



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 186
celebrada el día jueves 14 de junio de 2012

En Santiago de Chile, a 14 de junio de 2012, siendo las 11:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesor de la Presidencia,
don Víctor Riquelme Peñaloza; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 186, comunicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha decidido que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2012 se celebre el día 13 de ese mes.



Asimismo, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín ha informado que asistirá a esta Sesión únicamente en la parte de ella que se reiniciará a las 15:30 horas, de manera de estar presente en el análisis de las opciones de política monetaria y la adopción de los acuerdos correspondientes.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales acontecimientos ocurridos desde la precedente Reunión de Política Monetaria, RPM. En primer término, señala que el último mes ha estado marcado por una alta volatilidad, debido a la incertidumbre sobre la banca española y su grado de solvencia, así como por indicadores de actividad más débiles en China, Estados Unidos de América y un conjunto de países emergentes.

Consigna que producto de lo anterior, han caído las bolsas; se registraron incrementos en las primas por riesgo; han disminuido las tasas de interés a largo plazo en países refugio, tales como Estados Unidos de América, Alemania, Japón y Suiza; y las monedas se han depreciado frente al dólar estadounidense.

Asimismo, alude al anuncio de capitalización de la banca española, resaltando que esta medida no ha logrado calmar a los mercados ante la falta de detalles de la misma; y agrega que también se han incrementado en algún grado los temores respecto de la economía de Italia.

A título de último comentario relevante, indica que los precios de los *commodities* han disminuido de manera generalizada.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace referencia al plan de recapitalización de la banca española por un monto de € 100 billones, y consulta si es el *European Financial Stability Facility*, EFSF, la institución que proporcionará dichos fondos.

El señor Sergio Lehmann responde que aún no se tiene certeza si será el EFSF o el *European Stability Mechanism*, ESM.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, resumiendo las noticias del último mes en Europa.

En términos políticos, menciona la creación de la Unión Bancaria con la finalidad de que exista una supervisión única que garantice los depósitos, dejando constancia que aún no se ha logrado consenso sobre esta iniciativa.

Añade que en Grecia se realizarán elecciones el día domingo 17 del presente mes, sobre lo cual expresa que las últimas encuestas dan cuenta que ha mejorado levemente el apoyo a los partidos que están en favor de un ajuste fiscal, sin perjuicio de que es probable que no termine de dilucidarse por completo la situación de esa economía una vez conocido el resultado de los comicios.

Hace presente que en Irlanda, el apoyo a los planes de rescate de la Zona Euro obtuvo un 60% de los votos conforme al referendo que se efectuó; y que el G7 acordó prestar ayuda a Grecia y a España para llevar a niveles sostenibles sus respectivas deudas fiscales.



En materia de calificaciones de riesgo, informa que se redujo la clasificación del riesgo soberano de España, Grecia y Japón, y que se reiteró la perspectiva negativa para Francia. Agrega que también se rebajó la clasificación de algunos bancos españoles, como son los casos del Banco Santander, BBVA, Bankia y BFA, así como también la de seis bancos alemanes, entre ellos el Commerzbank, y la de tres instituciones austríacas.

En lo referente a la banca española, plantea que aún no se ha definido el Fondo del cual provendrían los capitales que se utilizarán para su rescate o capitalización, y que ello definirá el grado de preferencia o *seniority*. Sobre el particular, advierte que si el grado de preferencia resulta ser alto, irá en perjuicio de los actuales tenedores de bonos y se traducirá, además, en menores incentivos para adquirir títulos españoles. Finalmente, señala que mayores detalles sobre esta medida serán dados a conocer en el curso de los próximos días.

Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann informa que los premios de CDS soberanos exhiben incrementos importantes, particularmente en el caso de España e Italia.

Asimismo, hace notar que acogiendo una sugerencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán, en esta oportunidad, se ha trasladado a Francia desde el gráfico referido a los CDS de las economías *core* de la Eurozona al correspondiente a aquellas que enfrentan problemas. Menciona que al comparar la situación de ese país con España, Italia y Bélgica, figura en la posición más favorable. Además, destaca la alta correlación existente entre ellos, que dan cuenta de los riesgos que los problemas de las economías de España e Italia podrían tener sobre el resto de los países de Europa.

En cuanto a los CDS de otras economías, manifiesta que los de Australia y Nueva Zelandia han disminuido, en tanto que los de otras economías emergentes, como Irlanda, Corea, China, Chile, México y Brasil, muestran resultados mixtos.

Por otra parte, plantea que los *spreads* bancarios muestran oscilaciones. En este sentido, comenta que inicialmente los anuncios de capitalización de la banca española tuvieron una lectura positiva, pero que no obstante, en el neto, el resultado es mixto. Añade que los movimientos en el caso de los bancos americanos son similares, con ciertos vaivenes en el último mes, manteniéndose en niveles elevados.

Hace presente, además, que la volatilidad y los premios corporativos han tendido a subir, particularmente en Europa, donde alcanza niveles cercanos al 35%. Agrega que ha disminuido la volatilidad en las economías emergentes y que el VIX se sitúa en torno a 25%.

En cuanto a los premios corporativos, señala que han tendido a aumentar en todas las economías y que presentan alguna estabilización en el margen.

Asimismo, consigna que los indicadores de liquidez en dólares estadounidenses en Europa exhibieron episodios de contracción durante el mes materia de este informe.

El señor Sergio Lehmann comenta que las bolsas registraron alta variabilidad durante este período, al caer inicialmente, experimentar cierta reversión en las últimas dos semanas y llegar a esta Reunión de Política Monetaria con cierres mixtos.

Agrega que en lo más reciente, los flujos de capitales netos de no residentes muestran salidas desde las economías emergentes hacia economías desarrolladas, especialmente a Estados Unidos de América y en menor proporción Alemania y Suiza. Asimismo, indica que de acuerdo con lo informado por el Emerging Portfolio Fund Research,



los flujos de acciones y bonos en Chile tienen un comportamiento muy similar al observado en el resto de las economías emergentes, con egresos en el margen y concentrados fundamentalmente en menores posiciones en acciones.

El señor Sergio Lehmann señala que en este contexto, las tasas de interés de países refugio han tendido a caer y especifica que en el caso de Estados Unidos de América, las tasas a 10 años alcanzaron mínimos históricos durante el mes, marcados particularmente por la oportunidad en que hubo mayores rumores de un eventual plan QE3, que fue descartado, al menos por ahora.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca el hecho que en los bonos a 2 años se observa muy claramente la diferencia entre la trayectoria de los títulos suizos, alemanes y franceses, en que los primeros registran una fuerte disminución y los otros una caída y posterior alza. En su opinión, en el caso de los bonos alemanes, ello podría estar reflejando un grado de duda sobre la solvencia del Fisco de ese país, a pesar de la fortaleza que han mostrado durante los últimos años.

El señor Sergio Lehmann señala que precisamente en línea con el planteamiento expuesto por el Consejero señor Sebastián Claro, el CDS *spread* soberano a 5 años de Alemania muestra en el último mes un aumento superior a los de Estados Unidos de América y del Reino Unido.

Por otra parte, indica que en este contexto de búsqueda de refugio por parte de los inversionistas, el dólar se ha apreciado en torno a 1%, mientras que el euro se ha depreciado en una magnitud similar. Destaca particularmente la depreciación del real brasileño y de la moneda rusa, de 3,0% y 4,5%, respectivamente, así como la apreciación del dólar neozelandés y del dólar australiano, que alcanzó a 1,9% y 0,8%, respectivamente.

Sobre el particular, resalta también la elevada volatilidad observada durante el mes, que en el caso del rublo alcanzó a una depreciación cercana al 10% y cerró con una apreciación de 4,5%, así como la situación del peso colombiano y chileno, que llegaron a depreciarse en torno a 2% y finalizaron el período con una apreciación.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por la situación de Rusia y sobre este aspecto, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que el plan de expansión impulsado por el Presidente Putin ha generado dudas sobre la sostenibilidad fiscal de esa economía, especialmente en el contexto actual en que ha disminuido el precio del petróleo. Añade que es probable que esa economía enfrente además serios problemas derivados de sus exportaciones de gas, cuyo principal destino es Europa y cuyos contratos están indexados al precio del petróleo.

En materia de actividad, el señor Sergio Lehmann señala que los indicadores confirman una moderación de ella en Estados Unidos de América y un retroceso en Europa.

Especifica que en el caso particular de Estados Unidos de América, el dato de producción industrial del mes de abril fue algo mejor que lo esperado, que las ventas se mantienen sin variación y que el mercado laboral exhibe señales de desaceleración, mientras que en la Zona Euro, si bien la producción industrial fue algo mejor que lo anticipado, igualmente da cuenta de una contracción.

Agrega que Japón también exhibe datos más bien negativos en el margen y que en China, los datos del sector externo fueron mejores que lo anticipado, pero las ventas minoristas y la producción industrial se encuentran por debajo de lo previsto.



Con respecto a las encuestas de consumidores y empresas, menciona que la situación es mixta. A título ejemplar, comenta que el ISM de servicios norteamericano fue mejor que lo anticipado, no así en el manufacturero, y que en Alemania y Japón, los resultados fueron más negativos que lo previsto.

En relación con la producción industrial por región, indica que retrocede en el margen, particularmente en las economías emergentes, y que no registra mayor variación en las economías desarrolladas. Menciona que los PMI de las distintas regiones también se han desacelerado, influidos por China en el caso de las economías emergentes y por Europa en las desarrolladas.

Con respecto a las economías emergentes, destaca que Brasil tiene los PMI manufacturero y de servicios por debajo del pivote, y que en materia de PMI manufacturero, la única excepción la constituye México, que registra un aumento en el margen.

Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann hace presente que el mercado laboral norteamericano ha perdido dinamismo. Sobre el particular, precisa que la tasa de desempleo aumentó ligeramente, que la creación de empleo se ha desacelerado y que los indicadores de subsidio de desempleo muestran un ligero incremento en el margen, en línea con esta percepción de un mercado laboral menos dinámico. Añade que de acuerdo con el ISM subíndice empleo, esta desaceleración persistiría en los próximos meses.

Con respecto a Europa, informa que su situación está lejos de resolverse y que, de hecho, existen claras divergencias entre las economías *core* y las periféricas. En cuanto a las ventas minoristas, especifica que se encuentran en terreno negativo desde el año 2010; que Alemania mostró aumentos, pero que ahora registra un ligero retroceso; y que las economías *Core ex - Alemania* figuran sin mayor variación.

Agrega que la producción industrial se desacelera en toda Europa; que la inflación es mayor en las economías periféricas; y que los salarios aumentan en Alemania y algo menos en las economías *Core ex - Alemania*.

En cuanto a América Latina, expresa que se advierten desaceleraciones importantes en producción industrial, particularmente en el caso de Brasil; que las ventas minoristas repuntan en esta economía y se desaceleran en los otros países analizados, esto es, México y Colombia; que el PMI manufacturero también se desacelera y que la confianza de consumidores es positiva en Brasil y más moderada en Colombia y México.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por el déficit de cuenta corriente de Brasil. El Presidente señor Rodrigo Vergara responde que alcanza al 2,6%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán enfatiza que Argentina se encuentra en una situación más delicada que Brasil, desde el momento que este último país es el principal mercado de destino de sus exportaciones.

A propósito de la preocupación sobre la economía brasileña, el señor Sergio Lehmann exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 22 de la presentación, que dan cuenta justamente de una desaceleración muy marcada de su crecimiento y que el último dato de inversión contribuye de manera negativa. Hace notar que a ello se suma el hecho que tanto el PMI manufacturero como el de servicios están por debajo del pivote 50, lo que da cuenta de una desaceleración bien marcada de esta economía.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, señalando que la inflación ha tendido a moderarse en América Latina, particularmente en Brasil, permitiendo ciertas acciones de la política monetaria a fin de atenuar la desaceleración del crecimiento de su economía.



En materia de empleo, destaca que la tasa de desempleo ha tendido a aumentar en Brasil, después de haber alcanzado mínimos históricos; que ella registra un cierto retroceso en Colombia y un incremento en Perú. Asimismo, hace notar que las tasas de colocaciones se han desacelerado, en línea con esta percepción más débil de estas economías.

Informa, además, que la inflación se ha moderado en las economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos de América. De hecho, comenta que los datos correspondientes al mes de mayo que se dieron a conocer al inicio de la presente jornada dan cuenta de que la inflación en doce meses no alcanza al 2%, mientras que la inflación subyacente se mantiene estable, ligeramente por sobre 2%.

Con respecto a las economías emergentes, indica que datos preliminares correspondientes solo a algunos países de la muestra que se analiza habitualmente, reflejan que la inflación se ha desacelerado en Europa emergente y Asia emergente, en este último caso liderada por China.

El señor Sergio Lehmann manifiesta que lo expuesto ha dado espacio para aplicar políticas monetarias más expansivas. Al respecto, resalta la reducción de la TPM en Australia, de 25 puntos base, que se suma al recorte de 50 puntos base acordado el mes anterior; la rebaja de 25 puntos base determinada por el Banco Popular de China y la aplicación adicional de un recorte de 25 puntos base en la tasa de depósitos; y la rebaja de 50 puntos base en Brasil, economía que inició un proceso de mayor impulso monetario hace unos meses.

En cuanto a los perfiles de tasas de política monetaria hacia adelante, manifiesta que el relajamiento monetario continuaría en el resto del año en curso, particularmente en América Latina, Asia, y en un grado algo menor en Europa emergente.

A continuación, el señor Sergio Lehmann destaca la caída generalizada de los precios de los *commodities*, salvo el oro, que constituye refugio de valor. Hace notar que algunos productos agrícolas han experimentado gran variabilidad, como es el caso del trigo y del maíz, que registran caídas de 1% y 3%, respectivamente, desde la Reunión anterior, pero que llegaron a anotar alzas cercanas a 12% y 3%, respectivamente, en algún instante del mes.

Asimismo, destaca la caída del precio del petróleo WTI, del petróleo Brent, de la gasolina y del cobre, de 12%, 11%, 7% y 5%, respectivamente.

Además, menciona que durante la última semana se conoció el dato del indicador FAO de alimentos al cierre de mayo, que da cuenta de una caída de 4%, que había sido anticipada en cierto grado por los precios de los futuros. Añade que estos igualmente anticipan que los precios de los distintos alimentos que considera este indicador, esto es, carnes, lácteos, cereales, aceites y azúcar, se estabilizarían hacia el segundo semestre del presente año y también en el año venidero.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann informa que la trayectoria del precio del petróleo Brent se ha ajustado a la baja respecto de la RPM anterior, en línea con la caída del precio *spot* y muy por debajo de la observada en el Informe de Política Monetaria, IPoM, de marzo. Agrega que la trayectoria del precio del petróleo WTI es muy similar a la del petróleo Brent y que los precios de la gasolina y del cobre también muestran trayectorias por debajo de lo observado con ocasión de la RPM pasada.

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



El Consejero señor Sebastián Claro señala que durante el último mes se ha ido consolidando una corrida bancaria generalizada en España. Plantea que varios antecedentes dan cuenta de ello, como el aumento sostenido del financiamiento de los bancos españoles con el Banco Central Europeo y el incremento de la deuda del Banco Central de España con el Eurosistema. En este sentido, estima que ya no cabe especulación alguna respecto de que la banca española pasó a una segunda etapa, que es bastante más compleja.

En segundo lugar, se refiere a la situación de Alemania y sobre este aspecto, estima que las dudas respecto de su situación fiscal son exageradas y que se advierte una mayor presión sobre su costo de financiamiento, lo que no es favorable a una solución comunitaria y tiende a generar tensión dentro de Europa. En su opinión, debe efectuarse un seguimiento muy cercano a este tema.

Por último, destaca que las cifras de China dan cuenta, por ahora, de que esta economía no está enfrentando problemas mayores, lo que es positivo y constituye una buena señal.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, a diferencia de períodos anteriores, la información disponible le genera una sensación de vértigo, ya que se estarían conformando algunos antecedentes que darían cuenta de una probabilidad creciente de ocurrencia de una "tormenta perfecta" en materia económica.

En lo referente a España, señala que al inicio de la crisis financiera, su política fiscal era bastante prudente y que su deuda pública alcanzaba a alrededor del 40% del PIB, pero que a partir de entonces, parte importante del incremento de su déficit fiscal se ha explicado por el gasto que el gobierno ha debido destinar al rescate de los bancos. Por lo tanto, estima que la existencia de un paquete destinado al salvataje de la banca española, que genere un compromiso fiscal de ese país, no reflejaría el verdadero problema de solvencia que tiene el Estado español.

Asimismo, advierte que Italia, a diferencia de lo que aconteció en Irlanda tiempo atrás o en España en la actualidad, no cuenta con grados de libertad para enfrentar problemas de su sistema financiero, ya que su nivel actual de deuda pública alcanza al 120% del PIB, la más alta de la Zona Euro. Agrega que, en términos relativos, los bancos franceses son los que presentan la mayor exposición a la deuda italiana, razón por la cual los problemas en Italia podrían repercutir en problemas bancarios, financieros y también fiscales en Francia. En su opinión, este tema está adquiriendo dimensiones que son claramente sistémicas.

Finalmente, expresa que si los países antedichos entran en problemas, la Zona Euro *Core* ex Francia no tiene la envergadura suficiente para resolverlos. Enfatiza que si bien lo expuesto no sería el escenario más probable, cree que su probabilidad de ocurrencia es lo suficientemente alta como para que exista una alta preocupación respecto de una eventual e inminente crisis.

En su opinión, parte del problema radica en la ausencia de una mutualización bancaria, iniciativa que se está tratando de llevar adelante en estas semanas, con un sistema de seguro de depósitos bancarios común en la Zona Euro. Hace notar que se han observado fugas de depósitos hacia Alemania, economía cuyos CDS *spreads* exhiben magnitudes cercanas a los niveles más altos observados con ocasión de la crisis de Lehman Brothers y, además, han estado registrando una correlación creciente respecto de los CDS *spreads* de los países mencionados.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán alude a una presentación efectuada por Steven B. Kamin, Director de la División de Finanzas Internacionales de la Reserva Federal, FED, que reporta al *Board of Governors*, durante un reciente seminario organizado por la FED, el FMI y el Banco Mundial para tratar temas de regulación y análisis del sistema financiero. Al respecto, comenta que se analizó el tema europeo desde la perspectiva



exclusiva de su impacto sobre Estados Unidos de América, concluyéndose que en la medida que la crisis se mantenga en la zona periférica de Europa, no tendría efectos relevantes para esa economía, mientras que en el escenario más extremo, esto es, en caso de una implosión que afecte a *Core Eupore*, y especialmente a Alemania, los efectos sobre la economía de los Estados Unidos de América serían graves.

De acuerdo con ello, expresa que es muy probable que Estados Unidos de América intervenga si Europa sigue complicándose, sin perjuicio que consideraciones de orden más político podrían dificultar una solución de esta naturaleza, la que solo sería aceptable en condiciones muy extremas.

A juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán, lo expresado precedentemente conforma los riesgos que no permiten descartar la materialización de la hipótesis planteada.

El Consejero señor Joaquín Vial destaca que en España, la tasa de captación de fondos alcanza niveles cercanos al 7% anual, por lo que su petición de rescate es inminente.

En segundo lugar, plantea la conveniencia de analizar el rol que han desempeñado las empresas calificadoras de riesgo en el último tiempo, porque si bien han estado penalizando a España por la situación de su sistema bancario, la rebaja de 3 escalones que fue conocida al inicio de esta jornada se puede interpretar como una doble o triple contabilización de los mismos problemas ante la necesidad de dichas empresas en mostrar actividad cuando los riesgos se están materializando. Hace presente que ello tiene consecuencias concretas, por cuanto los inversionistas institucionales deben retirar sus fondos del país en el evento que las clasificaciones de riesgo disminuyan bajo ciertos niveles.

El Consejero señor Joaquín Vial enfatiza este punto, en especial, por su posible efecto sobre Chile en caso que las agencias de *rating* sobrerreaccionaran con el nivel de fondeo de las grandes corporaciones bancarias, con los fondos de pensiones o compañías de seguros, ya que ello puede tener un efecto multiplicador enorme.

En tercer lugar, sugiere analizar la situación de Brasil, cuya política monetaria ha sido muy agresiva al reducir las tasas de manera significativa y por cuanto el real es una de las monedas que está registrando una depreciación mayor. En su opinión, en la medida que la situación brasileña comience a ser percibida como de mayor riesgo, es muy probable que todo el resto de América del Sur también comience a ser visualizado como más riesgoso, especialmente en un contexto en que disminuyen los precios de *commodities*.

El Consejero señor Enrique Marshall también estima que el panorama externo se ha tornado muy adverso, si bien reconoce que se observan algunas diferencias entre las distintas economías.

Respecto de Alemania, considera que el aumento de sus *spreads* está reflejando el costo de la crisis europea sobre su economía.

En cuanto a las fugas de depósitos en España y en otros países, plantea que todo indica que, hasta ahora, estas se limitan solo a los depósitos mayoristas. En este sentido, manifiesta que si bien desconoce la situación legal de la garantía para los depósitos que se otorgó en la oportunidad en que surgió la crisis, hace notar su evidente vulnerabilidad, porque, en último término, cualquier país va a descansar en la capacidad emisora de su propio Banco Central, varios de los cuales, como es el caso del Banco Central de España, ven limitada su capacidad de endeudarse. En su opinión, esta es precisamente la razón por la cual ha surgido la idea de crear una Unión Bancaria que sea capaz de ir en ayuda de las economías en problemas.



En razón de lo expuesto, plantea la necesidad de reforzar el seguimiento de los bancos y de la situación europea en general, porque los escenarios que se pueden enfrentar son bastante inciertos, insospechados y difíciles de anticipar.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se suma a las prevenciones planteadas por los señores Consejeros. Expresa que, a su juicio, la única noticia positiva proviene de las exportaciones chinas, cuyo último registro da cuenta de un aumento significativo.

En cuanto a Brasil, menciona que su depreciación obedeció a una decisión del Banco Central de ese país y que tuvo por objeto contribuir al fortalecimiento de su debilitada industria. A su juicio, ello amerita efectuar un estrecho seguimiento de su situación.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación mencionando los hechos destacados del escenario interno.

En primer término, indica que la mantención de las tensiones financieras externas ha generado algún efecto en las condiciones financieras para los agentes locales.

En segundo lugar, señala que el tipo de cambio se depreció con fuerza durante el último mes.

Asimismo, comenta que la demanda y la actividad continúan creciendo en torno a su tendencia, mientras que el empleo y los salarios exhiben una cierta moderación en el ritmo de expansión en el margen.

En materia de inflación, destaca que el registro del mes de mayo pasado sorprendió a la baja por caídas en los precios de alimentos y de bienes transables. Agrega que las proyecciones de corto plazo se han corregido a la baja, en parte por esta sorpresa inflacionaria, pero también en términos importantes por el marcado descenso de los precios de combustibles en la última semana. En todo caso, manifiesta que las expectativas para la inflación a mediano plazo se mantienen en torno a 3% anual en el horizonte meta.

A título de último hecho relevante, manifiesta que la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria, TPM, que se desprende de algunas encuestas y de la curva *forward*, marca una baja durante los próximos meses, y que para esta Reunión de Política Monetaria, el mercado se inclina mayoritariamente por una mantención de la tasa rectora.

Prosigue con su presentación, comentando que se han mantenido las tensiones financieras, para cuyo efecto exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 32 de la presentación, referidos al índice de riesgo internacional y de Chile. En el primero de dichos gráficos se da cuenta claramente de que las tensiones externas continúan elevadas desde la última RPM, mientras que el indicador de riesgo local muestra un cierto incremento en la punta, por cuanto los premios de financiamiento externo de los bancos han subido en algún grado últimamente, aunque no alcanzan los niveles registrados en diciembre del año pasado, y porque también ha aumentado el EMBI Chile.

El señor Claudio Soto responde algunas consultas de los señores Consejeros, aclarando que el premio por financiamiento externo que pagan los bancos corresponde a un *spread* respecto de la Libor a un año, y que, actualmente, el EMBI Chile, que excluye Codelco, alcanza a 180 puntos base.



A continuación, señala que las condiciones para el financiamiento local también se han estrechado, influidas posiblemente por algunos cambios regulatorios. Indica que las tasas de interés de los créditos de consumo de corto plazo se encuentran en niveles históricamente muy elevados, incluso comparables con los observados en los momentos de mayor tensión durante la crisis financiera internacional; que las tasas de las colocaciones comerciales e hipotecarias también exhiben alzas en la punta, pero de una magnitud más acotada; y que los premios corporativos se ven algo más tensionados, pero dentro de los rangos observados en los últimos meses.

Por otra parte, comenta que el tipo de cambio se depreció con fuerza desde la última RPM, pero que ha tendido a apreciarse en lo más reciente, alcanzando durante la presente jornada un nivel similar al registrado en la última Reunión. Explica que si bien parte importante de dicha depreciación ha obedecido al fortalecimiento del dólar estadounidense, también se advierte una depreciación del peso frente a otras monedas, excluido el dólar.

Hace presente, además, que las tasas reales también cayeron con fuerza desde la última Reunión, de manera más o menos concordante con los movimientos de la bolsa local, pero registran un repunte importante en los últimos días, que las ubican en niveles similares a los observados en la RPM pasada.

En cuanto a los datos de actividad y demanda, precisa que el IMACEC del mes de abril fue de un 4,8%, en línea con lo proyectado con ocasión de la RPM pasada, y que ambas variables continúan creciendo en torno a su tendencia.

En relación con el consumo, manifiesta que su tasa de crecimiento ha retrocedido en los últimos trimestres, en línea con los ingresos laborales, hasta un nivel cercano al 5%.

Asimismo, hace notar que las colocaciones de consumo también han perdido dinamismo en el margen, ya que no solo han disminuido sus tasas de crecimiento interanuales, sino que también sus medidas de velocidad. No obstante, destaca que las importaciones de bienes de consumo del mes de mayo pasado registraron un cierto rebote y que si bien este dato es bastante volátil como para poder extraer una tendencia, sí muestra una nota levemente disonante respecto de otros indicadores relativos a la demanda.

Añade que la inversión exhibe un comportamiento similar, por cuanto las importaciones de maquinarias y equipos anotaron caídas significativas a comienzos de año, pero luego experimentaron un incremento, que se explica por el dinamismo que aún exhibe el sector construcción.

En materia de exportaciones, señala que han caído en términos nominales y que también han registrado alta volatilidad en términos reales. Agrega que las exportaciones totales están estrechamente correlacionadas con el comportamiento de los envíos de cobre, que son muy volátiles, y que las exportaciones de bienes industriales han reducido su ritmo de crecimiento con motivo de la crisis europea.

Por otra parte, destaca que las colocaciones comerciales mantienen su dinamismo, al continuar con velocidades algo superiores a 1% y tasas de crecimiento anual en torno al rango de 16% y 17% desde comienzos de año; mientras que las colocaciones de comercio exterior exhiben alta volatilidad, reflejando, de alguna manera, la desaceleración importante de las importaciones, tanto de bienes de consumo como de capital.

En lo concerniente al mercado laboral, menciona que ha perdido dinamismo la fuerte aceleración en la creación de empleo registrada a fines del año pasado, sobre todo de la parte asalariados sin empleo agrícola, y que a ello se suma el componente estacional correspondiente precisamente a dicho sector, que disminuye durante estos meses del año.



De todas maneras, resalta que a pesar de esta desaceleración, la tasa de desempleo permanece en niveles históricamente bajos, porque también se ha registrado un menor crecimiento de la fuerza de trabajo.

En relación con la actividad, informa que la proyección interna del PIB se ha corregido a la baja, desde un 5,0% en el mes de mayo a un 4,7%, y que la demanda se ha corregido al alza, dado el incremento de las importaciones de bienes de consumo como de capital desde un 5,7% a un 5,9%. No obstante, advierte que para el tercer trimestre del presente año se anticipa una desaceleración algo mayor que la considerada hasta la Reunión de Política Monetaria anterior.

En cuanto a la proyección del PIB, hace presente que la corrección más importante a la baja afecta al segundo trimestre del presente año, explicada por los componentes de recursos naturales, en particular EGA, que sorprendió a la baja en el mes de abril último. Consigna que este sector registrará volatilidad por los cambios de composición en la matriz de generación, lo que incide en el valor agregado, razón por la cual el PIB crecería en torno a 4,2% en el tercer trimestre, reflejando además la desaceleración de la actividad producto de las tensiones financieras y de la demanda por las exportaciones chilenas.

El señor Claudio Soto señala que coherente con la evolución del mercado laboral, las remuneraciones han perdido cierto dinamismo en el margen. En este sentido, menciona que hasta fines del año pasado, las variaciones mes a mes se encontraban en la parte alta de los rangos de variación histórica, mientras que actualmente están más alineadas con los promedios históricos.

Asimismo, indica que los CLU reales, si bien registran alta volatilidad, también se acercan a sus promedios históricos. Agrega que al excluir el empleo por cuenta propia, su crecimiento resulta ser bastante mayor, como consecuencia del crecimiento significativo que ha estado experimentando el empleo asalariado.

Al continuar con su presentación, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a la inflación. Al respecto, señala que el IPC del mes de mayo de 0% sorprendió a la baja, por cuanto la proyección interna de 0,3% consideraba una incidencia importante del rebote de las tarifas eléctricas. De esta forma, subraya que la tasa de variación interanual del IPC alcanza a 3,1% y que la inflación que excluye alimentos y energía bordea el 3% anual.

Explica que el bajo registro del mes de mayo último obedece a bajas netas de los precios de alimentos y de bienes transables, lo que fue compensado por aumentos en el precio de la energía y, en especial, por la parte no transable vinculada más directamente con los salarios.

En cuanto a las sorpresas en inflación, plantea que de acuerdo con la nueva clasificación del IPC, estas se registraron en la parte *core*, tanto en transables como no transables, y precisa que si bien no se esperaban caídas de precios de transables, sí las hubo; que las alzas de los no transables fueron menores que las estimadas; y que la sorpresa mayor provino de la parte de alimentos, que contrariamente a lo proyectado, registró disminuciones importantes de precios.

Agrega que los dos componentes del IPC que registraron caídas de precios absolutos fueron vestuario y aparatos electrónicos.

El señor Claudio Soto indica que sobre la base de los nuevos antecedentes, se ha corregido la inflación esperada a la baja. Precisa que parte importante de esta corrección se debe a las sorpresas efectivas provenientes de la parte *core* ya mencionada y que el resto corresponde a las perspectivas de caídas de precios de la energía, atendido lo que acontece con el precio del petróleo.



De acuerdo con lo expuesto, señala que se estima que el IPC del mes de junio alcanzará a 0,1%; que la Encuesta de Expectativas Económicas arrojó un registro de 0,2% para dicho mes; que los seguros de inflación se encontraban en 0% al comienzo de la presente jornada; y que la proyección interna contempla una caída del precio de la bencina de \$16, aproximadamente, aun cuando se estima que algunas gasolinas registrarían una disminución mayor en su precio, no obstante no ser necesariamente la que considera el Instituto Nacional de Estadísticas.

En cuanto al IPC total, señala que oscilaría en torno a 3% anual en los próximos meses y que incluso podría registrar algunas caídas hacia fines de año, por existir efectos de base de comparación al término de este ejercicio y también como consecuencia del comportamiento de los precios de alimentos. De hecho, anticipa que se espera una inflación de 2,7% anual en diciembre próximo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que las sorpresas comentadas corresponden a *shocks* de oferta y también de demanda. En este sentido, indica que una reducción en el precio de los alimentos constituye un *shock* de oferta, ya que la misma canasta de alimentos cuesta menos y, por lo tanto, aumenta el ingreso que los hogares destinan para consumir bienes o servicios, generando un efecto de demanda. Agrega que una situación similar ocurre en el caso de la energía, especialmente con el precio de las gasolinas. En consecuencia, considera que en el caso que los órdenes de magnitud sean relevantes, correspondería efectuar algún razonamiento respecto de cuáles podrían ser los patrones de comportamiento del sector privado, especialmente en lo que dice relación con el consumo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera informa que lo expresado precedentemente ha llevado a reducir las proyecciones de inflación en aproximadamente un punto de esta fecha a fin de año.

El señor Claudio Soto hace presente que el cuadro macro de la Gerencia a su cargo considera un leve aumento del ahorro privado durante este año, que es coherente con una caída de los ingresos privados no muy significativa y con una desaceleración del consumo.

Asimismo, comenta que con fecha de ayer el Congreso Nacional aprobó un bono de alimentos, cuyo monto equivale a un 0,2% del PIB semestral. Hace notar que si su entrega se concentra en un trimestre, podría generar también un efecto no despreciable sobre el consumo, aunque de corto plazo.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta si los contratos de suministro de gas, que se renuevan a fin de año y entran a regir en el mes de enero de 2013, están considerados en las proyecciones de más largo plazo.

El señor Claudio Soto explica que varios contratos están vinculados a los precios de las tarifas eléctricas, respecto de los cuales se ha estimado que no registrarán variación. Manifiesta que en este aspecto corresponde tener presente dos elementos: por una parte, que los costos marginales, que se habían incrementado de manera significativa, no quedaron reflejados en las tarifas actuales; y, por otro lado, que estos nuevos contratos contemplan precios más bajos. En consecuencia, si bien ambos elementos podrían compensarse, existe un riesgo a la baja para la proyección de inflación, que se materializaría de negociarse tarifas menores en el mes de noviembre próximo.

El Consejero señor Joaquín Vial hace referencia al anuncio de la llegada del fenómeno climático El Niño, cuyas abundantes lluvias inciden principalmente en la agricultura y la generación eléctrica, lo que podría también generar efectos en ese sentido.



El señor Claudio Soto retoma su presentación, aludiendo a las expectativas de inflación. Sobre el particular, señala que la compensación inflacionaria 1 en 1 disminuyó significativamente desde la última RPM hasta 2,5% anual, aproximadamente; que luego rebotó; y que las expectativas a uno y dos años han retrocedido significativamente y se han alineado en torno a la meta de 3% anual.

En cuanto a las tasas de interés, consigna que las nominales han caído de manera importante, lo que se ha traducido en una trayectoria de la curva *forward* claramente más baja que la observada en la última RPM. Agrega que la Encuesta de Operadores Financieros, conocida el día de ayer, también considera una baja de la TPM hasta 4,75% anual y un retorno a 5,0% anual hacia fines del año 2014; mientras que la Encuesta de Expectativas Económicas no considera baja alguna, sino que una trayectoria plana hasta fines de año y luego en el año 2013, algunas alzas para situar la tasa en 5,25% anual.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto expresa que el mercado espera mayoritariamente una mantención de la tasa rectora en esta Reunión de Política Monetaria, así como también en la que se efectuará en el mes próximo.

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

El Consejero señor Sebastián Claro destaca la estabilidad del mercado financiero chileno, más allá de algunos vaivenes observados durante el mes producto de las tensiones externas.

En segundo lugar, alude a los mayores *spreads* en las colocaciones de créditos de consumo. En su opinión, ello coincide con mayores provisiones bancarias y con una desaceleración en el crecimiento de estos créditos.

Por último, estima que las colocaciones de consumo y la masa salarial no contribuirían a un mayor dinamismo del consumo, mientras que las inversiones darían un cierto reimpulso a la demanda interna.

El Consejero señor Joaquín Vial concluye que el escenario interno ha evolucionado de acuerdo con lo previsto, salvo algunas sorpresas positivas en materia de inflación. A su juicio, la evolución en los salarios constituiría el único elemento que ameritaría una atención especial, aunque reconoce que han comenzado a atenuarse los riesgos que pudieran surgir de ellos.

En todo caso, señala que, en general, la parte doméstica no genera inquietud, si bien la demanda interna continúa produciendo un cierto grado de preocupación, principalmente por los temas subyacentes de cuenta corriente.

El Consejero señor Enrique Marshall considera que la economía funciona con bastante normalidad y en este sentido, indica que la actividad converge conforme a lo anticipado; que el sistema financiero de largo plazo muestra fortaleza, siendo una señal de ello que las tasas de interés se encuentren en niveles relativamente bajos.

Por último, acota que el gran desafío del Consejo es el de no generar mayor incertidumbre que la necesaria.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta su preocupación en orden a que mientras los riesgos son elevados en el resto del mundo, en el ámbito interno no se percibe una eventual ocurrencia de problemas derivados de la situación externa, considerando que los cambios de expectativas muy bruscos generan también reacciones de igual sentido en las variables macroeconómicas.



En segundo término, plantea que cualquiera sea la decisión que se adopte en el día de hoy por parte del Consejo, ella debe separarse de los *shocks* de precios recientes. Además, en su opinión, lo expresado corresponde que sea transmitido con claridad en el Comunicado de esta Reunión de Política Monetaria.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se suma al planteamiento del Vicepresidente señor Manuel Marfán y enfatiza en la necesidad de dejar claramente establecido en el IPoM del mes de junio de 2012 que el riesgo de inflación sigue vigente y que solo disminuyó levemente en el corto plazo.

Además, alude a la proyección de crecimiento de 4,2% para el tercer trimestre del año en curso y hace el alcance que ese trimestre tiene cinco días hábiles menos, lo cual restaría alrededor de un punto a dicha proyección. Sin perjuicio de ello, advierte que es probable que comiencen a manifestarse algunos riesgos y que con ello, ese período concluya con un crecimiento de solo 3,5% en doce meses.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera expresa que el tercer trimestre del año pasado correspondió al período de menor crecimiento de ese ejercicio, pero que rebotó en el trimestre siguiente. En consecuencia, se debe tener presente un efecto base al comparar el tercer trimestre de este año con igual período del año pasado.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan se refiere al comentario planteado por el Consejero señor Sebastián Claro sobre el normal funcionamiento del mercado local. A su juicio, parte de dicha normalidad se relaciona con las circunstancias que el flujo de capitales hacia Chile no se ha interrumpido y que los Fondos de Pensiones, ante la mayor incertidumbre externa, han retornado a Chile parte de sus inversiones, las que han efectuado principalmente en títulos públicos.

El señor Luis Óscar Herrera agrega que tampoco se advierten problemas de liquidez en el ámbito interno ni externo.

En materia de inflación, destaca que en el IPoM del mes de junio en curso se dejará claramente establecido que la evolución reciente de la inflación ha sido consecuencia de los cambios en los precios volátiles y no de una modificación de tendencia y que, por lo tanto, el mercado sigue ajustado, planteando algunos riesgos de mediano plazo.

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

Siendo las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 186, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y el Asesor de ese Ministerio señor Rodrigo Cerda.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado para esta oportunidad.

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

En lo referente a la economía internacional, señala que se han acentuado las tensiones en la Eurozona; que se han empeorado las condiciones financieras globales; y que los anuncios realizados el último fin de semana respecto de la capitalización de la banca española no han logrado restaurar la confianza de los inversionistas.



Agrega que en Estados Unidos de América, China, Brasil e India, entre otras economías, los indicadores económicos han mostrado un comportamiento más débil que lo anticipado; que los precios de las materias primas han experimentado nuevamente un retroceso generalizado y significativo, incluyendo el cobre, el petróleo y los alimentos; y que varios bancos centrales han impulsado políticas monetarias más expansivas, como en el caso de Australia, Brasil y China.

En lo concerniente a Chile, indica que el crecimiento de la actividad y la demanda continúan evolucionando en torno a tasas de tendencia; y que si bien el ritmo de crecimiento del empleo y de los salarios nominales se moderó en el mes de abril, las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas.

Asimismo, destaca que la inflación total fue menor que la expectativa de mercado para el mes de mayo, tanto por la incidencia negativa de algunos componentes volátiles como por la menor contribución de la inflación subyacente en su componente de bienes. Añade que todas las medidas de inflación subyacente se mantienen bajo 3% anual, y que las expectativas de inflación en el horizonte de política muestran un descenso, pero se mantienen en torno de la meta.

Hace presente, además, que las tensiones financieras externas se han manifestado en una depreciación del peso, en la caída de la bolsa local y en el aumento de los premios de financiamiento externo.

Por último, comenta que las expectativas de mercado para la TPM se han movido a la baja, descartándose alzas en el corto plazo; que en algunas mediciones se anticipa la posibilidad de recortes de dicha Tasa; y que con respecto a la presente Reunión, el consenso de los analistas espera una mantención de la tasa rectora.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que estos antecedentes llevan a proponer como única opción para la presente Reunión la mantención de la TPM en 5,00% anual, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, indica que en el IPoM de marzo se delineó un escenario externo caracterizado por un bajo crecimiento en las economías avanzadas, la continuación de las fricciones en los mercados financieros internacionales y términos de intercambio menores que los observados en el año 2011. Agrega que el escenario del IPoM del mes de junio de 2012 mantiene estos elementos, pero reconoce un deterioro mayor de las perspectivas para la Eurozona como consecuencia de la agudización de las tensiones fiscales y financieras en esa región, así como por la incorporación de algunos antecedentes más débiles respecto de la evolución reciente de Estados Unidos de América, China y otras economías emergentes. Manifiesta que de ello deriva una revisión a la baja de la proyección para el crecimiento de la economía mundial en los años 2012 y 2013, así como menores precios de las materias primas.

En el plano interno, deja constancia que en el IPoM de marzo de 2012 se señaló que la brecha de capacidad estaba cerrada, que el mercado laboral se encontraba en una situación estrecha y que, en consecuencia, la economía chilena debería continuar evolucionando en torno a su tendencia. Al respecto, hace notar que si bien las cifras de actividad del primer trimestre del presente año fueron algo más dinámicas que lo proyectado, lo que mantiene ajustado el nivel de uso de los recursos internos, la revisión de las proyecciones para el resto del año contempla un menor dinamismo en el segundo semestre del año, como consecuencia del impacto de la mayor incertidumbre y menor demanda externa.



Por su parte, menciona que en el citado IPoM de marzo se proyectaba que la inflación se situaría en la parte superior del rango de tolerancia en el primer semestre, particularmente, ante la incidencia de aumentos en los precios de combustibles. No obstante, informa que este riesgo de corto plazo ha desaparecido, tomando en cuenta la evolución reciente del precio internacional del petróleo y sus derivados, de los precios internacionales de alimentos, así como la evolución efectiva de los registros de inflación en Chile. Además, plantea que los indicadores de inflación subyacente, especialmente su componente de servicios y los salarios nominales, muestran mayor estabilidad, lo que tiende a validar el diagnóstico en cuanto a la situación de brecha de capacidad, sin perjuicio de tratarse de un factor que deberá seguir observándose.

El Gerente de División Estudios hace presente que se descarta la alternativa de aumentar la TPM, tomando en cuenta el agravamiento de las perspectivas internacionales y su eventual efecto en la economía chilena, al mismo tiempo que se observa una convergencia en el ritmo de crecimiento de la actividad y el empleo hacia tasas de tendencia; que la inflación subyacente muestra menores registros en meses recientes; y que el comportamiento reciente de los componentes más volátiles, relacionados con combustibles y alimentos, también contribuye a una reducción de los registros inflacionarios.

En lo atinente a la opción de mantener la TPM, señala que se justifica ya que su nivel actual está dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que la economía se encuentra con una situación de brecha cerrada e inflación en torno a la meta, lo que da tiempo y flexibilidad para esperar, como asimismo, acumular información respecto de la evolución de la situación externa y su impacto en la economía chilena. Además, resalta que la opción recomendada constituye la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que no debería tener mayor efecto sobre la evolución de la curva de tasas de interés.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su exposición indicando que sobre la base de las consideraciones expuestas, la Gerencia de División a su cargo propone al Consejo mantener la TPM en su nivel actual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín inicia su exposición mencionando que el escenario económico del último mes muestra una evolución macroeconómica positiva a nivel interno, aunque con algún grado de menor dinamismo en la actividad económica y una importante moderación de la inflación.

Sin embargo, destaca que el escenario externo se ha visto sacudido por temores que se han incrementado respecto a la situación de Europa. En efecto, plantea que esa región sigue deteriorándose, generando riesgos crecientes para la economía mundial, y que los mercados han mostrado importantes vaivenes debido al riesgo político en Grecia, dando pie a la posibilidad que ese país salga de la Zona Euro.

Por otra parte, advierte que los CDS españoles a 5 años se encuentran en su máximo histórico, en un contexto de desconfianza, pese al rescate de hasta €100.000 millones que serán suministrados por el *European Financial Stability Facility* y el *European Stability Mechanism*, desconociéndose aún en qué proporciones o cuál de los dos participará, para fines de la recapitalización de las instituciones financieras. Hace notar que aunque el mercado mostró inicialmente avances tras el anuncio, las bolsas han experimentado vaivenes importantes debido a la incertidumbre por el aumento de la deuda pública que genera este préstamo y las dificultades que se avizoran para realizar los ajustes fiscales requeridos para sanear las finanzas públicas del país, en un escenario de recesión y alto desempleo.



El Ministro de Hacienda comenta que las cifras del primer trimestre mostraron que la Zona Euro creció 0%, que Alemania lo hizo en 0,5%, mientras que Italia decreció 0,8%, siendo la tercera contracción consecutiva bajo esta medición. Agrega que España decreció 0,3%, la segunda variación negativa consecutiva, y que, en términos interanuales, la variación de la Zona Euro fue de -0,1%, tras el 0,7% del trimestre previo.

Hace presente que los datos sectoriales también dan cuenta de la situación contractiva por la que atraviesa la región. Al respecto, precisa que las ventas minoristas de abril decrecieron 2,5%, tras la caída de 0,2% del mes previo, y que la producción industrial disminuyó 2,3% en doce meses en igual mes, tras la contracción de 1,5% en marzo. Por último, añade que de acuerdo con el último Consensus Forecasts, correspondiente al mes de mayo, el PIB de la Zona Euro se contraería 0,4% este año, que Alemania crecería 0,8% y Francia 0,4%, mientras que Italia y España caerían 1,5% y 1,7%, respectivamente.

En lo referente a Estados Unidos de América, resalta que dicha economía exhibe síntomas de desaceleración. De hecho, especifica que el PIB del primer trimestre del presente ejercicio creció 1,9% respecto del trimestre anterior y en términos desestacionalizados, desacelerándose respecto del 3% del trimestre anterior. Por otra parte, informa que en el mes de mayo pasado, ese país creó solo 69.000 empleos, *versus* los 77.000 puestos generados en el mes anterior y los 143.000 del mes de marzo. Agrega que si bien el PMI manufacturero se ubicó en 53,5 puntos, manteniéndose en la zona de expansión, fue menor que los 54,8 del mes previo, y que las ventas mayoristas del mes de mayo se desaceleraron a 5,3%, desde un crecimiento anual de 5,6% el mes previo. En consecuencia, plantea que esa economía se mantiene creciendo, aunque a tasas bajas. Finalmente, destaca que la proyección de crecimiento de Consensus Forecasts para Estados Unidos de América es de 2,3%, superior al crecimiento de 1,7% del año 2011.

En cuanto a la economía de China, señala que a pesar de algunos reportes positivos en el mes de mayo pasado, sigue mostrando signos de desaceleración. En ese sentido, especifica que la producción industrial creció 9,6% en doce meses durante dicho mes, tras un 9,3% en abril y un 11,9% en marzo, mientras que las ventas minoristas se desaceleraron, creciendo 13,8% en mayo, luego de hacerlo 14,1% en el mes previo y 15,2% en marzo. Hace notar que si bien las exportaciones se aceleraron, alcanzando un crecimiento de 15,3% en mayo, tras un 4,3% en abril, ello no logra revertir la tendencia a la baja del sector externo.

Por otro lado, menciona que la inflación de mayo se ubicó en 3% en doce meses, manteniéndose por debajo del objetivo anual de 4% planteado por las autoridades para el presente año 2012. En consecuencia, subraya que las cifras muestran una economía que sigue creciendo en forma robusta, aunque se desacelera. Acota que de acuerdo con el último Consensus Forecasts, el crecimiento proyectado para China en el año 2012 es de 8,3%, inferior al 9,2% de 2011.

De esta forma, concluye que los riesgos de un empeoramiento del escenario económico en la Zona Euro se han incrementado, así como la posibilidad de un contagio mayor hacia otras regiones del mundo, lo cual ha impactado a los mercados de *commodities*.

Finalmente, agrega que desde la última Reunión de Política Monetaria, el precio del cobre ha caído poco más de 4%, mientras que el del petróleo Brent ha descendido en torno a 12%.

El señor Felipe Larraín consigna que en el ámbito interno, la actividad económica se desaceleró en el mes de abril, alcanzando un crecimiento de 4,8%, tras el 5% de marzo y el 6,6% de febrero; y que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile, las expectativas de crecimiento para este año también se desaceleraron, esperándose un crecimiento de 4,7%, inferior al 4,8% de la Encuesta del mes anterior.



Además, plantea que las ventas del comercio al por menor registraron una nueva desaceleración en abril pasado, con un crecimiento de 7,1% en doce meses, contrayéndose respecto al 9,2% de marzo y el 12,4% de febrero, lo que muestra un menor crecimiento del consumo.

Precisa que el sector externo está siendo claramente afectado por la situación internacional. Sobre el particular, indica que el valor de las exportaciones de bienes a Europa disminuyó 18,7% en doce meses en el mes de abril, siendo la quinta caída consecutiva, y que las exportaciones a China también se han desacelerado en forma importante, con una disminución de 0,7% interanual en abril, tras cifras de -3,6% en marzo y 29% positivas en febrero.

Por otra parte, destaca que el mercado laboral continúa mostrando signos de dinamismo, aunque exhibe una desaceleración respecto del resultado de los meses anteriores, por cuanto el empleo creció 2,4% en el trimestre febrero-abril, tras el 2,7% del trimestre móvil anterior. Con todo, resalta que la tasa de desempleo se situó en 6,5%.

Añade que los salarios nominales se desaceleraron en el mes de abril, con un incremento anual de 6,1%, frente al 6,6% del mes previo, y que, de esta manera, siguen creciendo en línea con la productividad media.

En este contexto, señala que la medición de inflación registró una nueva desaceleración en el mes de mayo, llegando a 3,1% en doce meses. Enfatiza que constituye una importante desaceleración, desde el 3,5% del mes previo y el 4,4% de febrero pasado. Asimismo, precisa que la inflación mensual fue de 0%, influida por la moderación de los precios de alimentos y la gasolina, que la división de alimentos y bebidas alcohólicas registró una variación mensual de -0,6%, mientras que la gasolina anotó una disminución mensual de 1,5%.

El Ministro de Hacienda destaca que de acuerdo con la última encuesta del Banco Central de Chile, la inflación se ubicaría en 3% anual al término del año 2012, disminuyendo respecto al 3,3% del mes anterior. Agrega que para fines del año 2013, las expectativas se mantienen ancladas en 3% anual y que, de igual forma, las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles de 2,53%, mostrando una disminución de 13 puntos base desde la última Reunión de Política Monetaria.

En su opinión, en este escenario parece que lo más conveniente es adoptar una actitud de cautela, manteniendo la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Argumenta que si bien la economía chilena continúa robusta, existen indicios de desaceleración, en especial, en el sector exportador de la economía nacional. Además, señala que si se considera el empeoramiento del escenario internacional que se ha configurado en los últimos días, resulta necesario mantener la pausa para seguir acumulando información acerca del escenario externo y su impacto en la economía nacional.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

Al proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara inicia el proceso de votación de la Opción planteada por el Gerente de División Estudios y, en primer lugar, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa su agradecimiento a la Gerencia de División Estudios por el análisis efectuado por su *staff* y sus recomendaciones, ya que, en su opinión, el seguimiento cuidadoso y la interpretación de los eventos que ha realizado han sido importantes para la correcta visualización del panorama económico.



El señor Joaquín Vial plantea que en esta ocasión, lo más destacable es el fuerte deterioro de la situación económica en Europa, donde el costo de financiamiento de la deuda soberana de España ha alcanzado niveles muy cercanos a aquellos que dieron origen a programas de rescate en Grecia, Irlanda y Portugal. Subraya que ello ocurre a pesar del acuerdo logrado hace menos de una semana para dar apoyo financiero para la recapitalización del sistema bancario español. Indica que con ello, la situación europea está a punto de pasar un umbral que la transformaría en una crisis regional, que va más allá de un problema acotado a países periféricos.

El señor Joaquín Vial hace presente que los mercados de activos financieros y los precios de materias primas han reaccionado a este nuevo escenario con correcciones significativas, destacándose, por su importancia para Chile, la caída del precio del cobre a niveles de US\$ 3,4 la libra.

Sin embargo, manifiesta que hasta el momento, este deterioro de Europa ha tenido repercusiones acotadas, sin que se haya traducido en restricciones de crédito a nivel global.

En relación con la economía chilena, señala que lo que más llama la atención es que tanto la actividad como la inflación mantienen sus tendencias previas, sin mostrar síntomas evidentes de contagio. De hecho, menciona que la economía nacional sigue creciendo a tasas cercanas a las del PIB potencial, con una demanda interna que converge gradualmente a esas tasas, mientras que el empleo y los salarios siguen mostrando una fortaleza significativa. Agrega que la inflación ha sorprendido con registros mensuales algo más bajos que lo esperado, básicamente por la reversión de choques transitorios ocurridos en meses anteriores, pero sin que por ello cambie su tendencia en el horizonte relevante para la política monetaria.

Acota que dentro de este cuadro relativamente tranquilizador se observa, sin embargo, una caída significativa en el superávit comercial como resultado de la fuerte expansión de la demanda interna. Al respecto, sostiene que si bien no representa un problema en las condiciones actuales, podría convertirse en un factor relevante para las decisiones de política económica en la eventualidad de un mayor deterioro de la situación internacional, por lo que es necesario hacer un seguimiento cercano a la evolución de esta variable en los meses venideros.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Joaquín Vial estima que lo más adecuado en la actual coyuntura es mantener la TPM en 5%, tal como lo recomienda el *staff*.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Consejero señor Joaquín Vial y, a continuación, concede la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en su opinión, existen antecedentes tanto internos como externos que sugieren mantener la TPM en 5% anual, en coherencia con la propuesta de la Gerencia de División Estudios.

El señor Sebastián Claro consigna que la situación en Europa se ha deteriorado en forma significativa, especialmente en España; que las cifras económicas, así como el anuncio del fin de semana pasado sobre financiamiento europeo, han dado cuenta de una realidad en su sistema bancario de muy difícil solución, con altos costos de financiamiento del gobierno y dudas sobre la cartera de los bancos que se profundizan ante un escenario de recesión prolongada; y que si bien el reconocimiento por parte de las autoridades españolas de esta situación constituye un primer paso, es lejos de ser suficiente. A su juicio, ello no solo abre serias dudas sobre el futuro de la situación económica en Europa y del mismo euro, sino que a ello deben sumarse los graves problemas arrastrados por Grecia hace varios meses o trimestres, que podrían desencadenar fuertes ajustes en el corto plazo.



En lo concerniente a la economía de los Estados Unidos de América, indica que su recuperación continúa su curso a un ritmo lento, aunque sus autoridades han dado señales de preocupación por el impacto que los sucesos en Europa eventualmente pudieran tener sobre su dinamismo.

En cuanto a China, menciona que persisten las señales de desaceleración de su economía, pero que por ahora sigue siendo válido un escenario de crecimiento en torno al 8% anual, no muy distinto del que se preveía anteriormente.

El Consejero señor Sebastián Claro considera que las dificultades en Europa siguen dominando el sentimiento en los mercados internacionales, lo que se ha traducido en importantes cambios en precios de activos financieros en el mundo, así como de las materias primas. Destaca, en especial, el petróleo, que ha tenido un ajuste importante, anticipando la debilidad mundial, así como el cobre, que también ha experimentado un ajuste, aunque algo más acotado, quizás reflejando la percepción de mayor fortaleza de la economía china.

Hace presente que aparte del impacto directo de las fluctuaciones de los precios de los *commodities*, la volatilidad externa ha tenido efectos acotados en los mercados financieros domésticos. En este sentido, señala que si bien el tipo de cambio ha fluctuado bastante, se mantiene hoy en niveles similares a los de la RPM anterior, así como también las tasas de interés de los papeles libres de riesgo de diferentes plazos. Añade que las primas por riesgo en bonos corporativos y colocaciones bancarias muestran algún movimiento al alza, heterogéneo entre productos, plazos y deudores, pero, en general, en dimensiones acotadas y coherentes con una mayor prevención por los eventos externos.

Asimismo, destaca que la actividad en Chile ha continuado dinámica y que no es muy diferente de lo proyectado anteriormente. A su vez, indica que la demanda interna mantiene su fortaleza, especialmente la construcción.

Comenta, además, que si bien el dinamismo del mercado laboral continúa, ha ido normalizándose, y que la masa salarial crece a tasas en torno a lo que podría calificarse como de tendencia, en torno a 5% real. En su opinión, ello, junto con el menor dinamismo de los créditos de consumo, justifica las perspectivas que subyacen al análisis de esta Reunión y del IPoM de junio que se difundirá la próxima semana, en torno a un crecimiento normal del consumo hacia adelante. En todo caso, estima que este fenómeno debe monitorearse, dados los evidentes riesgos que provienen del exterior.

Por otra parte, recalca que la inflación fue algo menor que la esperada y que las perspectivas de corto plazo se han corregido a la baja. No obstante, considera que en una perspectiva de mediano plazo, no existen elementos que justifiquen una desviación relevante de la inflación respecto al 3% anual, salvo, obviamente, que se materialicen graves problemas en Europa o que, en el caso opuesto, se calme la situación en el mundo desarrollado y lleve a la economía chilena a retomar un dinamismo mayor que el actual de manera sostenida.

Por ahora, piensa que es conveniente que la política monetaria mantenga una posición más bien neutral y que se observen de cerca los fenómenos externos. A su juicio, parte del ajuste que se proyecta en la economía, tanto en actividad, demanda y condiciones de financiamiento, son saludables y reflejan un ambiente externo de mayor incertidumbre. Por lo tanto, considera que si se pretendiera compensar con política monetaria cada movimiento observado, se podría terminar introduciendo mayor volatilidad.

En ese sentido, el Consejero señor Sebastián Claro es de opinión que se fortalece la decisión de mantener la TPM hoy día en 5% anual y de mantener, asimismo, un sesgo de neutralidad hacia adelante, por lo que su voto refleja esa decisión.



El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al Consejero señor Sebastián Claro y, prosiguiendo con la votación, concede la palabra al Consejero señor Enrique Marshall.

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión.

Indica que se llega a esta RPM pocos días antes de entregar el próximo IPoM, lo que confiere la ventaja de contar con un análisis más completo sobre el escenario que se enfrenta, incluidas las proyecciones de corto y mediano plazo.

El señor Enrique Marshall señala que los antecedentes recogidos en el curso del último mes tienden a confirmar el debilitamiento y la pérdida de impulso de la economía mundial. Hace notar que ello se manifiesta muy generalizadamente, pero con grados de intensidad que varían según regiones o países, dependiendo de consideraciones cíclicas o estructurales.

Asimismo, menciona que los mercados financieros siguen denotando una marcada preocupación, lo que se expresa en volatilidad y primas de riesgo muy superiores a las normales, y que a ello se agrega la tendencia al fortalecimiento del dólar.

Destaca, además, que la crisis europea continúa siendo el principal foco de incertidumbre. En este sentido, manifiesta que el recientemente anunciado rescate a la banca española no ha tranquilizado a los mercados. En su opinión, el camino de salida para España y Europa en general, se percibe todavía como muy complejo y que sigue presente la posibilidad de enfrentar nuevos deterioros e incluso desenlaces extremos.

Indica que la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes se reafirma y despierta inquietud por sus implicancias para el crecimiento global. A su juicio, ello ha puesto de relieve, al mismo tiempo, la existencia de problemas o desequilibrios poco perceptibles en la fase ascendente del ciclo económico, que podrían tener consecuencias relevantes.

Coherente con lo anterior, señala que los precios de las materias primas han comenzado a moverse en rangos bastante más bajos que los considerados algunos meses atrás. Hace presente que si bien este ajuste ha reducido las presiones sobre la inflación a nivel mundial, ha hecho surgir cierta inquietud en las economías exportadoras de materias primas, que se han acostumbrado a precios relativamente altos.

En lo concerniente al frente interno, plantea que el panorama para la actividad no ha cambiado sustancialmente. Al respecto, sostiene que si bien el último IMACEC estuvo por debajo de lo anticipado por el mercado, más allá de variaciones o fluctuaciones puntuales, el diagnóstico que permanece vigente es el de una economía que normaliza su ritmo de crecimiento y que se aproxima a tasas de expansión de tendencia.

Manifiesta que es difícil saber si el deterioro del escenario externo ha contribuido a la desaceleración interna. A su juicio, el punto relevante, en todo caso, es cuánto impactará hacia adelante y que la incertidumbre es alta respecto de ello.

Añade que la demanda se ha desacelerado y que ha comenzado a exhibir tasas de expansión próximas a las de la actividad; que el gasto en consumo se ha moderado en línea con la evolución de la masa salarial; y que también ha contribuido a ello el ajuste observado en el mercado de los créditos de consumo. Con todo, considera que el comportamiento del gasto requiere un atento seguimiento.



Hace presente que coherente con lo anterior, las condiciones laborales no se han seguido estrechando, mientras que las remuneraciones han moderado su ritmo de expansión.

En materia de inflación, destaca que el panorama de corto plazo ha vuelto a mejorar. De hecho, especifica que el último registro mensual sorprendió a la baja; que con ello, la trayectoria inflacionaria se ha ubicado claramente por debajo de lo anticipado y ha seguido una clara convergencia a la meta; y que los mismos componentes del IPC que llevaron en su momento la inflación al límite superior del rango meta, están operando ahora en sentido contrario y contribuyendo a una convergencia más rápida que la anticipada.

Sin embargo, advierte que el panorama de mediano plazo no ha cambiado, teniendo presente la estrechez de capacidad con que opera la economía y las perspectivas de crecimiento contempladas en el escenario más probable.

Por último, indica que las expectativas de inflación de corto plazo se han seguido ajustando a la baja, mientras que las de mediano plazo han sufrido cambios menores y permanecen en tomo de la meta. Congruente con ello, comenta que el mercado tiende a ver una trayectoria relativamente estable para la TPM en el curso de los próximos meses.

EL Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que con los antecedentes expuestos fluye con claridad que la opción más adecuada es la de mantener la TPM en su actual nivel. A su juicio, son varios los argumentos que pueden ser esgrimidos en favor de dicha opción.

En primer lugar, señala que la TPM se ubica en la parte inferior de un rango de valores neutrales estimados con distintas metodologías. Plantea que si bien es posible que dicho rango se haya desplazado transitoriamente hacia abajo debido a las condiciones en que se desenvuelve la economía mundial, en ningún caso una tasa del 5% debería estar a mucha distancia de niveles neutrales. En su opinión, todo ello brinda holgura para no innovar.

En segundo término, indica que el deterioro ya observado y los riesgos que siguen presentes para la economía mundial deben ser sopesados con el estado del ciclo interno y su evolución proyectada. Estima que lo expresado plantea la necesidad de proceder con mucha prudencia, ya que el principal riesgo es tener que revertir decisiones adoptadas con premura, con los siguientes efectos adversos sobre las expectativas y la confianza del mercado en el accionar de la política monetaria. En su opinión, mientras no se tenga mayor claridad sobre la evolución del escenario interno, la estabilidad de la TPM parece una buena opción de política. Acota que ello en ningún caso cierra la posibilidad de reaccionar con prontitud si las condiciones cambian y, sobre todo, si lo hacen abruptamente.

Por último, sostiene que un curso de acción distinto sería sorpresivo para el mercado y probablemente difícil de asimilar.

En virtud de lo expuesto precedentemente, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la tasa en su actual nivel del 5% anual y por no introducir cambios significativos en el tenor del Comunicado, a la espera de lo que se informará en el IPoM.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al Consejero señor Enrique Marshall y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, que en esta oportunidad se ha beneficiado con la cercanía del próximo IPoM, e indica que también hace suya la lista de antecedentes nuevos respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, a lo cual agrega los siguientes comentarios.



Respecto de la economía internacional, señala que lo más preocupante es que ha aumentado la probabilidad de una salida desordenada a la crisis del euro. En este sentido, recalca que el riesgo soberano de España ha llegado a su máximo en días recientes y que el paquete de ayuda para la banca no da cuenta de los riesgos fiscales que todavía están presentes. Asimismo, plantea que Italia, que es un país que no tiene grados de libertad fiscales para poder enfrentar problemas en su banca, ha estado siguiendo a España y que la correlación es hoy día cercana a uno con esa economía. Enfatiza que el problema radica en que Italia es el país que tiene la deuda pública más alta de la Zona Euro y que uno de sus principales acreedores son los bancos franceses, con lo cual un eventual contagio a Italia necesariamente llevará consigo el contagio de Francia si es que no son detenidos antes. En este contexto, manifiesta que si se diera este escenario, existe la duda en cuanto a que las economías más fuertes de la Zona podrían sostener la estabilidad de su sistema de pagos.

Agrega que la evidencia reciente muestra que el *spread* soberano de Alemania ha estado exhibiendo mayor volatilidad y que esa volatilidad se encuentra también altamente correlacionada con la de sus socios de la periferia y con la de Francia. En su opinión, ello apunta a que está latente un problema sistémico, que podría desencadenarse. Reitera que el expuesto es un escenario cuya probabilidad ha aumentado y que si bien no es el más probable, resulta lo suficientemente catastrófico como para tener repercusiones más allá de la Zona Euro. Hace notar que así lo refleja, por lo demás, el comportamiento de una serie de otras economías fuera de esa región.

En lo referente a la economía nacional, el Vicepresidente señor Manuel Marfán subraya que quizás como nunca se encuentra ubicada en lo que podría llamarse un equilibrio estacionario, con las brechas cerradas, pleno empleo, inflación en torno a la meta y la demanda creciendo en torno a su tendencia de largo plazo. Resalta que ello contrasta evidentemente con los riesgos que existen en el resto del mundo.

Añade que la política fiscal ha mantenido su apego a la regla fiscal, lo cual le parece altamente conveniente. Sin embargo, a su juicio, el sector privado no aparece otorgando importancia o reaccionando frente a la gravedad de los acontecimientos que ocurren en Europa.

Por otra parte, el señor Manuel Marfán destaca que la inflación reciente ha estado dando cuenta de sorpresas a la baja por el comportamiento de los precios de combustibles y alimentos principalmente. Al respecto, recalca que así como en otras oportunidades se ha comentado, cuando estas mismas sorpresas son en la otra dirección no necesariamente afectan la convergencia a la meta inflacionaria en el horizonte habitual de política, en tanto sean efectos que se producen por una sola vez.

De este modo, manifiesta que la Encuesta de Expectativas Económicas, que constituye principalmente la opinión de los analistas, predice una mantención de la TPM durante los próximos meses. En su opinión, ello está reflejando, en mayor medida, lo que puede ser un escenario futuro más probable. Agrega a todo lo anterior, que se han disipado los riesgos al alza de la actividad interna, señalados en el IPoM del mes de marzo.

En mérito de los fundamentos expuestos, el Vicepresidente señor Manuel Marfán declara compartir la opinión del *staff* en cuanto a que, en esta oportunidad, la decisión correcta es la de mantener la TPM en su nivel actual del 5% anual, con un sesgo neutral para las próximas decisiones.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece lo expresado por el Vicepresidente señor Manuel Marfán e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis expuesto precedentemente.



Destaca que desde la última RPM, las tensiones financieras en Europa han continuado aumentando, a pesar del anuncio de un paquete de apoyo a la banca española de €100 billones. En este sentido, manifiesta que la indefinición con respecto a sus detalles se tradujo en que el nerviosismo de los mercados se incrementara en relación a la viabilidad de dicho plan. Hace notar que ello, a su vez, tuvo efecto en otros países de la Zona Euro, en particular en Italia, país que es de gran importancia por su tamaño y niveles de deuda.

Indica que a lo anterior se suma que varias economías emergentes de importancia, como Brasil, India y China, están mostrando señales de desaceleración que de profundizarse y/o mantenerse, pueden significar una reducción del principal impulso que hoy tiene la economía mundial. Agrega que el precio de las materias primas ha caído y que varias economías han impulsado políticas monetarias más expansivas.

Con respecto a Chile, consigna que el crecimiento sigue relativamente fuerte, aunque con señales de desaceleración, al igual que la demanda interna, y que ambas evolucionan de acuerdo a la tendencia. Acota que el desempleo sigue bajo, aunque no se aprecian en el margen tensiones adicionales a las ya conocidas en este mercado.

En materia de inflación, señala que ha sido baja en los últimos meses, lo que la ha llevado en doce meses a cerca de 3% anual, antes de lo pronosticado en el IPoM de marzo último. En este sentido, destaca la baja en los alimentos y combustibles, y más aún, recalca que el que sigan bajando hace prever que la inflación en el corto plazo seguirá esa tendencia, más allá de que siguen existiendo riesgos a mediano plazo por la estrechez del mercado laboral y el cierre de brechas de capacidad. Añade que las mediciones subyacentes siguen levemente por debajo de la meta y que las expectativas a todos los plazos han vuelto a esta cifra.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que todo lo anterior deja en evidencia que hay dos fuerzas opuestas operando sobre la economía chilena, por un lado, el escenario externo con efectos negativos y, por otra parte, una demanda interna y un mercado laboral con dinamismo que empujan la actividad doméstica. Resalta que en los últimos meses, lo primero, esto es el escenario externo, ha ido cobrando creciente relevancia.

Por lo tanto, indica que la opción que plantea el *staff* es la adecuada. Sostiene que en las actuales circunstancias, mantener la TPM en su nivel actual es lo óptimo, mientras se sigan dilucidando los eventos externos y sus implicancias sobre la economía doméstica.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que en mérito de los fundamentos expuestos, su voto es por mantener la TPM en 5% anual. Asimismo, sugiere mantener el tono y la neutralidad en el sesgo del Comunicado anterior.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,0% anual.

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

186-01-120614 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,0% anual.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comunicado

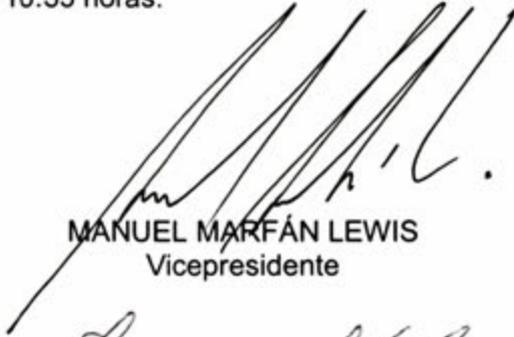
"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

En el ámbito externo, los problemas financieros y fiscales de la Eurozona continúan acentuándose y la incertidumbre acerca de cómo se resolverá esta situación es mayor. En los mercados globales, la volatilidad y aversión al riesgo se han incrementado nuevamente. Los indicadores económicos de Estados Unidos, China y otras economías emergentes siguen mostrando un desempeño más débil que lo anticipado por las expectativas de consenso. Los precios internacionales de las materias primas, incluyendo cobre, petróleo y alimentos, registran una nueva disminución, aunque su nivel sigue siendo elevado en términos históricos.

En el plano local, los indicadores de actividad y demanda evolucionan en torno a tasas de tendencia. El mercado laboral sigue ajustado, aunque se observa una moderación en el ritmo de crecimiento del empleo. La inflación anual del IPC y las medidas de inflación subyacente se ubican alrededor de 3%. En los últimos meses, los componentes más volátiles de la canasta muestran una incidencia negativa en el IPC, a diferencia de lo observado en el primer trimestre del año. Las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta en el horizonte de proyección. Los efectos de la mayor volatilidad internacional sobre los mercados financieros internos han sido acotados.

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."

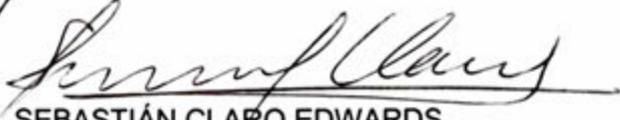
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:35 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



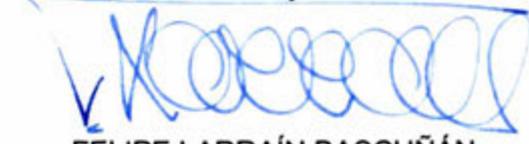
RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



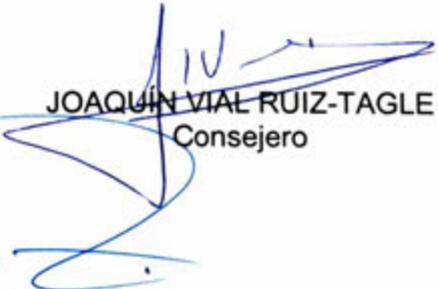
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe