la mayor inflación se explica principalmente por el mayor tipo de cambio y por su persistencia, lo que lo diferencia de períodos previos. En su opinión, el mayor coeficiente de traspaso, al menos mayor que el previsto originalmente, debe hacernos pensar en que las holguras de capacidad son probablemente menores que las que se pensaron en un principio. Además, que ello es consistente con el bajo desempleo y la evolución de los salarios.

Agrega que las expectativas de inflación a un año han subido fuertemente en los últimos meses, pero que, en general, se advierte bastante volatilidad a ese plazo; y que aquellas a dos años plazo se han mantenido ancladas en el 3%.

A juicio del Presidente señor Rodrigo Vergara, el Banco Central ha hecho su trabajo con una política monetaria contracíclica significativa y oportuna; no obstante, los desarrollos en la inflación, en particular los relacionados con las expectativas de esta variable, indican, evidentemente, que el espacio para un mayor estímulo monetario no existe en la actualidad. En ese sentido, manifiesta su concordancia con la Minuta de Opciones en cuanto a que esa es una opción rápidamente descartable en esta oportunidad.

Asimismo, estima que la opción de subir tampoco parece razonable, por lo que también aquí coincide con la Minuta antedicha. No obstante, en este caso, no cree que se pueda descartar *a priori* la posibilidad que, en un futuro próximo, esa opción entre en nuestro análisis. De hecho, los precios de mercado ya la incorporan para el tercer trimestre de este año y las encuestas de expectativas para el 2016.

Consigna que nuestro análisis apunta a que la inflación irá gradualmente convergiendo a la meta de 3%, entre otros elementos, por mayores holguras de capacidad y por una muy baja inflación internacional. Sin embargo, los riesgos en esta materia han aumentado, razón por la que debemos estar atentos a ello.

Por los motivos antedichos, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 3,0% anual y el sesgo neutral del último Comunicado.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia de que se acuerda, por unanimidad de los señores Consejeros, mantener la Tasa de Política Monetaria en 3,0% anual.

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

N° 220-01-150319 - 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 3,0% 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 3% anual.

La recuperación económica en el mundo desarrollado, particularmente en Estados Unidos, continúa su curso, mientras que las perspectivas para la mayor parte de América Latina se han deteriorado. Durante el mes, los precios de los productos básicos disminuyeron, con algunas excepciones como el cobre. Las condiciones financieras



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 220

Página 24 de 24

internacionales para las economías emergentes empeoraron y el dólar continuó fortaleciéndose. Destacaron los mayores estímulos monetarios en varias economías y, en lo más reciente, el tono cauto de la comunicación de la Reserva Federal.

Al igual que en el mes previo, la inflación de febrero estuvo por sobre lo esperado por el mercado. La inflación subyacente sigue elevada. En el escenario más probable, la inflación anual se mantendrá algunos meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia, evolución que se seguirá monitoreando con especial atención. Las expectativas de inflación de mediano plazo permanecen en torno a 3%. Los antecedentes respecto de la actividad y la demanda sugieren tasas de crecimiento similares a las contempladas en el IPoM de diciembre. Por su parte, la tasa de desempleo aumentó levemente y los salarios nominales mantuvieron su dinamismo. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario.

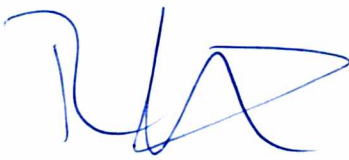
El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16:55 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



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe