



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 221 celebrada el día jueves 16 de abril de 2015

En Santiago de Chile, a 16 de abril 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 don Enrique Marshall Rivera y de los Consejeros don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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 Subrogante,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
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 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;
Periodista de la Gerencia de Comunicaciones;
don Jaime Troncoso Rojas; y la
Secretario General Subrogante,
doña Yennifer Chahuán Jadue.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 221, 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 2015 se celebre el día jueves 15 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 221

Página 2 de 23

Asimismo, informa que el Consejero señor Pablo García no asiste a la presente Reunión de Política Monetaria, RPM, debido a que participará, en su representación, en la reunión del International Monetary and Financial Committee, IMFC, y el G-20, sobre reforma al Fondo Monetario Internacional, que se realizará a primera hora del día siguiente en Washington D.C.

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 Gianelli inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria precedente. En primer término, señala que en materia de actividad global, los datos más recientes y las nuevas proyecciones del World Economic Outlook, WEO, soportan las proyecciones consignadas en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, esto es, que si bien Estados Unidos de América habría sorprendido a la baja, mantendría hacia adelante un dinamismo impulsado principalmente por el consumo interno; la Zona Euro estaría consolidando un escenario de modesta recuperación; China se desacelera en línea con una recomposición de sus determinantes de crecimiento; y América Latina exhibe un menor dinamismo relativo.

Hace presente que en lo concerniente a política monetaria, se han mantenido condiciones holgadas de liquidez. En efecto, luego de una ronda de relajamiento monetario que se inició a fines del año pasado, han predominado las mantenciones desde la última Reunión. En América Latina, en tanto, las cifras recientes y los niveles en que se encuentra la inflación no han dado espacios adicionales para mayores recortes de las tasas rectoras.

Agrega que en el plano financiero, los activos de riesgo se han apreciado. A este respecto, menciona que durante el mes, los peores datos de empleo en Estados Unidos de América auguraron un retraso en la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal y, en ese contexto, los capitales retornaron a mercados emergentes haciendo caer los premios por riesgo, se depreció el dólar frente a todas las monedas y aumentaron los activos de riesgo, en particular las bolsas.

Por último, plantea que la noticia más destacada en materia de *commodities* ha sido el rebote del precio del petróleo, que se explica principalmente por menores proyecciones de oferta en Estados Unidos de América. El precio del cobre, en cambio, no ha registrado mayor variación, ya que su valor *spot* se sitúa en línea con el valor consignado en el último IPoM y los futuros, levemente por sobre dicho valor. Agrega que las menores perspectivas de oferta que analistas, y en particular el CRU, están identificando para el presente año 2015, sostienen una recuperación moderada de su precio en adelante, lo que es consistente con el escenario contemplado en dicho Informe.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales indicadores del último mes. Hace notar que los datos de Estados Unidos de América han seguido sorprendiendo a la baja, como es el caso de la producción industrial, que aún exhibe números negativos, y del empleo, que decepcionó al crearse 126.000 empleos en lugar de los 250.000 esperados por el mercado. Con todo, resalta que las ventas de viviendas nuevas fueron bastante superiores a lo previsto; que las expectativas de consumidores continúan fuertes y en el margen se fortalecen más de lo anticipado; y que las expectativas de producción industrial, si bien fueron algo menores que los valores esperados, todavía superan el pivote de 50 puntos.

Destaca que en la Zona Euro se mantienen las sorpresas positivas, en particular las expectativas, que han retornado a terreno positivo. En Japón, en tanto, se observan indicadores mixtos y con tendencia más bien a la baja, y el dato de producción industrial vuelve a sorprender con una cifra muy negativa.



Tratándose de las economías emergentes, llama la atención sobre la desaceleración adicional de China, superior a lo internalizado por el mercado. En efecto, el dato de producción industrial no solo fue bastante menor que lo esperado, sino que constituye para China una cifra muy baja. Por su parte, los datos de comercio exterior estarían reflejando aún algún efecto del Año Nuevo chino, observándose caídas en importaciones y exportaciones. Hace notar que estas últimas crecieron significativamente el mes previo, luego, podrían estar registrando algún grado de rebote, en tanto que las importaciones consolidan una caída progresiva.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que a pesar de que las últimas cifras de Estados Unidos de América no son tan auspiciosas, el mercado y la Reserva Federal considerarían a estas como un hecho muy puntual, manteniendo su visión de una economía estadounidense fuerte.

El señor Diego Gianelli precisa que los analistas corrigieron las proyecciones de crecimiento del primer trimestre, no así las de los trimestres siguientes, lo que respondería a un invierno más duro que el esperado y a otros datos puntuales, como los paros portuarios que se registraron en el primer cuarto del año.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación refiriéndose a América Latina. Consigna que Brasil aparece como una economía muy debilitada y que su última cifra de actividad, si bien sorprendió positivamente al mercado, fue muy baja e inferior a la del mes previo; que en México se advierte un nivel de deterioro menor; y que los datos de Colombia y Perú son mixtos, pero principalmente a la baja.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que en Perú, el IMACEC del mes de febrero alcanzó a 0,9% y que acumula varios meses con cifras de crecimiento en torno a 1%. Acota que la tasa de desempleo bordea el 7%.

El señor Diego Gianelli expresa que el desempleo se ha movido al alza en la mayoría de los países latinoamericanos, pero en magnitudes estadísticamente poco significativas.

En referencia a las proyecciones del WEO del mes de abril, destaca que tienden a validar las proyecciones internas consignadas en el IPoM. Es más, los datos de crecimiento mundial para los años 2015 y 2016 coinciden con los contemplados en dicho Informe. Tratándose de Estados Unidos de América, en cambio, ha reducido sus proyecciones desde 3,6 a 3,1% para este año y de 3,3 a 3,1% para el próximo, superando en solo una décima las estimaciones internas para ambos ejercicios.

En el caso de Europa, comenta que el WEO aumentó sus proyecciones respecto del *update* del mes de enero desde 1,2 a 1,5% para el presente año, cifra que coincide con nuestra estimación y la del Banco Central Europeo. Para el año 2016, en cambio, si bien la elevó desde 1,4 a 1,7%, es inferior al 1,9% proyectado internamente.

Asimismo, destaca que dicho informe mantuvo su visión más pesimista respecto de China, en particular para el 2016, proyectando para dicho año un crecimiento de solo 6,3%, inferior al 6,7% consignado en el último IPoM.

Agrega que el WEO también recortó las proyecciones para el resto de las economías emergentes, en particular para América Latina y especialmente para Brasil, economía que exhibiría una tasa de crecimiento de -1,0% este año. Para Colombia y Perú, en tanto, si bien recortó sus proyecciones para el presente ejercicio, mantuvo expectativas relativamente altas para el próximo y de 5,0% tratándose de Perú.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 221

Página 4 de 23

El Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas observa que el WEO considera para Chile una tasa de crecimiento de 1,8% en el 2014, en circunstancias que alcanzó a 1,9%.

El señor Diego Gianelli plantea que ello respondería a un tema de decimales, comprometiéndose a revisar la cifra consignada en la versión impresa de dicho informe.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación haciendo referencia a los últimos datos de China. Sobre el particular, indica que el último PIB alcanzó a 7%, acorde con lo anticipado por el mercado; que el sector secundario ha ido ganando participación respecto del primario; que la producción industrial y las ventas minoristas se sitúan en niveles relativamente elevados, pero una trayectoria decreciente desde el año 2010; y que las importaciones han continuado disminuyendo y presentan una caída cercana a 15% en el último trimestre.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a una entrevista concedida por el Premier chino señor Li Keqiang al Financial Times, en que deja entrever la baja probabilidad de alcanzar una tasa de crecimiento de 7% este año, así como la poca disponibilidad de depreciar el renminbi.

El señor Diego Gianelli expresa que los datos de actividad chino vienen sorprendiendo a la baja, observándose una tendencia hacia menor crecimiento cuyo ritmo es ciertamente desconocido. Agrega que aún no se advierten muchos elementos para cambiar pronóstico interno, pero se estará permanentemente atentos a este tipo de desarrollos.

En cuanto a Estados Unidos de América, destaca que los datos del primer trimestre del año sorprendieron negativamente al mercado y que de acuerdo con la encuesta Bloomberg, las proyecciones referidas a los siguientes tres trimestres del año se han mantenido e incluso dan cuenta de un leve aumento para el segundo cuarto del presente ejercicio.

Hace presente que en opinión de la Gerencia de División Estudios, el crecimiento de esa economía se sustenta en el consumo, ya que la confianza del consumidor está en terreno positivo y con una trayectoria creciente. Además, se advierte un efecto riqueza, básicamente lo que dice relación con los precios de activos —en particular la bolsa— y con los precios de viviendas, que han registrado una fuerte alza en el último tiempo. Añade que el crédito ha crecido, las condiciones crediticias son más holgadas, y que los datos de empleo, excepto el del último mes, han sido buenos.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que el menor crecimiento observado en Estados Unidos de América en el primer trimestre del año tendría un elemento que no sería de carácter transitorio.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon indica que la visión de las velocidades de expansión de la economía norteamericana hacia adelante no ha cambiado, si bien reconoce que la pérdida de crecimiento en el primer trimestre producto del mal tiempo y los paros portuarios no se recuperará. De hecho, anticipa que en el próximo IPoM, el crecimiento de esa economía se corregirá levemente a la baja debido a este elemento.

El señor Diego Gianelli expresa que de ser asertivos los datos antedichos, tendríamos una corrección de aproximadamente 3,5 décimas a la baja en el trimestre y, con ello, el crecimiento esperado para este año se reduciría de 3,0 a 2,7%.

En cuanto a las perspectivas industriales y para el sector externo, señala que el escenario es algo más ambiguo, debido a la incidencia del tipo de cambio real y la creciente apreciación de la moneda estadounidense, que podría afectar el ritmo de crecimiento industrial y de las exportaciones de dicho país.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 221
Página 5 de 23

Con respecto a la Zona Euro, manifiesta que el índice de sorpresas ha mostrado una tendencia creciente desde el tercer trimestre de 2014, en particular en lo que va corrido del presente año, en un contexto de crecimiento de las ventas minoristas, exportaciones, producción industrial y también de las expectativas de consumidores y del sector manufacturero. Acota que si bien este es un escenario relativamente generalizado en la Eurozona, España y Alemania son las economías que han mostrado un dinamismo mayor en los últimos trimestres.

En materia de inflación, resalta la detención de la caída de los precios en las economías avanzadas y Asia emergente por mayores precios de la energía, en particular por el rebote del precio del petróleo. En América Latina, en cambio, todas las economías, excepto Chile, muestran un crecimiento de la inflación anual en marzo respecto del mes anterior, particularmente en Perú, donde hubo una sorpresa al alza respecto de lo esperado por el mercado. Con todo, señala que el IPE mantendría su tendencia por la apreciación del dólar.

En lo concerniente a política monetaria, informa que luego de un par de meses en que destacaron los movimientos sorpresivos a la baja, este mes predominaron las mantenciones. En efecto, desde la última Reunión, solo Hungría recortó su tasa de instancia y de manera sorpresiva; Australia la mantuvo, en circunstancias que el mercado estaba dividido entre una mantención y un recorte; y en América Latina, solo en Perú se espera un recorte de aquí a fin de año.

Con respecto a los dos mayores bancos centrales del mundo, expresa que la divergencia entre la trayectoria esperada de tasas de política monetaria de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo ha llevado al *spread* de tasas entre el bono a 10 años en Alemania y Estados Unidos de América a niveles *record* de los últimos 25 años, empujando la progresiva apreciación del dólar estadounidense frente al euro.

Hace presente que luego de conocido el dato de empleo de Estados Unidos de América y la postergación de la normalización de política monetaria en dicho país se ha observado un retorno de los flujos de capitales a los mercados emergentes en busca de tasas algo mayores que las observadas en los mercados desarrollados. De esta forma, se han moderado las salidas de capitales de las economías emergentes, y en América Latina se han registrado aumentos de flujos financieros de importancia en la última semana.

Consistentemente con ello, las paridades se han apreciado respecto del dólar, con la sola excepción de la lira turca y el sol peruano; las tasas han caído; y las percepciones de riesgo más acotadas han valorizado las acciones, observándose mercados bursátiles con retornos positivos, algunos de ellos con registros históricamente elevados.

En materia de precios de *commodities*, destaca el alza del precio del petróleo en el último mes, que fue particularmente significativa tratándose del petróleo WTI y se explica por una menor proyección de la oferta futura, especialmente en Estados Unidos de América. Agrega que respecto del último IPoM, su precio *spot* es algo mayor, el del petróleo Brent también ha aumentado, y el del cobre está en línea con el valor de US\$2,75 el barril sugerido en dicho Informe.

En relación con el precio del petróleo, recuerda que el cierre de plataformas en Estados Unidos de América no había tenido consecuencias visibles en la producción de ese país, observándose tasas de crecimiento similares a las de los meses previos, dando cuenta de aumentos muy importantes de productividad media. Los últimos datos, en cambio, reflejan caídas en dicha tasa, a lo que se suma que la Agencia de Energía de Estados Unidos de América proyecta caídas relativamente significativas durante este y el próximo año.

Expresa que en opinión de la Gerencia de División Estudios, la revisión de estas proyecciones habría impulsado los precios de combustibles al alza. No obstante, los inventarios se sitúan en *records* históricos para Estados Unidos de América, lo que, de alguna forma, estaría frenando los aumentos de precio observados en el último mes.



Con respecto al precio del cobre, señala que las importaciones de China han caído de forma secular, pero el último dato dio cuenta de una corrección al alza. No obstante, este antecedente debe ser mirado con cautela, porque podría estar afectado por el cambio en la estacionalidad del Año Nuevo chino.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace referencia a una reciente reunión con un personero de Goldman Sachs, quien se manifestó muy pesimista respecto del precio del cobre, atendida la caída sostenida del consumo en China.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea la conveniencia de revisar la evolución del consumo de acero, que exhibe un desplome durante un largo período y que presenta un comportamiento similar al del consumo de cobre, según se desprende de las series largas. Lo expresado, porque el referido personero se basó en este antecedente para anticipar un desplome del consumo de cobre en China y, consecuentemente, del precio del cobre durante este y el próximo año.

El señor Diego Gianelli expresa que en materia de balance, el CRU, en su último informe, ha corregido sus proyecciones de balance para el año 2015 desde un superávit muy elevado a un incipiente déficit y da argumentos para que el precio del cobre se recupere o mantenga los niveles actuales. Para el mediano plazo, esto es el bienio 2018 – 2019, prevé un mercado crecientemente estrecho. Advierte que lo expresado depende críticamente de la visión que se tenga sobre las importaciones de China, economía que representa el 50% del mercado total de consumo de cobre y resulta ser de suma importancia atendida la correlación con la demanda de acero a que aludía el representante de Goldman Sachs.

Agrega que los inventarios de cobre de China en bolsa exhiben una relativa estabilidad respecto de la última Reunión y un aumento notorio desde fines del año pasado, pero aún se mantienen en torno a niveles históricamente razonables.

Al finalizar su presentación, el señor Diego Gianelli señala que el índice de alimentos disminuyó 1,5% en marzo, que se asocia a la baja del precio de la azúcar por mejores perspectivas de producción en Brasil después de las sequías, y que se prevén nuevos descensos durante los próximos meses. En una perspectiva de mediano plazo, resalta una caída relevante del precio de los cereales debido a una sobreoferta en distintos mercados de producción, así como la reducción del precio de la carne, que se relaciona, entre otros factores, con menores importaciones de Rusia.

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 plantea que la situación de Grecia se ha tornado crítica en los últimos días, al punto que estallaría en el mes de mayo próximo. En su opinión, es un aspecto a considerar y que sus riesgos son difíciles de evaluar.

En segundo lugar, coincide con el Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a la conveniencia de analizar las correlaciones históricas entre consumo de acero y de cobre, pero, además, de extender dicho análisis en la perspectiva del comportamiento de la producción industrial, que exhibe tasas de crecimiento del orden del 5 a 6%, menores aún que las registradas en el año 2009. A este respecto, hace notar que las principales cifras chinas se desaceleran, configurando un escenario más complejo que el sugerido internamente e, incluso, por el Fondo Monetario Internacional.

Con respecto a América Latina, llama la atención sobre Perú, cuya moneda se ha depreciado, llevando a su Banco Central a intervenir el mercado cambiario. A su juicio, las cifras sectoriales, como las caídas de la construcción del orden de 10%, anticiparían retrocesos en los componentes de su demanda interna. Colombia, por su parte, exhibe una notoria



desaceleración, su moneda se ha depreciado fuertemente y las perspectivas apuntan a una situación aún más compleja. En este sentido, hace notar que el ajuste en estas dos economías se está produciendo con un rezago de entre seis y doce meses respecto de Chile. En su opinión, atendido que dichas economías y Chile pertenecen a una misma alianza, se hace necesario seguirlos con especial cuidado por los posibles impactos sobre nuestra economía.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca la elevada sensibilidad de los precios de los activos y del tipo de cambio, entre otras variables, al dato de empleo de Estados Unidos de América. A título ejemplar, señala que el tipo de cambio se ha apreciado desde los \$640 a los \$613 desde la última Reunión, lo cual, a su juicio, tiene dos interpretaciones. Por un lado, interpretaciones de carácter estructural; por otro, que dichos movimientos son parte de la volatilidad observada en los últimos meses y que seguirá presente en lo venidero.

El Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas expresa que al dato de crecimiento de Estados Unidos de América del primer trimestre del año, que constituyó una sorpresa negativa, no afectaría la proyección de crecimiento para el año. Sobre este aspecto, consulta si esta es una situación análoga a la observada el año pasado, cuando el dato del primer trimestre no tuvo incidencia alguna en el crecimiento en dicho ejercicio.

Asimismo, solicita mayor información sobre la moderación de las salidas de capitales desde países emergentes y su posible reversión.

El Presidente señor Rodrigo Vergara enfatiza la importancia de analizar el tema de Grecia, que está en una situación crítica. De hecho, menciona que el Fondo Monetario Internacional anunció que no renegociará su deuda y los alemanes también le han negado su apoyo, dando cuenta de que esa economía está en una situación realmente compleja.

Por otra parte, hace referencia a la fuerte caída experimentada por las exportaciones chinas, del orden de 15%. Advierte sobre esta situación, habida cuenta que los datos de producción industrial chinos son hoy de solo un dígito, a diferencia de lo observado en los últimos treinta años.

A nivel latinoamericano, resalta que Perú no solo presenta una desaceleración significativa, mayor que la nuestra, sino que en el margen está creciendo menos que Chile; su moneda, que había exhibido una leve depreciación debido a las intervenciones de su mercado cambiario, ha comenzado a registrar un mayor aumento en el tipo de cambio durante el último tiempo, lo que ha conllevado un alza en su inflación, que se situaba en 3% anual. En Colombia, por su parte, la depreciación ha sido mayor; la inflación estaría subiendo, situándose ya en 4,6%; y si bien ha crecido a tasas mayores, estas comenzarían a reducirse fuertemente debido a la incidencia del menor precio del petróleo.

El señor Diego Gianelli procede a responder los comentarios y preguntas. En primer término, manifiesta que Grecia es motivo de preocupación y que las fechas claves serán los días 11 y 12 de mayo. Precisa que el día 11 se celebrará la reunión del Eurogrupo —donde podría o no encontrarse un acuerdo— y constituye una fecha límite, porque el día 12 debe pagarle al Fondo Monetario Internacional una cifra cercana a un billón de euros, recursos con los que no contaría. Añade que el día de ayer, Standard & Poor's rebajó su clasificación de B- a CCC, y que se estará atento al desarrollo de la negociación.

En lo atinente a la producción industrial china, confirma que la tasa de crecimiento de 5% es la menor de las últimas dos o tres décadas.

En cuanto a Perú y Colombia, anticipa que el análisis que está realizando la Gerencia de División Estudios —se presentará al Consejo en una fecha futura— considera, entre otros aspectos, la revisión de las proyecciones, porque no se condicen con el ciclo en que están entrando.



Por otra parte, señala que en cuanto a la sensibilidad de las variables financieras a los datos de empleo en Estados Unidos de América, se ha observado en los últimos tres datos una simetría casi perfecta en los movimientos. Expresa que a juicio de la Gerencia de División Estudios, se trataría de volatilidad, porque el mercado está utilizando esa cifra como mecanismo para apostar sobre el futuro de la política monetaria en esa economía.

En relación con el dato de crecimiento de Estados Unidos de América del primer trimestre y la medida en que afecta a las velocidades siguientes, se ha asumido, *a priori*, que es un tema acotado al primer trimestre. No obstante, la apreciación del tipo de cambio real y su influencia sobre el sector externo y la producción industrial y manufacturera podría traducirse en tasas algo menores de crecimiento, aspecto sobre el cual la propia Reserva Federal se mostró preocupada en su última minuta de política monetaria.

El señor Alberto Naudon plantea que el tipo de cambio real podría tener un efecto de más largo plazo, aspecto que será objeto de continua revisión. Indica que otro elemento importante a considerar es la inversión en la industria del petróleo, que se ha resentido significativamente y cuyo impacto y externalidades hacia otras actividades es algo poco claro aún y podría tener consecuencias de carácter algo más duradero.

En síntesis, plantea que respecto del último IPoM no se cuenta aún con información adicional que haga necesario reevaluar la trayectoria de crecimiento de Estados Unidos de América.

En lo que concierne a la actividad local, recuerda que en el IPoM se consignó un sesgo de crecimiento negativo, porque el nivel de incertidumbre respecto de la evolución de la economía china es muy alto. De manera similar, respecto de Estados Unidos de América, el escenario base considera que el dato sorpresivo del primer trimestre es de carácter puntual.

Por último, menciona que Europa sigue teniendo riesgos a la baja, porque sus últimos datos son mejores, particularmente los asociados a confianza de consumidores y PMI. No obstante, es difícil anticipar la capacidad de las economías europeas de solidificar estas buenas noticias hacia una recuperación más sólida en el segundo trimestre, atendida especialmente la situación de Grecia.

En consecuencia, de manera similar a lo consignado en el último IPoM, se estima que el mundo debería exhibir una mejora en el escenario base y que los riesgos están principalmente a la baja, lo cual está contemplado en el análisis interno.

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.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes comienza su presentación refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno acontecidos desde la Reunión anterior.

Hace presente que los datos conocidos tras el cierre estadístico del IPoM de marzo han estado en línea con lo proyectado.

En segundo término, destaca que las importaciones de bienes de capital fue el único componente de la demanda que exhibió una contracción mayor que la anticipada, llevando a un ajuste en la inversión más intenso que el previsto, pero en términos globales no se traduciría en cambios relevantes en la proyección.



Señala que los temporales que afectaron a la zona norte del país golpearon fundamentalmente la actividad minera de la Tercera Región y tendrían un impacto sobre el IMACEC del mes de marzo del orden de -0,7%; no obstante, sería compensado por el comportamiento de los sectores resto, con lo que la reducción en la estimación sería de solo dos décimas. Agrega que atendidos los antecedentes recabados y la estructura productiva de dicha Región, no se observarían efectos relevantes sobre la inflación.

Resalta que el mercado laboral sigue mostrando una baja tasa de desempleo y una reducción marginal en la última medición, que persisten los signos de debilidad del empleo privado y que el crecimiento de los salarios nominales tendió a estabilizarse en su variación en doce meses.

Asimismo, consigna que el registro de inflación del mes de marzo sorprendió a la baja respecto de la proyección interna por una caída de los precios de alimentos, se ubicaría dentro del rango meta antes de lo anticipado, y cerraría el año más cerca del centro del rango meta que lo proyectado en el IPoM. Añade que la trayectoria de la inflación subyacente fue coherente con la proyección interna y que en el corto plazo seguiría en línea con lo contemplado en dicho Informe.

A título de último hecho destacado del período en el ámbito interno, informa que las expectativas de mercado sitúan la primera alza en la TPM entre fines de 2015 y comienzos de 2016. En efecto, los precios de los activos financieros incorporan el incremento hacia el tercer trimestre del año en curso, mientras que la Encuestas a Operadores Financieros, EOF, y la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE, hacia el primer trimestre de 2016.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita se precise si al plantearse que la inflación cerraría más cerca de 3% a fin de año que lo proyectado en el IPoM significa que será menor que 3,6% o que estará más cerca de 3%.

El señor Alberto Naudon manifiesta que la inflación cerraría el año en torno a 3,2%, inferior al 3,43% proyectado por el mercado. Precisa que las correcciones se asocian a los elementos más volátiles de la inflación; por lo tanto, la posibilidad de que estos efectos se reviertan o se intensifiquen hacia adelante es alta. A su juicio, lo más relevante es que la trayectoria de la inflación subyacente no presentó ninguna sorpresa respecto de lo anticipado y, por lo tanto, el panorama inflacionario, a pesar de que los números cambian, no habría variado en lo fundamental.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su exposición refiriéndose a los efectos que el temporal tendría sobre la actividad y la inflación. Hace presente que su impacto estará concentrado en el sector minería de la Tercera Región —que constituye el 10% de la actividad minera del país—, y también de la Segunda Región, en particular en La Escondida, que detuvo por un día su faena con consecuencias importantes en la producción minera debido a la magnitud de dicho yacimiento. Añade que los datos del consumo eléctrico en el Sistema Interconectado del Norte Grande también dan cuenta del impacto en las faenas mineras que se vieron afectadas, especialmente a fines del mes de marzo.

Junto con lo anterior, informa que algunos *shocks* negativos han tenido un carácter algo más persistente, como el incendio en El Teniente a fines de enero, que incidió en la producción de febrero y marzo; problemas en la tostadora de Ministro Hales, de Codelco; el corte de la ruta a Minera Los Pelambres; y problemas de mantención en Collahuasi, elementos que serán recogidos en la proyección del segundo trimestre de este año.

Con todo, reitera que el efecto asociado al temporal se estima en alrededor de 0,7 puntos porcentuales en el IMACEC del mes de marzo.



Hace presente que otras actividades afectadas por el temporal tienen una baja incidencia en la actividad nacional, por lo que sus efectos negativos quedarían reflejados en términos agregados. El sector construcción, en cambio, que representa el 10% de la actividad de la Tercera Región, habría sufrido un impacto mayor, pero las tareas de reconstrucción en esa zona podrían tener algún efecto positivo en las cifras de dicho sector en los próximos meses.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita se precise a qué fecha corresponde la cifra de 10% de participación del sector construcción en la actividad de la Tercera Región, toda vez que hubo un período de *boom* y luego, a comienzos de 2013, una caída que afectó la actividad de dicho sector de manera significativa.

El señor Miguel Fuentes indica que el referido dato se calculó con información del año 2013, que corresponde a los últimos datos disponibles, y no considera el dato de 2014, que es el que concentra la mayor baja de la actividad en dicho sector.

El señor Miguel Fuentes retoma su exposición y señala que las consecuencias de los temporales sobre la inflación no tendrían un efecto relevante en el corto plazo dada la baja incidencia de las actividades afectadas en la actividad nacional, y que, de hecho, no se han incorporado en la proyección. En todo caso, consigna que si bien la Tercera Región concentra una fracción pequeña de la superficie agrícola del país, podría observarse un efecto en la producción de pisco, cuyas faenas son más relevantes, pero su efecto se manifestaría el año próximo, debido a que los temporales ocurrieron hacia el final de la cosecha.

A continuación, el señor Miguel Fuentes se refiere a la evolución de los indicadores de actividad y demanda. Sobre el particular, expresa que el IMACEC del mes de febrero estuvo en línea con la proyección y registró una sorpresa positiva en los sectores resto, que fue compensada con un desempeño más bajo que el previsto en el sector recursos naturales. Este último se vio afectado especialmente por el dato negativo del sector minería del mes de febrero, debido a problemas puntuales en Collahuasi —que se han extendido por más de un mes— y en algunos yacimientos menores de Codelco.

Por su parte, la demanda interna no tuvo grandes sorpresas. En efecto, la formación bruta de capital fijo tuvo un comportamiento menos dinámico que lo esperado, fundamentalmente por el componente maquinaria y equipos, y se registró un alza marginal en construcción que no cambia el panorama general anticipado para esta variable.

En cuanto a las expectativas de los consumidores, informa que el indicador de expectativas IPEC mostró un retroceso notorio en el último mes, dando cuenta de una percepción más negativa de la situación del país. A lo anterior se agrega que la masa salarial real mantiene un bajo crecimiento.

Hace notar que las expectativas de empleo de consumidores y empresarios siguen pesimistas, lo que anticiparía una creación de empleo poco dinámica en lo venidero. En efecto, la mayoría de las personas perciben que el desempleo aumentará en los próximos meses, y los datos disponibles sobre preguntas relacionadas con empleo esperado en los sectores construcción e industria, que tienen alguna capacidad de anticipar las cifras efectivas de empleo asalariado, también muestran niveles bajos.

Asimismo, los indicadores de consumo privado, básicamente el Indicador de Ventas del Comercio Minorista, IVCN, del Instituto Nacional de Estadísticas y datos de del Servicio de Impuestos Internos correspondientes al mes de febrero, dan cuenta de un cierto repunte en doce meses, en línea con lo contemplado en el IPoM.



Añade que las expectativas empresariales, reflejadas en el Indicador Mensual de Confianza Empresarial, IMCE, aumentaron en el mes de marzo impulsadas por alzas en todos los sectores. No obstante, aún se mantienen bajo su promedio histórico y en terreno pesimista, a excepción del sector comercio, cuyo registro fue marginalmente positivo.

Por otra parte, manifiesta que la formación bruta de capital fijo, específicamente el componente maquinaria y equipos, registró un bajo dinamismo en el primer trimestre del año, menor que lo previsto en el último IPoM. No obstante, se espera algún grado de recuperación de los niveles de inversión en bienes de capital, debido a la recuperación de las condiciones bursátiles, explicada a su vez por una mejora de las expectativas y de la valoración de los activos de las empresas chilenas.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si se ha medido el impacto de la trayectoria del tipo de cambio sobre las importaciones de maquinaria y equipos durante los últimos dos a tres años, en particular sobre los bienes de capital. Lo anterior, en atención a que la depreciación del tipo de cambio encareció su importación en términos relativos.

El señor Miguel Fuentes señala que el precio relativo de estos bienes ha experimentado un alza importante; que su reciente disminución explica la acotada recuperación de estas importaciones; que su precio se mantendrá más alto que en el bienio 2012 y 2011; y que es un elemento que sin duda va a estar presente en el análisis.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón discrepa de dicha apreciación, porque hay un desfase de varios meses entre la decisión de importar y su materialización, mientras que el tipo de cambio comenzó a caer hace algo más de un mes.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación, destacando que los componentes del indicador sintético de edificación han exhibido un comportamiento mixto en el margen. Asimismo, hace notar la caída del empleo en el sector construcción; una estabilización en las ventas de proveedores y de los permisos valorados; y un repunte acotado de la producción de cemento. Agrega que la variación que experimenta la suma de los gastos en inversión y transferencia de capital del Gobierno en los meses de enero y febrero es coherente con lo consignado en el escenario del IPoM, y confirma que la inversión pública será el motor de la inversión total este año.

Hace presente que el indicador de administración pública, construido a partir de datos de ejecución presupuestaria efectiva proporcionados por la Dirección de Presupuestos, DIPRES, da cuenta de que el gasto fiscal en personal y en bienes y servicios se ha acelerado, en tanto que el gasto extrapresupuestario, que es el componente más volátil del gasto público ha experimentado un incremento mayor.

En materia de proyecciones, anticipa que la demanda final y la demanda interna se han ajustado a la baja por el menor dinamismo del componente maquinaria y equipos; y que al considerar este panorama y la inercia propia de sus componentes, la estimación para el segundo trimestre también se ha revisado a la baja.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita se precise si se dispone de alguna información relevante que ayude a mapear las cifras de maquinaria y equipos por tipo de maquinaria y sector al que pertenecen. Lo expresado, con el objetivo de establecer si estas cifras reflejan una tendencia o responden a episodios puntuales.

El señor Miguel Fuentes señala que si se desestima el dato coyuntural de la internación de aeronaves de fines del año 2014, comentado en Reuniones anteriores, el indicador resulta ser bastante estable. Agrega que en lo reciente, las estimaciones de crecimiento de este componente incluyen la internación de turbinas para proyectos de generación eléctrica, que es un dato coyuntural y que explica parte importante de las estimaciones, pero que al excluirla, el panorama para esta variable resulta ser poco optimista.



En términos de la proyección del PIB, informa que el crecimiento del primer trimestre se ha corregido a la baja en forma muy marginal, desde un 2,26% proyectado en el IPoM a 2,21%. En cuanto a los componentes del PIB, indica que el sector recursos naturales se ha revisado a la baja, principalmente por minería.

El Consejero Sebastián Claro observa que la revisión de la proyección del PIB es marginal, a pesar de que recursos naturales se corrige a la baja en 8 puntos porcentuales y que la proyección del PIB Resto se mantiene frente a lo consignado en el último IPoM.

El señor Miguel Fuentes aclara que dicho ajuste es marginal debido a las diferencias de ponderación de estos sectores sobre el PIB total, de 77% tratándose del sector Resto y de 14% en el caso de recursos naturales. Añade que durante los meses de febrero y marzo se observaron importaciones de diésel muy dinámicas, que también contribuyeron a atenuar la caída del sector recursos naturales.

Hace presente que el IMACEC crecería en torno a 1,6% anual en el mes de marzo, cifra inferior al 2% estimado en la Reunión previa, y que dicha corrección incorpora el efecto de los temporales, compensada en parte por el sector Resto. Hace notar que esta visión es más pesimista que la entregada por los modelos de corto plazo, debido a que estos tienen una alta sensibilidad a variables presentes en esta coyuntura, como el aumento del IMCE y las cifras de generación eléctrica del Sistema Interconectado Central.

En términos de la evolución del mercado laboral, consigna que la tasa de desempleo disminuye marginalmente, pese a que la tasa de creación de empleo asalariado fue la más baja desde la existencia de la Nueva Encuesta Nacional de Empleo, NENE. Manifiesta que en términos sectoriales, el panorama es similar al de meses anteriores, con un empleo asalariado privado que continúa débil en los sectores asociados al ciclo, en particular construcción e industria, y en menor medida minería. Asimismo, informa que la creación de empleo privado se mantiene negativa, en especial si se excluye el sector agrícola, que arrastra un efecto base importante por las heladas del año anterior; y que las solicitudes de seguros de cesantía crecen a tasas del orden de 15% anual, lo que anticiparía incrementos futuros en la tasa de desempleo.

Con respecto a los salarios nominales, hace notar que en el mes de febrero, el crecimiento anualizado resultó inferior a su patrón histórico, estabilizándose en un nivel algo superior a 7%, en línea con el Índice de Remuneraciones, IREM, y el índice de Costo de Mano de Obra, CMO.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con su presentación, refiriéndose al mercado financiero. Expresa que el tipo de cambio se apreció 3,5% desde la Reunión anterior, en línea con sus fundamentales, y que la reciente apreciación del peso hasta niveles de \$612 no se condice con las expectativas de mercado para su valor de largo plazo. En efecto, las encuestas EEE y EOF sitúan dicho valor en torno a \$625, mientras que algunos analistas lo ubican en torno a \$640.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si es posible incorporar información de *forwards* a 1 año sobre tipo de cambio en el gráfico que se contiene al lado izquierdo de la lámina N° 44 de la presentación, con el fin de compararla con las expectativas del mercado.

El señor Beltran de Ramón señala que los *forwards* reflejan el diferencial de tasas esperado, no así las expectativas de tipo de cambio.

El Asesor Macroeconómico del Ministerio de Hacienda señor Claudio Soto expresa que el dato *spot* es el mejor predictor del tipo de cambio futuro, y que se debe ser cautelosos con la información que entregan las encuestas, porque responde a *timings* distintos.



El señor Alberto Naudon hace presente que los puntos *forward* reflejan básicamente el diferencial de tasas hoy día más que una expectativa del valor del tipo de cambio en el futuro. Añade que existe consenso en el mercado en cuanto a que la apreciación que estamos viendo en estos días sería de carácter temporal.

El señor Miguel Fuentes retoma su exposición e informa que al cierre estadístico de esta Reunión, el tipo de cambio real se ubicó en 93, explicado en parte por la menor inflación internacional, medida por el Índice de Precios Externos relevantes para Chile, IPE; y que frente a la mayoría de los grupos de comparación exhibió una apreciación, a excepción de las economías emergentes que incluyen a Rusia, que ha sufrido una crisis financiera y ha mostrado alta volatilidad en el pasado reciente.

En materia de inflación, señala que la inflación anual del IPC se desacelera a mayor velocidad que la inflación subyacente, y que otras medidas de tendencia se siguen desacelerando moderadamente, en línea con lo esperado al cierre del IPoM.

Expresa que dicha visión es coherente con el registro de inflación del mes de marzo, que se situó en 0,63%, inferior a la proyección interna de 0,82%. Agrega que la inflación SAE mostró sorpresas en bienes y servicios, que se compensaron y llevaron a que el dato efectivo estuviera en línea con la proyección interna. Alimentos resto, en tanto, concentró la mayor parte de la sorpresa de proyección, en particular, la caída de los precios de productos derivados de la carne de vacuno y la caída inesperada del precio del pan.

Respecto de la sorpresa negativa registrada en carnes, hace notar que es la más alta desde el año 2005. Esta se asociaría a factores coyunturales derivados de la sequía, que han provocado un aumento en la faena de bovinos en el sur del país por la falta de alimento, y también a la caída de los precios internacionales, medidos por el indicador FAO carnes, lo que, en conjunto, sugiere que este precio se mantendría contenido e incluso a la baja en los próximos meses.

En cuanto a la sorpresa negativa del precio del pan, informa que según el último reporte del INE, el precio internacional del trigo estaría muy fluctuante y creciendo a tasas negativas, lo que no se condice con el precio de la harina de productores nacionales reflejado en el Índice de Precios al Productor, IPP, que se observa bastante más estable. Con todo, a su juicio, no se observan cambios relevantes en los fundamentos de largo plazo que determinen una trayectoria distinta de la estimada para el precio de este alimento.

Menciona que los precios esperados de combustibles se han corregido a la baja por la apreciación del tipo de cambio nominal, que supera el alza de los precios internacionales de combustibles, y por un cambio en los parámetros del MEPCO. A este respecto, precisa que esta modificación permite mantener por más tiempo la incidencia de los bajos precios del petróleo registrados a comienzos de año, al aumentar a 26 semanas el número de precios pasados del petróleo Brent que se considera en el cálculo de la paridad intermedia.

El Presidente señor Rodrigo Vergara alude a la noticia conocida el día de ayer, que consigna que el Panel de Expertos del Transporte ha sugerido aumentar en \$30 la tarifa del Transantiago, y consulta por el efecto de esta alza en la inflación.

El señor Miguel Fuentes precisa que el efecto de esta alza en la inflación no alcanza a ser una décima en el horizonte de proyección. Hace presente que dicho cambio no está asociado al polinomio de indexación de precios internacionales y que, a su entender, esta propuesta responde a la facultad de dicho Comité para proponer un alza de la tarifa cuando el déficit del sistema aumenta más de lo contemplado. En consecuencia, esta propuesta no tiene relación con los costos del Transantiago, sino que busca reducir su déficit estructural. Acota que es una noticia que será seguida con atención.



El Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas consigna que a lo planteado por el señor Miguel Fuentes se suma una propuesta del Gobierno —que implicará una discusión parlamentaria— que tiene por objetivo constituir fuentes de financiamiento más estables para el Transantiago con el fin de evitar movimientos de tarifas. De esta forma, a futuro, podría haber aumentos por el polinomio, no así por déficits previstos.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación señalando que los ajustes en la inflación esperada se explican por la apreciación reciente del tipo de cambio y por el descenso de precio de los alimentos resto, en particular, de la carne.

En términos de la inflación SAE, destaca un aumento marginal en la proyección debido a la baja en el precio de algunos bienes; no obstante, se produciría un efecto compensatorio por el cambio metodológico que implementaría el INE en el próximo mes de julio, que consiste en excluir de la medición del vestuario de dicho mes los artículos de la temporada de invierno para no captar precios de liquidación.

Agrega que las proyecciones internas estiman que la convergencia hacia el rango meta se logrará en el mes de mayo próximo, y que la inflación se ubicaría en 3,4% a fines del horizonte de proyección, medio punto menos que lo proyectado en la Reunión anterior. Por su parte, las expectativas del mercado se han ajustado al alza, aproximándose a la estimación interna, y los seguros de inflación muestran una convergencia hacia el centro del rango meta.

Al concluir su presentación, señala que los precios de los activos han incorporado expectativas de alza de la TPM para el tercer trimestre del año; que las encuestas de expectativas sitúan la primera alza a comienzos de 2016; 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 Vicepresidente señor Enrique Marshall observa que el análisis presentado no incluye información sobre la evolución del crédito. A este respecto, comenta que los resultados de la Encuesta sobre Créditos Bancarios del primer trimestre del 2015, conocidos en el día de ayer, refuerzan la idea de cierta debilidad en la demanda de crédito, que es un importante canal de transmisión de la política monetaria. Hace notar que el segmento de crédito hipotecario es el único que crece más rápidamente, impulsado probablemente por el mayor precio de las viviendas más que por el número de operaciones cursadas.

Expresa que las noticias son marginalmente positivas en materia de inflación, ya que se espera una convergencia al rango meta más rápida que la anticipada —elemento favorable para la generación de expectativas y que contribuye a reducir el escenario de riesgo contemplado en el IPoM—, y se valida la visión del Banco Central plasmada en el último Informe. Asimismo, los salarios se estabilizan; el tipo de cambio ha reaccionado en la dirección de la política monetaria; y la actividad está acorde con lo previsto. Añade que todos estos elementos configuran un escenario en línea con el IPoM, lo que es bastante tranquilizador.

El Consejero señor Joaquín Vial resalta el cierto grado de estabilización de los salarios nominales luego de varios meses, y consulta acerca del rezago con que comenzarían a dar cuenta de la caída de la inflación efectiva, cercana un punto porcentual en doce meses desde su *peak* en el año 2014.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que a partir de los últimos datos de cuentas nacionales y de la publicación, a mediados de marzo, de los datos de demanda —en particular, los de inversión por sector—, surgen nuevos elementos de análisis para revisar el comportamiento de la inversión minera en el año 2013, que fue sorprendentemente dinámica,



así como la trayectoria de la inversión en los últimos dos años y su descomposición en sector minería versus no minería. En su opinión, es un elemento que debe ser discutido con más detalle en adelante.

El Presidente señor Rodrigo Vergara apoya el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro, y sugiere elaborar un recuadro sobre inversión para el próximo IPoM, en la medida que surja un nuevo diagnóstico sobre la materia.

El Gerente de Estudios señor Alberto Naudon informa que se está trabajando en incorporar estas nuevas cifras y dimensionar sus implicancias. Manifiesta que el registro del año 2014 es clave, cuando se observó la mayor desaceleración de la inversión minera. Coincide con el Consejero Sebastián Claro en que su tasa de crecimiento de 8% en el año 2013 fue sorprendente y mayor que lo esperado, pero también podría reflejar que su caída fue aún mayor en 2014.

El Presidente señor Rodrigo Vergara acota que los datos FECU para el año 2014 muestran una caída de dicha inversión.

El señor Alberto Naudon señala que los datos FECU y COCHILCO para 2014 están disponibles y que los correspondientes al año 2013 subestimaron el verdadero valor de la inversión minera de dicho ejercicio, en términos nominales y como porcentaje del PIB.

Con respecto a la consulta formulada por el Consejero señor Joaquín Vial sobre el traspaso de la menor inflación a salarios nominales, señala que si bien no se cuenta con el dato exacto de rezago, se estima que tardaría entre 2 y 3 trimestres en manifestarse.

Por último, plantea en que la evolución del crédito es un tema preocupante, que está en línea con otros elementos incorporados en el análisis que reflejan que la demanda interna no está mostrando señales de crecimiento.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:50 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° 221, incorporándose el Periodista señor Jaime Troncoso en representación del Gerente de Comunicaciones señor Luis Álvarez.

El Presidente señor Rodrigo Vergara recuerda que la Reunión de Política Monetaria de octubre de 2015 se efectuará el día jueves 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 señalando que los últimos datos conocidos desde el cierre estadístico del IPoM del mes de marzo confirman el escenario base ahí propuesto.

Hace presente que en el plano externo, la recuperación de la economía estadounidense parece sólida, a pesar de que los datos han sido algo más débiles que lo esperado; que en la Eurozona, los mejores índices de confianza y algunos datos duros mejores que lo previsto han reforzado la visión positiva respecto de su economía y de la posible consolidación de la recuperación económica; que las economías emergentes siguen mostrando señales de mayor debilidad, especialmente en América Latina; y que en China, las noticias recientes han sido en su gran mayoría negativas.



Consigna, además, que los mercados financieros internacionales siguen mostrando volatilidad. En efecto, la debilidad de los datos en Estados Unidos de América ha retrasado el momento en que el mercado espera que la Reserva Federal subirá por primera vez la tasa de política, lo que ha repercutido en cambios relevantes en los precios de otros activos; los tipos de cambio se han apreciado; las bolsas han aumentado; y los premios por riesgo han retrocedido. Hace notar que a pesar de lo positivo que son estos movimientos, también dan cuenta de la sensibilidad del precio de los activos financieros a las noticias provenientes de Estados Unidos de América y de los riesgos asociados a esta situación.

Por último, informa que los precios de los *commodities* han tenido movimientos mixtos, y resalta la estabilidad del precio del cobre, el aumento del precio del petróleo y la debilidad del precio de algunos alimentos. Acota que, en términos gruesos, estos movimientos han estado en línea con lo esperado en el IPoM.

En el plano local, señala que los datos de actividad y demanda confirman la estabilización del crecimiento en niveles algo por sobre el 2%; y plantea que en cuanto a la aceleración esperada de la tasa de crecimiento durante el segundo semestre de este año, las noticias son mixtas, ya que, por una parte, los datos de importaciones muestran que la inversión ha sido más débil que lo previsto, pero las expectativas de los empresarios continuaron al alza durante marzo. Hace notar que la tasa de desempleo continúa en niveles bajos, pero que el crecimiento del empleo fue el menor desde la crisis global del 2009, a pesar de que el aumento de la ocupación en el sector agrícola se ha beneficiado de una baja base de comparación y que los empleos que se autoreportan como asociados al sector público han continuado creciendo de manera robusta. Agrega que las expectativas de los hogares se corrigieron a la baja durante el mes de marzo, principalmente por el deterioro de las perspectivas para el país, no así por una peor situación personal.

En materia de precios, destaca que después de varios meses de sorpresas al alza, la inflación del mes de marzo estuvo por debajo de lo esperado por el mercado y de las estimaciones internas. De esta forma, si se asumen estas sorpresas como persistentes, y dado el efecto de la reciente apreciación del peso en el escenario de combustibles, la inflación debería estar dentro del rango de tolerancia dentro de los próximos meses y a fin de año más cerca del 3% que lo proyectado en el IPoM. Plantea que estos desarrollos son, sin duda, positivos; sin embargo, la menor inflación respecto de lo esperado está asociada al comportamiento a la baja de algunos alimentos y a la apreciación del peso, elementos altamente volátiles y cuyos movimientos podrían revertirse o intensificarse en los meses que vienen. Además, el precio del petróleo WTI en dólares ha tenido un aumento importante en los últimos días, lo que también podría modificar este escenario. Añade que la inflación SAE, en cambio, evolucionó en línea con lo anticipado, ratificando así el escenario propuesto en el IPoM; y que las expectativas de mercado para la inflación de mediano plazo siguen bien ancladas en 3%.

Informa que la publicación del IPoM tuvo un impacto relevante en los precios financieros. En efecto, las expectativas para la tasa de interés de política monetaria eliminaron la posibilidad de recortes adicionales, el peso se apreció más que otras monedas comparables, y las expectativas de inflación se encuentran en niveles muy similares a los proyectados en el IPoM. De esta forma, a diferencia de lo ocurrido en meses anteriores, en este momento no se ven mayores discrepancias entre la visión del Banco Central y la del promedio del mercado.

Con respecto a la evolución más probable de la política monetaria, recuerda que en el IPoM se comunicó que de darse el escenario base propuesto, lo más probable es que fines de este año o principios del próximo sería el momento adecuado para la discusión acerca de la normalización de la política monetaria, ya que a esa altura habría claridad en cuanto a la convergencia de la inflación hacia la meta y la economía estaría retomando un ritmo de crecimiento suficiente para cerrar las brechas de capacidad. Aclara que lo anterior es en un contexto donde la política monetaria sigue y seguirá entregando un impulso relevante a la economía. Reitera que los datos recientes son coherentes con dicho análisis, donde no se requieren modificaciones adicionales de la TPM durante los próximos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 221

Página 17 de 23

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% y el sesgo neutral.

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 saludando al Presidente señor Rodrigo Vergara; al Vicepresidente señor Enrique Marshall; a los Consejeros señores Sebastián Claro y Joaquín Vial; y al *staff* del Banco.

Hace presente que los indicadores de actividad han continuado mostrando una paulatina recuperación del ritmo de crecimiento. En efecto, el IMACEC de 2% del mes de febrero, si bien estuvo algo por debajo de lo que se esperaba, llevó a que, en promedio, se ubicara en 2,5% en los primeros meses del año, por sobre el 1,8% del último trimestre de 2014. Indica que lo anterior es coherente con la paulatina mejora que han mostrado las percepciones empresariales desde fines del año pasado. Agrega que los próximos registros de actividad podrían mostrar una merma, incididos por los efectos de la catástrofe del norte, que tuvo un impacto relevante en la actividad minera; no obstante, esta situación debiese ser transitoria y el proceso de reconstrucción aportará algo de mayor dinamismo a la actividad en los meses venideros.

Por su parte, señala que hay una serie de indicadores que dan cuenta de que la demanda interna continúa débil. En este sentido, precisa que las importaciones siguen bajas y que la percepción de los consumidores se mantiene pesimista, lo que llama a ser cautelosos a la hora de evaluar la recuperación de la actividad. Añade que el panorama para el crecimiento de la región se ha vuelto más sombrío, lo que podría tener algunas repercusiones sobre nuestra economía.

En este contexto, califica como positivos los últimos antecedentes en materia inflacionaria, ya que el registro del mes de marzo estuvo por debajo de lo esperado y la variación anual del IPC siguió retrocediendo, ubicándose muy cerca del rango de tolerancia definido por el Banco Central. Consigna, además, que los salarios del mes de febrero tuvieron una variación nula, mostrando descensos mensuales en algunos sectores, como es el caso de la minería.

Plantea que el tipo de cambio se ha apreciado en un contexto donde las perspectivas para el inicio del proceso de alzas en la tasa de instancia monetaria por parte de la Reserva Federal se han postergado. Además, que la inflación mundial ha tendido a retroceder, lo que impactará al precio de nuestras importaciones. Agrega que las expectativas inflacionarias de corto plazo tendieron a aumentar luego de la fuerte depreciación del peso de un mes atrás y luego de publicarse el último IPoM, pero han retrocedido tras conocerse los últimos antecedentes en materia de precios. Por su parte, las expectativas para la inflación en el horizonte de política han permanecido bien ancladas en 3%.

Manifiesta que en el contexto de su último Informe de Política, el Banco Central señaló que era esperable que la discusión sobre posibles alzas en la TPM se produjera hacia fines de año, dándole un sesgo menos expansivo a la política monetaria. Al respecto, enfatiza sobre el papel preponderante que le cabe a la política monetaria en la recuperación del ritmo de crecimiento económico. En este sentido, expresa que el marco de política sobre el que se basa dicha política en Chile admite desviaciones de la inflación respecto de la meta de 3% en la medida que eso atenúe los efectos en actividad de distintos *shocks* y que no comprometa el objetivo intermedio, que es que la inflación proyectada en el horizonte de política esté en la meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Alberto Arenas señala que es precisamente el manejo basado en este marco el que le ha permitido al Banco Central efectuar una política monetaria contracíclica en la coyuntura actual, y que si bien la inflación aumentó por sobre el rango de tolerancia, nunca ha estado en cuestionamiento del cumplimiento en el horizonte de política. Por lo tanto, cabe preguntarse si los antecedentes disponibles hacen presuponer que en adelante habrá presiones inflacionarias que pongan en cuestionamiento la meta del Banco Central y que ameriten restar impulso monetario. Indica que, ciertamente, no hay antecedentes que apunten en esa dirección, como los salarios, que muy incididos por la inflación pasada han mostrado atenuaciones en su ritmo de expansión; el tipo de cambio, que se ha apreciado y, en términos reales, se encuentra en niveles históricamente elevados, por lo que es difícil que pueda volver a aumentar con la fuerza que lo hizo en meses pasados; y la actividad, que si bien es esperable que aumente su dinamismo, aún se encuentra por debajo de su potencial y su recuperación es débil, por lo que las holguras de capacidad seguirán presentes.

Al finalizar su intervención, el señor Alberto Arenas expresa que en este contexto es fundamental que la política monetaria siga colaborando en la recuperación del crecimiento.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda señor Alberto Arenas y 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 Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial agradece a la Gerencia de División Estudios el buen trabajo realizado, que se refleja en la Minutas de Antecedentes y en la Minuta de Opciones presentada en el día de hoy.

Manifiesta que habiendo transcurrido muy poco tiempo desde el IPoM y con un flujo de datos limitado, que en lo sustantivo no modifica lo ya expresado en esa ocasión, limitará sus comentarios solo a algunos puntos que le parece relevante resaltar.

En lo concerniente a la economía internacional, considera que lo más relevante es la gradual desaceleración de China, que ha ido más allá de lo ocurrido en episodios anteriores. En su opinión, es positivo que este sea un proceso gradual y no haya desembocado en una crisis, algo que siempre es una posibilidad después de un largo período de rápido crecimiento y de fuertísima expansión del crédito, pero también es indudable que una desaceleración adicional, aunque sea gradual, podría tener efectos significativos sobre los mercados de materias primas industriales, incluido el cobre. Advierte que este es posiblemente el factor de riesgo de mayor impacto en la economía nacional en los próximos años, razón por la que debe ser monitoreado cuidadosamente.

Señala que un segundo punto a considerar es la situación financiera de Grecia, que se sigue deteriorando y da la impresión que estaría llegando a un umbral que lleva a territorio desconocido. A este respecto, plantea que los impactos que podría tener sobre Europa y los mercados financieros un *default* de ese país son muy difíciles de evaluar, pero, de seguro, no pasará desapercibido.

Finalmente, pone una nota de alerta sobre la situación regional, en especial sobre Colombia y Perú. Su impresión es que ambas economías están en las primeras etapas de un ajuste significativo de la demanda interna, asociado al impacto sobre las inversiones del deterioro de los precios de sus exportaciones. A su juicio, si bien hay algunos paralelos con lo sucedido en Chile, posiblemente con algunos rezagos, sus espacios de maniobra fiscal y externo son distintos y, por lo tanto, es algo que debe ser seguido con atención en la medida que existe un riesgo latente sobre los flujos financieros a países emergentes. Añade que, hoy día, la Alianza del Pacífico es vista posiblemente como una subclase de activos dentro del mundo de los emergentes, subclase de la cual Chile es parte obviamente.



Manifiesta que en el plano local no hay grandes sorpresas, excepto por algunas buenas noticias en el plano de la inflación. Destaca la baja reciente del tipo de cambio, relacionada posiblemente con las expectativas de postergación de las alzas de tasas de interés en Estados Unidos de América más que con fenómenos locales.

En lo que concierne a la actividad económica, menciona que el análisis del impacto de los aluviones en Atacama, presentado por la Gerencia de División Estudios, apunta a un impacto significativo en el PIB de recursos naturales en los meses de marzo y abril, lo que deberá ser tomado en cuenta al momento de analizar y comunicar las cifras económicas en el futuro inmediato.

Al finalizar su intervención, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que, atendido que no hay cambios sustantivos en la visión económica transmitida en el IPoM, concuerda con la recomendación de la Gerencia de División Estudios, votando por mantener la TPM en 3% y el tenor del Comunicado.

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 los antecedentes conocidos desde la publicación del IPoM son pocos y, en lo grueso, confirman las proyecciones allí delineadas. Sin embargo, destaca los elementos que pasa a detallar a continuación.

En primer término, señala que lo más relevante del mes fue el dato de inflación, menor que lo anticipado, que reflejó principalmente una menor presión en precios considerados volátiles, como alimentos, mientras que la tendencia subyacente se mantuvo en línea con lo esperado. En su opinión, esto último da cuenta de que la evaluación del impacto de la depreciación del peso sobre la inflación y las dudas sobre los niveles de holgura en la economía y en el mercado laboral, consignada en el último IPoM, sigue siendo válida. De hecho, precisa que respecto de la última Reunión, las expectativas de inflación para fines del año 2015 subieron entre 10 y 20 puntos base, con importantes vaivenes en el mes.

Asimismo, destaca la apreciación relevante del peso respecto del dólar estadounidense y también en términos multilaterales. Hace notar que, en lo grueso, ha sido un fenómeno global, reflejando cambios en las perspectivas de política monetaria en Estados Unidos de América y consecuentes movimientos en las primas por riesgo en países emergentes. Agrega que la volatilidad del tipo de cambio y de otros activos financieros, así como de flujos de capital, hace mirar con cautela la dependencia de las proyecciones de inflación de movimientos cambiarios de corto plazo, lo que fue manifestado en el Informe y sigue siendo válido.

Hace notar que los datos de actividad y demanda van configurando un escenario muy similar al del IPoM, con un crecimiento bajo y con proyecciones de la inversión —especialmente en maquinaria y equipos— que anticipan tasas de crecimiento negativas para la formación bruta de capital fijo para el primer semestre. A su juicio, ello constituye un elemento sobre el cual hay que tener especial cautela, porque si bien el cambio en la proyección es menor respecto del IPoM, cuando se la compara con las expectativas de hace dos o tres meses se advierte un ajuste algo mayor a la baja en las trayectorias de la inversión. Expresa que ello tiene un correlato con el fuerte ajuste que está experimentando la cuenta corriente, que hasta ahora ha sido mayor que el experimentado en países que se podrían calificar como de similares características.



Consigna que el ajuste en cuenta corriente ha venido acompañado de una depreciación importante del peso en términos reales, aunque en los últimos meses esa tendencia se ha revertido, con lo que el peso se ubica en valores similares a los promedios de los últimos veinte años. Esto contrasta, de alguna manera, con la dinámica observada en la actividad y demanda, que continúa débil, y podría estar sugiriendo que el ajuste en la inversión y en la cuenta corriente podría ser mayor que lo requerido.

Plantea que esta discusión se deriva también de las últimas publicaciones de cuentas nacionales sobre la trayectoria de la inversión minera en el 2013, que, contrario a nuestras estimaciones preliminares, muestran un fuerte aumento en el ratio inversión minera/PIB en dicho año. A su juicio, este es un tema sobre el cual se debe profundizar para tener una mejor evaluación de la trayectoria de la inversión en los años 2013 y 2014, porque, al final del día, es un elemento muy relevante a la hora de proyectar presiones inflacionarias hacia mediano plazo en la economía.

Finalmente, señala que en materia de política monetaria no hay mucho que agregar respecto de lo consignado en el último IPoM. En este sentido, indica que las tasas de mercado a distintos plazos, los registros observados, así como las expectativas de inflación dan cuenta de que la política monetaria expansiva ha sido la adecuada en este ciclo, no advirtiéndose razones para modificar dicha evaluación. Por este motivo, manifiesta su concordancia con el mensaje entregado en dicho documento en cuanto a que una trayectoria estable de la TPM en los próximos meses es, en estas circunstancias, la única opción válida.

En mérito de los fundamentos expuestos, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 3%.

El Presidente señores 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 brindado para esta Reunión.

Plantea que las noticias del último mes, más allá de algunos desarrollos puntuales, reafirman el diagnóstico del Consejo.

Hace presente que en el frente externo, las percepciones para las economías avanzadas mantienen un sello positivo, en tanto que las perspectivas para las emergentes presentan variantes y matices, entre los que destaca la marcada debilidad de América Latina.

Asimismo, consigna que las últimas noticias para Estados Unidos de América han conducido a un leve aumento del apetito por riesgo y a la consiguiente depreciación del dólar en los mercados internacionales; que en coherencia con ello, los precios del petróleo y el cobre han observado correcciones al alza; y que, con todo, estos desarrollos no han cambiado nuestra apreciación sobre los riesgos del escenario externo que se relacionan principalmente con los ajustes esperados en la política monetaria de dicho país y que contribuyen a determinar un sesgo bajista a nuestras proyecciones de crecimiento.

En lo concerniente al ámbito interno, menciona que la actividad y la demanda crecen moderadamente, lo que es coherente con el escenario descrito en el IPoM. Sin embargo, reconoce que las proyecciones para el año en su conjunto suponen un mejoramiento de los indicadores de confianza. Hace presente que, por el momento, estos permanecen en zona pesimista y que no todos los últimos movimientos han apuntado en la dirección esperada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 221
Página 21 de 23

Deja constancia que el último registro de inflación sorprendió a la baja, contribuyendo a generar una visión algo más auspiciosa sobre su evolución en el corto plazo. En su opinión, se refuerza así el diagnóstico de convergencia a la meta en un horizonte de mediano plazo y se reduce el riesgo de que las expectativas del sector privado se desalineen.

Con todo, considera que la dinámica inflacionaria de corto plazo no deja de ser materia de preocupación. En efecto, la cifra del último mes resultó afectada por factores puntuales. Además, el riesgo de un dólar más apreciado en los mercados internacionales sigue presente y el ritmo de expansión de los salarios nominales, si bien se ha estabilizado, se mantiene en niveles relevantes. Por todo ello, estima que la trayectoria inflacionaria requiere todavía de un atento seguimiento.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que en este cuadro, la opción que surge con claridad es la de mantener la Tasa de Política Monetaria, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios. Por su parte, la opción de recortar se descarta por improcedente, y la de subir, que había adquirido algún grado de razonabilidad un mes atrás, parece haber perdido sustento en el corto plazo con los nuevos antecedentes y, por tanto, también debe ser descartada.

Plantea que en el escenario actual, lo recomendable es reafirmar la orientación general de la política monetaria, ya que entregar señales distintas, en circunstancias que el sector privado ha asimilado crecientemente el diagnóstico del Banco Central, podría tener efectos adversos sobre la formación de expectativas.

Por último, destaca un elemento adicional, que es el bajo dinamismo en el mercado del crédito, lo que es completamente coherente con la debilidad de la demanda ya comentada.

En virtud de lo señalado, el Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 3%, así como también el tono del Comunicado.

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 detallado precedentemente.

En lo que respecta al escenario internacional, consigna que se mantiene la fortaleza de Estados Unidos de América, a pesar de datos algo menores que los esperados en las últimas semanas; que también se confirma la moderada recuperación de Europa; y que la preocupación por la situación griega se acentúa en cuanto se ve cada vez más difícil llegar a una solución. Advierte que los datos más recientes de China representan un riesgo latente, y que las proyecciones de crecimiento de este país podrían tener una nueva revisión a la baja si en lo que viene no se observa una recuperación de sus indicadores; y que en las economías emergentes, en general, se mantienen las noticias algo más pesimistas. Con todo, plantea que el escenario internacional no es demasiado diferente del presentado en el reciente IPoM.

En el ámbito interno, indica que el IPC de marzo, inferior a lo esperado por el mercado, constituyó una buena noticia; y que el IPCSAE, no obstante, estuvo en línea con lo estimado, lo que es reflejo de que las mejores noticias estuvieron en aquellos elementos más volátiles del IPC. Agrega que si estos menores precios se mantienen en lo próximo, la vuelta hacia el rango de tolerancia será algo antes que lo expuesto en el IPoM.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que la mayor inflación de los últimos meses se explica por el aumento del tipo de cambio y su persistencia en niveles elevados. Ello ha sido el factor determinante, sin descartar que también es posible que las holguras de capacidad hayan sido algo menores que las estimadas originalmente, y que esto mismo se haya



Deja constancia que el último registro de inflación sorprendió a la baja, contribuyendo a generar una visión algo más auspiciosa sobre su evolución en el corto plazo. En su opinión, se refuerza así el diagnóstico de convergencia a la meta en un horizonte de mediano plazo y se reduce el riesgo de que las expectativas del sector privado se desalineen.

Con todo, considera que la dinámica inflacionaria de corto plazo no deja de ser materia de preocupación. En efecto, la cifra del último mes resultó afectada por factores puntuales. Además, el riesgo de un dólar más apreciado en los mercados internacionales sigue presente y el ritmo de expansión de los salarios nominales, si bien se ha estabilizado, se mantiene en niveles relevantes. Por todo ello, estima que la trayectoria inflacionaria requiere todavía de un atento seguimiento.

El Vicepresidente señor Enrique Marshall manifiesta que en este cuadro, la opción que surge con claridad es la de mantener la Tasa de Política Monetaria, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios. Por su parte, la opción de recortar se descarta por improcedente, y la de subir, que había adquirido algún grado de razonabilidad un mes atrás, parece haber perdido sustento en el corto plazo con los nuevos antecedentes y, por tanto, también debe ser descartada.

Plantea que en el escenario actual, lo recomendable es reafirmar la orientación general de la política monetaria, ya que entregar señales distintas, en circunstancias que el sector privado ha asimilado crecientemente el diagnóstico del Banco Central, podría tener efectos adversos sobre la formación de expectativas.

Por último, destaca un elemento adicional, que es el bajo dinamismo en el mercado del crédito, lo que es completamente coherente con la debilidad de la demanda ya comentada.

En virtud de lo señalado, el Vicepresidente señor Enrique Marshall expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 3%, así como también el tono del Comunicado.

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 detallado precedentemente.

En lo que respecta al escenario internacional, consigna que se mantiene la fortaleza de Estados Unidos de América, a pesar de datos algo menores que los esperados en las últimas semanas; que también se confirma la moderada recuperación de Europa; y que la preocupación por la situación griega se acentúa en cuanto se ve cada vez más difícil llegar a una solución. Advierte que los datos más recientes de China representan un riesgo latente, y que las proyecciones de crecimiento de este país podrían tener una nueva revisión a la baja si en lo que viene no se observa una recuperación de sus indicadores; y que en las economías emergentes, en general, se mantienen las noticias algo más pesimistas. Con todo, plantea que el escenario internacional no es demasiado diferente del presentado en el reciente IPoM.

En el ámbito interno, indica que el IPC de marzo, inferior a lo esperado por el mercado, constituyó una buena noticia; y que el IPCSAE, no obstante, estuvo en línea con lo estimado, lo que es reflejo de que las mejores noticias estuvieron en aquellos elementos más volátiles del IPC. Agrega que si estos menores precios se mantienen en lo próximo, la vuelta hacia el rango de tolerancia será algo antes que lo expuesto en el IPoM.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que la mayor inflación de los últimos meses se explica por el aumento del tipo de cambio y su persistencia en niveles elevados. Ello ha sido el factor determinante, sin descartar que también es posible que las holguras de capacidad hayan sido algo menores que las estimadas originalmente, y que esto mismo se haya



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 221

Página 22 de 23

traducido en un coeficiente de traspaso mayor. Añade que si bien las bajas tasas de desempleo y la persistencia en el crecimiento de los salarios que exhibe la economía son un reflejo de holguras algo menores, ciertos indicadores en el mercado laboral hacen prever que habría un aumento en las tasas de desempleo en los meses que vienen.

Manifiesta que la actividad ha estado en línea con lo esperado; sin embargo, la demanda, en particular la inversión, sigue mostrando debilidad. A este respecto, consigna que en el escenario interno base, el PIB de los dos primeros cuartos del año será algo mayor que los últimos dos del año pasado y, más importante aún, hacia la segunda parte del año se vería un repunte aún mayor. Advierte que las expectativas internas y el escenario internacional antes descrito son dos elementos de riesgo en esta materia.

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

A su juicio, es importante insistir en la labor desarrollada por el Banco Central desde hace ya dos años, incluso antes de que se vieran en forma efectiva las cifras de desaceleración, primero con un mensaje más expansivo y luego con bajas en la Tasa de Política Monetaria que en el acumulado llegaron a 200 puntos base. Plantea que los desarrollos recientes en materia de inflación más las proyecciones sobre esta variable indican que en la actualidad no existe espacio para un mayor estímulo monetario; y que también es cierto que en el escenario base, donde la actividad tiene un repunte claro en la segunda parte del año, a fines de este año o principios del próximo podríamos estar evaluando la posibilidad de empezar a normalizar el estímulo monetario. Acota que, ciertamente, los desarrollos en materia de inflación y sus perspectivas indicarán si ese plazo se acorta o se alarga.

En su opinión, también es importante mencionar que una normalización de la política monetaria no implica que esta no siga siendo expansiva. De hecho, la Tasa de Política Monetaria está hoy claramente en terreno expansivo y es esperable que siga en ese terreno, aunque en menor grado, por un tiempo prolongado.

Manifiesta su concordancia con la Minuta de Opciones en cuanto a que la única opción relevante en esta oportunidad es la mantención de la Tasa de Política Monetaria. A este respecto, sostiene que la opción de subir no parece razonable, al menos por el momento, hasta tener más información que confirme las proyecciones internas; y que la opción de bajar no tiene mayor espacio en las actuales condiciones.

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

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 3,0% anual.

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

N° 221-01-150416 – 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% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 221

Página 23 de 23

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.

En el ámbito externo, los antecedentes conocidos indican perspectivas de actividad algo mejores para Europa, aunque los riesgos se mantienen. Al mismo tiempo, se observa un menor ritmo de crecimiento en China y se confirma la debilidad de América Latina. En Estados Unidos, la recuperación mantiene su curso, aunque el primer trimestre tendría un crecimiento más débil, lo que provocó que el mercado retrasara el momento esperado para la primera alza de tasa de la Fed. En este contexto, el dólar se depreció a nivel global y las condiciones financieras internacionales mejoraron respecto del mes previo. Los precios de los productos básicos mostraron movimientos mixtos. Los precios del cobre y, en especial, del petróleo y sus derivados aumentaron.

Los datos difundidos después de la publicación del IPoM son, en general, congruentes con el escenario base de dicho Informe. La actividad evoluciona de acuerdo con lo esperado, aunque la inversión muestra un dinamismo algo menor. La tasa de desempleo disminuyó levemente, pero la creación de empleo fue baja. Los salarios nominales mantuvieron su dinamismo. En marzo, la inflación total resultó inferior a lo esperado, no así la subyacente. Con todo, la variación anual del IPC sigue elevada y su evolución se seguirá monitoreando con especial atención. Las expectativas de inflación de mediano plazo permanecen en 3%. 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 16:50 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe



ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda