



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 199 celebrada el día jueves 13 de junio de 2013

En Santiago de Chile, a 13 de junio de 2013, 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 Subrogante,
don Francisco Ruiz Aburto ;
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;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia,
doña Erika Arraño González;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Economista Senior,
doña Ivonne Vera Reichert;
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° 199, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2013, se celebre el día jueves 12 de ese mes.



Asimismo, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín ha informado que asistirá a esta Sesión de Política Monetaria 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 las principales noticias que han tenido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que el Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos de América señor Ben Bernanke destacó que el estímulo monetario ha contribuido a la recuperación de la economía e informó también que la disminución del ritmo de compra de activos dependerá del desempeño del empleo. El mercado, por su parte, estima que el proceso de moderación del estímulo monetario se adelantaría en relación con lo previsto hace algunos meses, pero en forma más pausada.

En lo concerniente a la Zona Euro, comenta que Alemania y Francia presentarán una iniciativa en la próxima Cumbre del G8 tendiente a estimular la competitividad, el crecimiento y la creación de empleo para jóvenes, y además promoverán acelerar la unión bancaria. Agrega que la Comisión Europea podría convertirse en la autoridad que decidirá sobre la insolvencia de los bancos y que Letonia ingresaría a la Zona Euro en el año 2014.

Indica que en Italia, la coalición encabezada por el Primer Ministro señor Enrico Letta ha recibido el apoyo ciudadano tras ganar las recientes elecciones municipales, lo que constituye un buen estímulo, ya que la tensión política en ese país comienza a mostrar señales de moderación.

Añade que Japón ha adelantado el plan para liberalizar y aumentar la inversión en sectores tales como el energético, farmacéutico y de infraestructura; no obstante, el mercado recibió este anuncio con decepción, por cuanto esperaba mayores detalles sobre el mismo.

Por último, menciona que en Argentina se promulgó la ley que permite el blanqueo de capitales en moneda extranjera que no hayan sido declarados.

En cuanto a los hechos destacados en materia de mercados financieros, plantea que las bolsas mundiales experimentaron un retroceso relativamente importante; que aumentaron las tasas de interés de largo plazo ante expectativas en orden a que la Reserva Federal comience a moderar su política de estímulo monetario antes de lo previsto; y que a ello se suman cifras de actividad más débiles, especialmente en economías emergentes, no así tratándose de Estados Unidos de América y Europa.

En segundo término, destaca la salida de capitales de las economías emergentes tanto en renta fija como variable y que en Estados Unidos de América, los no residentes han reducido sus inversiones en bonos norteamericanos.

Por otra parte, los bancos centrales de Europa, Japón, Inglaterra, Canadá, Australia y México no modificaron sus respectivas tasas de política monetaria, TPM; que se han observado algunos recortes en países de Europa emergente, Tailandia e Israel, y en este último caso mayor que lo anticipado; Brasil elevó su tasa de política monetaria en 50 puntos base y que, asimismo, Indonesia acordó en el día de hoy un incremento de 25 puntos base. Hace notar que esta última economía atraviesa por un ciclo distinto de las demás economías



emergentes, ya que se espera una expansión en materia de crecimiento superior al 6% para el presente año, en circunstancias que su inflación alcanza a una cifra en torno a 5,5% en doce meses, algo inferior que su límite máximo de 6%, pero continúa aumentando.

Asimismo, menciona que Standard & Poor's podría rebajar la calificación de riesgo de Francia, actualmente de AA+, en caso que no cumpla las metas de reducción de deuda pública; que Moody's mejoró las perspectivas del sistema bancario norteamericano de negativas a estables; que mejoran las perspectivas de riesgo para India; y que, por el contrario, para Brasil se observa un deterioro, lo que ha incidido en los indicadores financieros de esa economía.

Por último, consigna que Brasil suprimió el impuesto de 6% sobre los ingresos de capitales extranjeros destinados a inversiones en renta fija, y que en el día de hoy anunció que eliminará además el impuesto sobre las transacciones de derivados de monedas para fines de frenar la significativa depreciación que ha mostrado el real brasileño.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* financiero que se contiene en la lámina N° 4 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; tasas de interés a 10 años; como asimismo, *spreads* y CDS *spreads* respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2003 y el de junio del año en curso.

Destaca que los mercados bursátiles exhiben cierta heterogeneidad. En este aspecto, precisa que las bolsas de valores de las economías desarrolladas exhiben rendimientos relativamente positivos, especialmente en Estados Unidos de América y Alemania, y en menor grado en las economías de la periferia de Europa.

En materia de volatilidad, plantea que el VIX ha tendido a subir en Japón y que se ha mantenido en Estados Unidos de América. Agrega que los *spreads* exhiben recientemente un grado de deterioro.

El señor Sergio Lehmann presenta en esta oportunidad un análisis más detallado sobre Japón. Al efecto, expone los gráficos que se contienen en la lámina N° 5 de la presentación, referidos a cuatro variables relevantes para dar cuenta del escenario financiero de esa economía.

En primer término, hace referencia al mercado bursátil, específicamente al índice Nikkei 250, que muestra un aumento significativo durante el año 2013 y alguna reversión en las últimas semanas. Indica que la volatilidad de este índice alcanza en la actualidad niveles excepcionales, en torno a 40%, lo que supera ampliamente el promedio correspondiente al período comprendido entre el año 2000 y mediados del mes en curso.

En cuanto a la tasa de interés a 10 años, resalta su notable disminución con motivo del anuncio de las políticas de estímulo a esa economía, y que a partir de esa fecha se ha mantenido con cierta volatilidad en niveles levemente más elevados en razón de señales contradictorias entregadas por el propio Consejo del Banco de Japón. Agrega que su volatilidad también ha aumentado, alcanzando niveles en torno a 50%.

El señor Sergio Lehmann agrega que este fenómeno de volatilidad también se observa en otras variables, tales como el tipo de cambio, donde alcanza un nivel claramente elevado, en torno a 14%, superior al promedio histórico y a los niveles normales de 9%, aproximadamente.



El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su prevención en lo referente al alza exhibida por la bolsa japonesa, la caída de sus tasas de interés y la apreciación del yen producto de las medidas de estímulo antedichas, ya que tuvieron un efecto que se prolongó únicamente por dos semanas, por cuanto transcurrido ese lapso dichas variables han tendido a revertirse.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera plantea que estos retrocesos responden a declaraciones contradictorias emitidas por parte del Banco de Japón y a una implementación errática de su programa de estímulo monetario.

El Gerente de División Operaciones Monetarias señor Beltrán de Ramón deja constancia que el Banco de Japón se comprometió a subir la inflación a 2% anual, de manera que en su opinión, es razonable que las tasas de interés de corto plazo aumenten y que disminuyan las de largo plazo, que estaban en niveles más altos. En consecuencia, no se trataría necesariamente de un programa que presente problemas de credibilidad, sino que está demostrando ser coherente con dicho objetivo.

El señor Sergio Lehmann concluye el análisis referido a Japón indicando que desde comienzos del presente año, a propósito de los programas de estímulo y las señales entregadas por el nuevo gobierno, los japoneses han reducido sus inversiones en el exterior y, por lo tanto, han ingresado capitales nipones a esa economía.

Al proseguir con su presentación, manifiesta que los CDS soberanos muestran incrementos, los que son especialmente importantes en Japón, relacionados con la preocupación sobre la situación de la deuda pública de esa economía. Agrega que también se advierten aumentos significativos en las economías de la periferia europea y en las economías emergentes, particularmente en Brasil, y en alguna menor medida en los países exportadores de *commodities*, tales como Australia y Nueva Zelanda.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que los CDS de Chile subieron desde 70 a 100 puntos base, y que los de México y Brasil también exhiben fuertes alzas, alcanzado a 200 y 250 puntos base, respectivamente.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que los *spreads* de Australia y Nueva Zelanda han sido algo menores que los registrados en Chile, pero que la diferencia entre ellos se ha acrecentado en las últimas semanas, ya que el aumento de los *spreads* de Chile ha sido mayor que los de esas economías.

Con motivo de sendas solicitudes planteadas sobre esta materia por el Presidente señor Rodrigo Vergara y el Vicepresidente señor Manuel Marfán, se determinó que se proporcione a los señores Consejeros un gráfico que dé cuenta de la evolución reciente de los *spreads* de Australia, Nueva Zelanda y Chile.

En lo atinente a los *spreads* bancarios, el señor Sergio Lehmann comenta que los aumentos han sido más acotados, pero en todo caso superiores tratándose de los bancos de la periferia europea.

En relación con los mercados bursátiles, hace presente que las bolsas de valores se han movido a la baja y con especial fuerza en las economías emergentes y Japón, que exhibió alzas que no parecían sustentarse en los fundamentos de esa economía. Añade que las bolsas de valores estadounidense y alemana han experimentado movimientos bastante acotados, mientras que en el caso de las de economías emergentes, las caídas han sido especialmente significativas, sobre todo en Brasil.



A continuación, exhibe las gráficas que se contienen en la lámina N° 9 de la presentación, que dan cuenta en detalle de los movimientos de las bolsas y de los CDS desde la última RPM, así como en el presente año.

En este aspecto, destaca la caída generalizada de las bolsas de valores mencionadas, con la sola excepción de la bolsa de valores polaca. Hace notar que estos ajustes han sido especialmente importantes en Turquía, Brasil, Australia y Chile, y menores en Estados Unidos de América, Alemania y las economías desarrolladas. Agrega, que en este año solo las bolsas de valores de estos dos últimos países, la Zona Euro, el Reino Unido y Japón acumulan resultados positivos.

En cuanto a los CDS, resalta su aumento en prácticamente todas las economías analizadas, tanto respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior como también al 31 de diciembre último, salvo en el caso de Estados Unidos de América, Alemania y la Zona Euro. Añade que en Estados Unidos de América, estas disminuciones son acordes con una lectura más positiva de su situación económica y fiscal.

En materia de tasas de interés, consigna que aquellas de largo plazo han subido en forma considerable, especialmente en Estados Unidos de América, donde se han incrementado por sobre el 2%. Tratándose de las tasas de interés a dos años, señala que los movimientos son algo más significativos en Europa y bastante menores en Estados Unidos de América, en concordancia con la visión que la *Fed funds rate*, esto es, la tasa de los fondos federales, se mantendrá en niveles relativamente bajos al menos en los próximos doce meses.

El Consejero señor Sebastián Claro observa que el alza de las tasas de interés en Francia y Alemania a dos años plazo es muy superior a la de la tasa norteamericana a igual plazo. En su opinión, el incremento de esta última daría cuenta de un cierto grado de recuperación de esa economía, mientras que a su vez tratándose del alza de la tasa de interés en Francia, reflejaría una lenta recuperación y problemas fiscales en dicho país.

El señor Sergio Lehmann hace presente que las clasificadoras de riesgo han formulado advertencias acerca de la situación fiscal francesa. En materia de indicadores de actividad, en cambio, las cifras son positivas en el margen, más allá de que su crecimiento ha sido revisado al alza para el presente año en razón de algunos indicios sobre expectativas más alentadoras en los próximos meses.

En relación con las tasas de interés de economías emergentes, específicamente de Perú, Colombia, Brasil, México, República de Corea e Indonesia, destaca los notorios aumentos de sus tasas de interés a 10 años en moneda local. Además, precisa que los ajustes al alza han sido aún más importantes en aquellos países en que existe una mayor participación de extranjeros en el mercado local, tales como en Perú, México e Indonesia.

En materia de flujos de capitales, consigna el egreso considerable que se ha producido en América Latina, tanto en lo concerniente a acciones como bonos, en especial durante esta última semana. Por su parte, en las economías desarrolladas, luego de haber mostrado un gran aumento de flujos de no residentes, se advierte en la última semana una salida de capitales desde Estados Unidos de América, asociada fundamentalmente a bonos.

En lo atinente a las intervenciones cambiarias, el señor Sergio Lehmann señala que Colombia ha mantenido su programa de compra de divisas; que Perú dejó de intervenir hace varias semanas; y que Brasil lo ha efectuado en sentido contrario y en forma esporádica, con el objeto de moderar la depreciación de su moneda. Añade que Corea figura menos activa en el mercado cambiario, de acuerdo con la información que se ha obtenido.





A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, menciona que el PIB de Estados Unidos de América correspondiente al primer trimestre del año alcanzó a 2,4% trimestre a trimestre anualizado, en línea con lo esperado e impulsado fundamentalmente por el consumo privado. Agrega que continúa la recuperación del mercado inmobiliario; que el desempleo aumentó a 7,6%, con motivo de una creación de empleo mayor de lo anticipado y, a su vez, un incremento de la fuerza de trabajo; y que el *Beige Book* refleja que la economía se ha expandido con moderación.

En segundo lugar, hace presente que en igual período, el PIB de la Zona Euro fue de -0,8% trimestre a trimestre anualizado, también acorde con lo proyectado; que la inversión, exportaciones e importaciones retrocedieron, mientras que el consumo creció después de sucesivas caídas por un lapso cercano a dos años.

Además, destaca que la industria alemana exhibió un buen desempeño por tercer mes consecutivo, y que el PIB de Japón correspondiente al primer trimestre fue revisado al alza, ubicándose finalmente en 4,1% trimestre a trimestre anualizado.

Añade que el comercio internacional chino muestra una notoria debilidad, registrando disminuciones en sus envíos a la Zona Euro y a Estados Unidos de América.

Por último, señala que en América Latina, los sectores industria y comercio de Brasil han repuntado, aunque la lectura acerca de esa economía sigue siendo de extrema debilidad; y que las perspectivas manufactureras en México han descendido bajo el pivote de expansión.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el cuadro que resume las distintas cifras esperadas y efectivas de actividad en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. En cuanto a Estados Unidos de América, hace notar que luego de mostrar un panorama más positivo en los últimos meses, su situación actual es mixta, debido fundamentalmente a la caída de su producción industrial y el consumo personal nominal en el mes de abril. Sin embargo, resalta que la cifra sobre ventas minoristas que se dio a conocer en el día de hoy fue mayor que lo anticipado, por lo que es probable que el registro del mes de mayo también sea positivo.

En relación con la Zona Euro, destaca el predominio de noticias positivas, en particular, los datos sobre producción industrial que fueron superiores a lo anticipado, impulsados especialmente por la situación de Alemania.

En cuanto a Japón, expresa que los datos de industria y consumo fueron mejores que lo previsto; y que en China, el punto de mayor preocupación, desde la perspectiva de las economías emergentes, se relaciona con los sectores industrial y externo, que figuran más débiles de lo anticipado, generando dudas acerca del dinamismo de su actividad.

Por último, informa que el dato de producción industrial de Brasil superó las expectativas, pero aún así persiste el escenario de una economía muy débil.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que en el caso de China, las exportaciones y la sobrefacturación se utilizarían como un procedimiento de entrada de capitales y que, en consecuencia, la caída que exhiben las exportaciones podría estar reflejando el egreso de capitales desde esa economía. Tratándose de las importaciones, en cambio, su descenso sería más bien genuino.



El señor Sergio Lehmann concuerda con el planteamiento expuesto por el Consejero señor Sebastián Claro y en todo caso, hace notar que al revisar las exportaciones por región, se observa que las distorsiones aludidas se dan fundamentalmente con las efectuadas a Hong Kong.

El señor Sergio Lehmann retoma su exposición y plantea que las perspectivas en Estados Unidos de América siguen siendo más bien positivas, pero con algunas dudas en lo referente al sector de manufacturas, que cayó bajo el pivote 50; que en la Zona Euro, el PMI manufacturero ha mejorado, apoyado fundamentalmente por el mejor clima empresarial en Alemania, aunque todavía se sitúa bajo el pivote 50; que en Japón, si bien mejoró la confianza de los consumidores y el PMI manufacturero, la encuesta Eco Watchers reflejó que el *outlook* fue inferior a lo previsto; y, por último, en China destaca que el PMI manufacturero, resultó menor que lo anticipado, como también del registro del mes anterior, y por debajo del pivote 50, ya que ascendió a 49,2.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere específicamente a la situación de China y sobre el particular menciona que las ventas minoristas y la producción industrial no muestran mayores cambios luego de haber exhibido una trayectoria de desaceleración, mientras que la mayor incertidumbre deriva de la evolución de las exportaciones e importaciones, que anotan las caídas referidas anteriormente. En cuanto a las exportaciones por región, destaca que los envíos a la Zona Euro, Estados Unidos de América, América Latina y Australia registran caídas en doce meses, dando cuenta de un elemento tal vez más genuino en materia de desaceleración de la actividad.

En relación con las importaciones, señala que aquellas efectuadas desde Japón siguen mostrando caídas en doce meses, pero más moderadas, reflejando que los problemas geopolíticos que las impactaron de manera importante han tendido a ceder. Añade que las importaciones de Asia exhiben alguna recuperación y que las provenientes de América Latina también tienden a mostrar un grado de moderación respecto de la cifra anterior.

En lo concerniente a América Latina, indica que las perspectivas manufactureras se presentan más debilitadas, especialmente en Brasil y México; que la producción industrial ha mostrado un desempeño más bien negativo; las ventas minoristas se han desacelerado y figuran en el área negativa desde hace algunos meses en el caso mexicano; y que el desempleo, si bien exhibe bastante volatilidad, las trayectorias a la baja que se observaron durante gran parte del año 2012 han dado paso a un leve aumento, particularmente en Brasil y Perú.

El señor Sergio Lehmann presenta a continuación el *heat map* de actividad y destaca el enfriamiento en América Latina y Asia, no así tratándose de las economías desarrolladas.

Asimismo, exhibe la gráfica que se contiene en la lámina N° 23, que da cuenta de los ciclos de inversión no residencial de algunos países mineros, tales como Chile, Australia, Colombia, Canadá, Perú y Sudáfrica. Explica que este análisis tiene por objeto determinar si la desaceleración que está registrando la inversión no residencial en Chile, que se vincula en parte importante con el sector minero, constituye un elemento que también se observa en otros países en dicho carácter. Sobre este aspecto, hace notar que en Australia, la desaceleración de la inversión no residencial se inició el año pasado y que en Canadá, cuyo ciclo está mucho más asociado al norteamericano, es muy inferior si se la compara con las otras economías analizadas.



En cuanto a Perú y Sudáfrica, manifiesta que no se cuenta con la desagregación entre inversión no residencial y residencial, razón por la que se ha considerado la inversión total en este análisis comparativo. No obstante, bajo el supuesto que la inversión no residencial tiene una representación mayor en la composición de este índice, se observa también una desaceleración, lo mismo que en el caso colombiano. Por último, indica que en Sudáfrica, la inversión exhibe bastante estabilidad.

En materia de inflación, hace presente que ella se ha moderado en México, Brasil y China, debido a la disminución de los precios de alimentos.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que la inflación no se ha moderado en México ni tampoco en Brasil, y que en esta última economía no solo ha subido, sino que supera su rango meta. El señor Sergio Lehmann precisa que en Brasil, la inflación total se ha mantenido y que su moderación obedecería a la caída de los precios de los alimentos, que habían influido especialmente en el incremento de la inflación en dicho país. Agrega que la alta incidencia del precio de los alimentos en Brasil y México respondería al hecho que el maíz forma parte fundamental de la alimentación en ambos países, a lo que se agrega también el arroz en el caso de Brasil.

En cuanto a las proyecciones en materia de inflación, consigna que de acuerdo con Consensus Forecasts, estas se han ajustado a la baja para el presente año y en menor medida para el 2014.

En lo atinente a política monetaria, resalta que Brasil e Indonesia sorprendieron al mercado al aumentar sus respectivas tasas de interés en 50 y 25 puntos base, respectivamente; en tanto que Tailandia, Hungría, Polonia e Israel acordaron rebajas de 25 puntos base, y las demás economías analizadas optaron por mantenerla. Aclara que en el caso de Brasil, la sorpresa no estuvo dada por la decisión de rebajar dicha tasa, sino que por su magnitud.

El señor Sergio Lehmann hace presente que en materia de expectativas de TPM, se advierten ligeros movimientos hacia la baja en las trayectorias esperadas para América Latina, Asia y Oceanía, y más marcados en el caso de Europa emergente, en línea con las reducciones acordadas particularmente en Hungría y Turquía. Acota que los cambios no son significativos en las economías desarrolladas.

A continuación, se refiere a los precios de *commodities*. En primer lugar, señala que el precio del petróleo exhibe movimientos acotados y en este sentido precisa que la caída en la oferta de Estados Unidos de América y la disminución en la producción en el Mar del Norte han moderado los efectos de la menor actividad en las economías emergentes, y que la OPEP mantiene su cuota de producción.

En segundo término, menciona que el precio del cobre, tras aumentar por el cierre de un importante yacimiento en Indonesia, presenta una ligera caída desde la última Reunión de Política Monetaria, con motivo de un claro aumento de preocupaciones respecto a la economía china.

Agrega que los precios de los *commodities* agrícolas han subido. En efecto, informa que los precios de granos se han movido al alza, lo mismo que el precio del maíz y la soya, debido a una restricción en los suministros de exportación y el retraso de siembras en Estados Unidos de América. El alza del precio del arroz, en cambio, se explica por una caída de las exportaciones de Vietnam.



Por último, manifiesta que el índice FAO no registró cambios importantes en mayo en relación con el mes anterior, y que el precio de la leche, que había registrado alzas en meses precedentes, ha tendido a caer y ha sido compensado por mayores precios de cereales.

Sobre el particular, precisa que el precio del arroz anota un incremento de 5% respecto a la Reunión de Política Monetaria anterior, y el de la soya y del maíz de 5% y 3%, respectivamente. Añade que el precio del cobre registró una caída en el último mes de 1%, aproximadamente.

En cuanto al precio del cobre, resalta el alza mensual de las importaciones chinas, la moderación de las posiciones especulativas y la estabilización de los inventarios, lo que podría dar sustento al precio actual.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann señala que de acuerdo con los contratos futuros, la trayectoria actual del índice FAO es ligeramente inferior a la observada en la RPM anterior, y que las de precios de combustibles son equivalentes a las exhibidas en dicha oportunidad.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que la principal noticia desde la Reunión de Política Monetaria anterior se relaciona con la posibilidad de que la Reserva Federal adelante el inicio de la moderación de su política de estímulo cuantitativo. En su opinión, ello constituye una noticia positiva para Estados Unidos de América, porque refleja mejores perspectivas para esa economía, como también lo sería para el mercado bursátil y una serie de activos, pero no necesariamente es así para los tenedores de bonos, porque en procesos de venta podría observarse algún efecto de redistribución desde bonos hacia otros títulos por simples cambios de precios.

Manifiesta que lo anterior también constituye una buena noticia para todas aquellas economías que no son mayormente dependientes del financiamiento vía bonos; por el contrario, las que sí lo son, podrían verse muy afectadas por el aumento en el costo de esta forma de endeudamiento.

En ese contexto, estima que el alza de la tasa de política monetaria en Brasil, que fue mayor que la anticipada, podría responder a una estrategia de carácter preventivo frente a un mercado de bonos para economías emergentes que se ha debilitado. Agrega que para Chile, si bien es más beneficioso que prevalezcan tasas de interés más bajas en el mercado de estos instrumentos, su aumento no reviste un problema mayor.

En razón de lo anterior y en el contexto de la elaboración del próximo Informe de Política Monetaria, IPoM, del mes de junio, plantea la conveniencia de contar con un diagnóstico sobre aquellas economías relevantes para Chile, en lo relativo a su situación de balanza de pagos, su historia reciente de emisión de bonos y su necesidad de financiamiento o de liquidez en moneda extranjera en los próximos meses, para fines de entender en mejores términos las respuestas diferenciadas de dichos países.

Por último, expresa que en ese contexto, una salida de nuestra economía con un peso más depreciado contribuye a que esta sea más equilibrada, con menor vulnerabilidad externa, como contrapartida de un déficit de cuenta corriente relativamente elevado.



El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que hay dos fenómenos que le llaman la atención, correspondiendo el primero de ellos a la consolidación de menores precios de *commodities*, lo que incluye el cobre, que se asocia a la evidencia de que China ya no tiene la fuerza suficiente para sostener una tasa de crecimiento más elevada en un mundo tan débil. A su juicio, ello se relaciona con la desaceleración de la inversión del sector minero, que durante un largo período se benefició con precios y condiciones extraordinarias en los mercados de *commodities* y que actualmente da paso a una reacción de la oferta y a precios más normales de largo plazo.

En segundo lugar, alude a los riesgos que se derivan del incremento de las tasas de interés en Estados Unidos de América y su efecto sobre la capacidad de financiamiento de las distintas economías.

En su opinión, este nuevo panorama, si bien puede revertirse, tendría componentes de carácter más permanentes que no implican cambios abruptos, pero sí dan cuenta de un escenario que se ha modificado para Chile.

Por último, plantea que a pesar de observarse mejores datos en algunas economías, principalmente en Estados Unidos de América, las condiciones externas relevantes para Chile podrían haber empeorado en el margen.

El Consejero señor Enrique Marshall considera que la evaluación del escenario externo presenta complejidades, porque, por una parte, se han deteriorado las variables que normalmente se analizan para efectos de evaluar sus efectos en Chile; y, por otra, se advierte en el mundo un proceso de avance hacia una mayor normalización y equilibrio. En este sentido, indica que la fortaleza de Estados Unidos de América y la recuperación del dólar norteamericano apuntan en la dirección de una cierta normalización, aunque el impacto para Chile podría ser negativo en el muy corto plazo.

En razón de lo expuesto, plantea la conveniencia de ser cuidadosos en términos comunicacionales, en el sentido de no calificar este nuevo panorama de muy negativo, porque, de alguna manera, constituye un proceso de normalización gradual y no exento de volatilidad y ajustes, que fue debidamente anticipado y para el cual se debe estar preparado. Además, desde una perspectiva de mediano o largo plazo, este nuevo panorama conduce a un ajuste adecuado de la economía chilena y, por lo tanto, debiera ser evaluado positivamente.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que en materia de actividad, se tiende a consolidar el actual escenario de China y Estados Unidos de América, que resulta ser complejo, pero que desde el punto de vista de la sostenibilidad del crecimiento mundial es positivo, si se considera que las economías emergentes difícilmente tendrán la fuerza suficiente para sostener por sí solas un crecimiento como el registrado en los últimos años por tiempo indefinido.

En su opinión, son más complejos los cambios en los mercados financieros internacionales, como es el caso de la salida de flujos de capitales desde las economías emergentes a las desarrolladas, razón por lo que será necesario efectuar su seguimiento para fines de determinar si estos persisten, se moderan o revierten. En particular, si el financiamiento comienza a tornarse más complejo, especialmente en el mercado de bonos, habrá que estar atentos a lo que acontezca en aquellos países más vulnerables al financiamiento externo y en este sentido, precisa que Colombia y Brasil podrían registrar aumentos en sus primas de riesgo y afectar al resto de la región.



En síntesis, plantea que el balance que efectúa da cuenta de un cierto grado de normalización.

Sin perjuicio de lo expuesto, plantea la conveniencia de contar con un seguimiento continuo de los balances físicos en el mercado del cobre, porque para este año se pronosticó un pequeño superávit bajo el supuesto que el consumo de China crecería; en circunstancias que ha disminuido. De hecho, resalta que el volumen acumulado de importaciones chinas del citado metal en lo que va corrido del año, es muy inferior al acumulado a igual fecha del año pasado. Expresa que su preocupación obedece a que a ello se suma que las exportaciones de esa economía exhiben un ligero aumento, lo que no es de extrañar, porque China ha desarrollado una gran capacidad de refinación y, en consecuencia, importa concentrado de cobre y exporta cobre refinado. En definitiva, indica que el menor consumo de cobre en China respecto al año 2012 da cuenta de un balance más complejo que el contemplado en la mayoría de las proyecciones.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan destaca la evolución de los precios de los activos financieros en el último mes, ya que a su juicio, es bastante excepcional si se compara con el patrón observado en los últimos tres o cuatro años. Estima que la caída de los activos financieros de largo plazo desde la última RPM, incluida la bolsa de valores de Estados Unidos de América, se debe a mayores perspectivas de crecimiento de esa economía y a las expectativas de un retiro anticipado y más rápido del programa de estímulo monetario, como también a un incremento de la incertidumbre, que ha llevado probablemente a una redistribución de las inversiones hacia las economías domésticas, como también a activos de muy corto plazo.

En su opinión, las mejores expectativas serían de carácter permanente, mientras que la mayor incertidumbre sería transitoria, ya que se prolongaría mientras el mercado asume este nuevo escenario. En este sentido, manifiesta compartir el planteamiento del Consejero señor Joaquín Vial en cuanto a que si bien este fenómeno evolucionará con moderación, se podría estar en presencia de una sobre-reacción en lo concerniente al cambio que han estado exhibiendo las condiciones financieras. Estima probable que esta sobre-reacción no se prolongue más allá de dos semanas y que nuevamente se retome el ciclo de *long for low* y que regresen los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

En síntesis, plantea que el punto central de análisis respecto de los efectos de este cambio de escenario sobre nuestra economía es entender aquella parte de naturaleza transitoria y la otra de carácter permanente, especialmente en lo que se refiere a demanda externa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa su concordancia con lo planteado por el señor Kevin Cowan. En su opinión, la parte que podría tener componentes de carácter más permanentes es la referida al aumento en las tasas de interés internacionales y la consiguiente reducción en el acceso de financiamiento, en particular, para las economías emergentes.

Asimismo, manifiesta compartir lo señalado por el Consejero señor Enrique Marshall en cuanto a que el escenario actual da cuenta de una normalización después de un período de acceso y costos de financiamiento externo extraordinariamente bajos. A su juicio, ello es positivo para Chile, más allá de las ventajas de poder acceder a financiamiento en condiciones favorables, desde el punto de vista de la normalización de ciertos precios financieros.



En cuanto al sector real, hace referencia al mejor desempeño relativo de algunas economías industrializadas, en particular, Estados Unidos de América y Japón, aunque existe incertidumbre respecto de esta última economía, la que es algo menor en lo concerniente a Europa y las economías emergentes.

Comparte también el hecho que este nuevo escenario introduce mayor tensión a algunas economías que a otras, con motivo del aumento del costo del financiamiento. Plantea que en Chile ya se observan cambios en los precios relativos, en los *spreads* y en otras variables, lo que a su juicio es positivo, en particular, en lo que dice relación con el tipo de cambio real.

Indica que este nuevo escenario también tiene efectos microeconómicos, en especial, en la industria, y en tal sentido, alude a la incertidumbre en torno al precio de los *commodities*, en particular del precio del cobre, porque en la medida que dichos efectos aumenten se podría enfrentar un escenario más complejo.

En definitiva, si bien Chile cuenta con la estructura y políticas necesarias para tener un efecto relativamente moderado, ello no se encuentra garantizado.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera expresa su concordancia con los puntos planteados en las intervenciones anteriores. En efecto, se observa un escenario menos favorable para Chile, pero más normal en términos de su tendencia histórica, con menor crecimiento de nuestros socios comerciales y de términos de intercambio, como asimismo, un financiamiento externo algo más oneroso.

Hace notar que aún no se advierten los mecanismos de amortiguación y las reacciones que genera este nuevo escenario. Por una parte, concuerda en que algunos de sus efectos pueden ser de carácter transitorio o constituir una sobrerreacción; y, por otra, que inciden de diversa forma en las distintas economías. A título ejemplar, plantea que aquellas economías emergentes que tienen escasa capacidad para reaccionar, como es el caso de Brasil e Indonesia, probablemente tendrán también poco espacio para amortiguar dichos efectos.

El señor Luis Óscar Herrera estima que lo más sobresaliente desde la Reunión de Política Monetaria anterior es la posición agresiva que ha adoptado el mercado frente a la posible anticipación del retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal. A su juicio, dicho proceso será bastante gradual, ya que en el evento que se exacerben los efectos financieros que se derivan de ello, se generarían consecuencias en las decisiones que pueda adoptar dicho Organismo. Por lo tanto, habrá que esperar algunas señales en su próxima reunión o en intervenciones de sus personeros que puedan modificar la percepción acerca de un ajuste inminente y brusco de las condiciones. En su opinión, esta situación aparece algo más débil o contiene elementos de carácter transitorio frente a lo que han sido los ajustes de las economías emergentes y los términos de intercambio.

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 refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno.

En primer término, expresa que el dato IMACEC correspondiente al mes de abril confirmó el menor ritmo de crecimiento de la actividad durante la primera parte del año. Sin embargo, persiste el dinamismo del consumo y se observan en el margen algunos rebotes en los datos de inversión, que sugieren que la velocidad de desaceleración de la demanda



A continuación, el señor Claudio Soto comenta que las expectativas de las empresas han retrocedido, en particular las del sector construcción, acorde con una percepción de demanda más débil.

En lo atinente a las colocaciones bancarias a empresas, precisa que también han mostrado una desaceleración importante, tanto en sus tasas de crecimiento interanual como en las velocidades de expansión en lo más reciente. Hace presente que junto con ello, se ha advertido un grado de sustitución por fuentes alternativas de financiamiento y, en efecto, durante el primer trimestre del año, se observó un retroceso de los *stocks* de créditos bancarios que fue compensado por la mayor colocación de bonos corporativos.

En materia fiscal, menciona que el dato de crecimiento del gasto público del mes de abril fue bastante elevado, contrariamente a lo observado durante el primer trimestre. De hecho, plantea que parte de la significativa desaceleración de la demanda interna en dicho trimestre se debió al menor consumo del gobierno, lo que se explica a su vez por la parte extrapresupuestaria, que fue particularmente baja en dicho período. El dato de abril, entonces, sugiere que la fuerte desaceleración de los primeros meses no debiera repetirse durante el segundo trimestre.

Asimismo, el señor Claudio Soto destaca que las exportaciones fueron especialmente dinámicas en los meses de abril y mayo, debido en parte al fuerte crecimiento de los envíos mineros por la materialización de aquellos que debieron postergarse con motivo de los paros portuarios de fines del mes de marzo. Acota que este dinamismo podría sugerir que en el mes de mayo hubo mayor actividad o que se estaría produciendo una desacumulación de inventarios que daría sustento a la actividad más adelante.

Agrega que el registro de las exportaciones agropecuarias del mes de mayo constituyó una sorpresa al alcanzar una cifra cercana a los US\$700 millones, la que es muy superior a lo habitual, por cuanto se concentran en los primeros meses del año, por lo que en esa fecha ya comienzan a decaer.

Las importaciones, en cambio, que en el mes de abril mostraron bastante dinamismo por el aumento de aquellas correspondientes a bienes de capital y bienes de consumo, se revirtieron en el mes de mayo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea la conveniencia de investigar si se produjeron cambios en la estacionalidad agrícola, por cuanto ha sido un año con cosechas tardías y en este sentido, la eventual postergación de la temporada de exportaciones de algunos productos podría explicar la disminución en doce meses de los envíos al exterior en el mes de marzo y el significativo repunte en abril. En su opinión, cabría considerar la temporada completa para compararla con las de años anteriores.

El Consejero señor Joaquín Vial, sobre esta misma materia, observa que en la economía china se atribuye parte del aumento reciente de sus importaciones a los embarques de cobre desde Chile que debieron postergarse por efectos del paro portuario del mes de marzo último.

En lo atinente al mercado laboral, comenta que se ha mantenido ajustado y que la tasa de desempleo continúa exhibiendo bajos registros. Agrega que se ha observado un incremento algo mayor en la fuerza de trabajo producto de la disminución de la cantidad de trabajo asalariado y la tasa de crecimiento del empleo propiamente tal ha aumentado marginalmente en los últimos dos meses.



En términos sectoriales, consigna una desaceleración muy importante en la creación de empleo en minería, alcanzando tasas de crecimiento cercanas a 0%, que se ha visto compensada por un fuerte aumento del empleo en los sectores construcción y comercio.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si el empleo en la minería contempla únicamente a los trabajadores que laboran en los yacimientos o si se incluyen también los servicios asociados a dicho sector.

El señor Claudio Soto responde que ese dato se extrae de la encuesta de empleo del Instituto Nacional de Estadísticas y corresponde a la declaración que formulan los propios encuestados.

En relación con los salarios, señala que las tasas de crecimiento interanual de los salarios nominales se han moderado por el retroceso de los salarios de la minería y del sector construcción, a pesar del mayor dinamismo de los percibidos en el sector de servicios comunales.

Por el contrario, en términos reales se advierte una tendencia al alza de los salarios atendidos los bajos registros inflacionarios recientes. Añade que al verificar la evolución de los salarios nominales conforme a las cláusulas de indexación históricas, también se advierte una aceleración significativa, lo que es coherente con la visión de que el mercado laboral continúa estrecho.

El señor Claudio Soto presenta a continuación las proyecciones para el segundo y tercer trimestre en materia de actividad.

En primer término, indica que sobre la base de los antecedentes expuestos, se ha revisado marginalmente a la baja la proyección de demanda final. Precisa que el crecimiento de 6,7% para el segundo trimestre que se contempló en el IPoM del mes de marzo último se corrigió hasta un 6,2%; no obstante, destaca que este medio punto de corrección es muy inferior a la revisión cercana a 2 puntos porcentuales del primer trimestre, y se explica por el rebote de las importaciones de maquinarias y equipos y el mayor empleo en el sector construcción.

En segundo lugar, se ha supuesto un aumento en el consumo de gobierno, teniendo presente que el dato del primer trimestre fue particularmente bajo, al registrar un crecimiento de solo 1%, muy inferior al 5% estimado sobre la base de la Ley de Presupuesto. Informa que para el segundo trimestre también se espera un crecimiento menor que lo anticipado en el último IPoM y en el mes anterior, pero de menor magnitud.

Agrega que el consumo privado también se ha revisado a la baja por el comportamiento del consumo de servicios durante el primer trimestre, no así por la parte de bienes, que aún exhibe bastante dinamismo. Además, plantea que la depreciación del peso no produciría efectos en las proyecciones del segundo trimestre, aun cuando lo tendría en forma acotada en el tercero y principalmente hacia fin de año.

En tercer lugar, destaca la fuerte corrección al alza de las exportaciones en el segundo trimestre, no solo por el traspaso de las exportaciones que no se materializaron en el primero por el paro portuario, sino que también por el mayor dinamismo de algunos sectores. Hace presente que las importaciones también se han revisado al alza, sobre la base de los antecedentes que dan cuenta de la persistencia del dinamismo del consumo de servicios y el aumento de las importaciones de maquinarias y equipos en los primeros dos meses del trimestre.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si la menor demanda interna en el primer trimestre respondería a una subejecución fiscal no contemplada en las proyecciones.

El señor Claudio Soto precisa que no se trataría propiamente de una subejecución fiscal, sino que de una caída del gasto extrapresupuestario en términos anuales en lo que ha transcurrido del año. De hecho, indica que el consumo de gobierno ha sido revisado a la baja no solo para el primer trimestre, sino que también para el segundo y que asimismo, se ha supuesto que el menor gasto total de los primeros meses del año se compensará hacia fines del ejercicio con el objeto de cumplir el presupuesto fiscal anual. En consecuencia, debería observarse una aceleración del consumo del gobierno en los últimos meses del año y, de hecho, hace notar que en la proyección para el cuarto trimestre se considera un crecimiento importante, de manera tal que en el año en su conjunto, el consumo público es coherente con el presupuesto.

Asimismo y respondiendo a diversas preguntas que se formularon sobre el tema planteado precedentemente, reitera que, en su opinión, la subejecución presupuestaria, tanto por concepto de menor inversión pública como por menor consumo de gobierno, se revertiría en el cuarto trimestre del año en curso, y que dicho supuesto se incluirá en el IPoM del mes de junio en curso.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación indicando que el registro de actividad del primer trimestre constituyó una sorpresa al alcanzar a 4,1%, el que es muy inferior al 5,8% proyectado, por lo que el crecimiento del segundo trimestre se ha revisado a la baja desde 5,1% a 4,4%; mientras que para la segunda parte del año, se estima en torno a 0,3% o 0,4%, dando cuenta de que el supuesto detrás de estas cifras es el de una desaceleración muy intensa en los dos primeros trimestres y un cierto rebote en lo que resta del año.

El Consejero señor Joaquín Vial hace presente que el presupuesto fiscal constituye un límite máximo del gasto público y que ha sido subejecutado en los últimos diez años, con excepción del año 2009. Añade que el presupuesto anual se ejecuta normalmente en una cifra cercana al 98% o 99%, razón por la que estima que las proyecciones debieran utilizar como supuesto una ejecución normal en los términos consignados.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán destaca la relevancia de este tema, ya que produce efectos distintos aplicar una política monetaria algo más expansiva con una política fiscal expansiva, que implementar una política monetaria algo más expansiva sin una política fiscal expansiva. En consecuencia, considera que para esos efectos, el diagnóstico en lo referente a la cadencia en que se ejecuta dentro del año es importante, porque en el contexto actual y para efectos de una salida equilibrada, no sería conveniente que eventuales efectos favorables que pudiera tener una política monetaria más activa sobre el tipo de cambio se revirtiera con motivo de que el gasto total tiende a ser más dinámico. En su opinión, ello podría hacer más compleja aún una situación de déficit de cuenta corriente que en el actual contexto.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación señalando que el PIB del segundo trimestre se ha corregido en dos décimas a la baja respecto del mes de mayo y en una décima para el tercer trimestre, y, que de esta forma, la proyección para el presente año ha disminuido a una cifra en torno al 4,4%.

En términos sectoriales y en lo referente a la proyección de la Reunión anterior, indica que el sector recursos naturales se ha revisado a la baja en cuatro décimas, por cuanto el dato de minería del mes de abril fue notoriamente bajo, aunque sería de índole transitorio, razón por la que se revierte en la proyección del tercer trimestre. Agrega que en los sectores



Resto, la revisión a la baja obedece a algunos componentes más persistentes asociados principalmente a los servicios, vinculados tanto a la desaceleración de la inversión como también al consumo de servicios propiamente tal.

En lo concerniente al comercio, destaca la corrección al alza de este sector como consecuencia del mayor dinamismo del consumo, así como también en el sector construcción, en este caso motivado por el fuerte aumento que exhibe el empleo en ese sector.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que en el primer trimestre del año se redujo la proyección del PIB desde 5,8% a 4,1%, en tanto que en el segundo trimestre en un 0,7% adicional, totalizando con ello 2,4%, lo que implica seis décimas menos en el PIB anual, por lo que si en el IPoM pasado se contempló un crecimiento de 5,1% para el año, este sería en definitiva del orden de 4,5%.

Sobre la base de lo expuesto precedentemente, plantea que dicho crecimiento solo se alcanzaría en la medida en que se produzca una fuerte reacceleración de la actividad en el segundo semestre y sobre el particular, consulta sobre los fundamentos que sustentarían este supuesto de reacceleración, como también por el registro de IMACEC que se espera para el mes de mayo pasado.

El señor Claudio Soto informa primeramente que el IMACEC sería de 4,5% en dicho mes.

En segundo término, señala que los fundamentos que en opinión de la Gerencia de División Estudios respaldarían esta reacceleración de la actividad corresponden al tema fiscal antes mencionado, como asimismo, a un ajuste gradual de la inversión, luego de la significativa desaceleración registrada a comienzos de este año.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que de lo expresado precedentemente se desprende que el *shock* del primer trimestre sería transitorio y que se ha vuelto a la misma trayectoria de desaceleración observada anteriormente.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación señalando que las tensiones financieras externas han incidido en las medidas de riesgo local, lo que se ha visto reflejado en el aumento de los CDS y del EMBI.

En materia de tasas de interés, destaca que a diferencia de otros países, las tasas locales no registraron mayor variación durante el último mes. De hecho, consigna que las tasas nominales de largo plazo presentan aumentos acotados y que las de los BCP a 2 años y de los bonos reajustables disminuyeron en relación a las existentes en la RPM anterior.

En este contexto, resalta que el peso se depreció significativamente, más allá de lo que se puede explicar con los fundamentales y que esta depreciación ha ido acompañada de un aumento de volatilidad.

Asimismo, precisa que hasta ayer, el tipo de cambio real se situó exactamente en el promedio de los últimos quince años, esto es, de 92, y que en el día de hoy se encuentra un punto más abajo.

En lo relativo a la inflación, menciona que en el mes mayo, el IPC no registró variación respecto al mes previo acorde con la proyección interna. No obstante, menciona que se produjeron algunas sorpresas a nivel de la composición del índice, en particular, en la parte subyacente. En este sentido, indica que en la parte de bienes se registraron caídas en



interna y de la demanda final en el segundo trimestre sería menor que la observada en los primeros tres meses del presente año.

En segundo lugar, señala que el mercado laboral se mantiene estrecho, con tasas de desempleo bajas, salarios nominales relativamente estables y salarios reales al alza.

Asimismo, expresa que el tipo de cambio se depreció de manera muy significativa en las últimas semanas y que el tipo de cambio real llegó a niveles similares al promedio de los últimos quince años.

En materia de inflación, consigna que el registro del mes de mayo estuvo en línea con lo proyectado, mientras que para los próximos meses se esperan registros mensuales más elevados por factores estacionales y reversiones de algunos precios particulares, más el efecto de la depreciación cambiaria reciente.

A título de último hecho destacado del mes, informa que las distintas expectativas de mercado consideran una rebaja de la TPM en los próximos meses, pero para esta Reunión, la mayoría de los encuestados se inclina por que se mantendrá la tasa rectora.

En materia de actividad, el IMACEC del mes de abril fue levemente superior a 4% y estuvo en la parte baja del rango de las distintas expectativas del mercado y también de la proyección interna. Este dato refleja que la variación mensual de la actividad fue baja y con ello, se registra un ritmo de expansión muy acotado por cuarto mes consecutivo.

De esta forma, la tasa de crecimiento interanual del PIB como de la demanda interna ha seguido retrocediendo, sin embargo, tratándose de la demanda interna, algunos indicadores apuntan todavía a un dinamismo más elevado, en particular, lo referente al consumo de bienes durables y al consumo habitual, que estarían sustentados en un mercado laboral bastante activo aún por el aumento en el margen de los salarios reales, atendidos los bajos registros inflacionarios.

Asimismo, hace presente que las expectativas de los consumidores se han mantenido optimistas, sugiriendo que aún debería observarse un ritmo de crecimiento del consumo privado, aun cuando el último dato de expectativas presenta un cierto quiebre en la tendencia que podría ser de carácter transitorio, al igual que en episodios anteriores.

En lo concerniente a las colocaciones, manifiesta que los créditos a las personas han moderado su ritmo de expansión en el margen y que las colocaciones hipotecarias exhiben un retroceso. Sobre este aspecto, expresa que el año pasado se observó una cierta aceleración de los créditos hipotecarios que era coherente con la hipótesis de que gran parte de las ventas de viviendas en proceso de construcción se traduciría en el otorgamiento de ese tipo de créditos de manera rezagada, pero no obstante, los últimos registros no dan cuenta de ello.

En materia de inversión, el señor Claudio Soto señala que las importaciones de bienes de capital, que retrocedieron fuertemente en la primera parte del año, muestran un proceso inverso.

Asimismo, las tasas de expansión anual de los indicadores de edificación han mostrado una tendencia sistemática a la baja. Sin embargo, se observa un rebote en la creación de empleo del sector construcción, lo cual sugiere que el ritmo de moderación del crecimiento de la actividad en este sector podría ser algo más atenuado en el segundo trimestre.



los precios de los automóviles, que tienen una alta participación en el IPC, pero que fueron compensadas con alzas algo superiores de los precios de alimentos.

Además, destaca la disminución de los precios de combustibles en un contexto de menores precios internacionales y la depreciación del tipo de cambio hasta mediados del mes de mayo.

En cuanto a las expectativas inflacionarias, manifiesta que la proyección de inflación se ha corregido al alza por la incidencia de mayores precios de combustibles. Hace presente que la parte subyacente se ha revisado a la baja en una décima aproximadamente en relación a lo considerado un mes atrás, como también las frutas y verduras; y que, por el contrario, los combustibles se han corregido al alza, atendidas algunas reversiones en los precios internacionales y, en especial, la depreciación del tipo de cambio.

El señor Claudio Soto, en respuesta a una consulta formulada por el Consejero señor Sebastián Claro sobre el supuesto que se ha considerado internamente sobre la revisión de la metodología de cálculo del ítem vestuario por parte del Instituto Nacional de Estadísticas, precisa que se ha estimado que los precios de ese ítem tendrán oscilaciones estacionales, pero que su tendencia será más bien plana.

En cuanto a los registros futuros de inflación, señala que factores estacionales y reversiones de caídas transitorias se traducirán en variaciones mensuales mayores en los próximos meses. En particular, anticipa una variación de 0,6% en el mes de junio, la que es superior al 0,4% estimado por el mercado y que se explica por alzas de las tarifas eléctricas, como también de los combustibles por la depreciación del tipo de cambio, que incidirá directamente en la inflación de ese mes.

Manifiesta que los registros de inflación de los meses de julio y agosto se estiman en 0,4% y 0,3%, respectivamente, los que responderían a factores estacionales, mientras que en el mes de septiembre próximo se observaría un incremento significativo de la inflación, atendido tanto la existencia de razones estacionales, como también porque en dicho mes se da inicio a la temporada de cambio de los modelos de automóviles con el consiguiente reajuste de precios, lo que este año se vería afectado además por un tipo de cambio más depreciado.

Asimismo, comenta que en el mes de julio se debería observar un incremento considerable en la inflación año a año por un efecto base y de hecho, precisa que la inflación en doce meses alcanza actualmente a 0,9%, mientras que el próximo mes, solamente por ese efecto base y en la medida que se materialice el registro de 0,6% mensual proyectado, la inflación aumentaría a 1,8% en términos anuales.

Conforme a lo expuesto, plantea que la proyección de inflación a diciembre del presente año sería de 2,6% o 2,7% en doce meses, levemente inferior al 2,8% contemplado en el IPoM del mes de marzo último.

Además, indica que si se consideran los modelos y seguros de inflación, esta sería menor que la proyectada internamente. A título ejemplar, comenta que al mes de noviembre, los seguros de inflación sugieren una inflación de 2% en doce meses, mientras que la estimación interna es de 2,5% anual.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier alude a una desviación que se produciría en el mes de junio y otra más relevante en el mes de septiembre, cercana a tres puntos base, ya que mientras el Banco proyecta para dicho mes una inflación de 0,8% mes a mes, el mercado la estima en 0,48%.



El señor Claudio Soto agrega que en el corto plazo, las expectativas de inflación se han movido a la baja y presentan una mayor dispersión y, en tal sentido, señala que la Encuesta de Expectativas Económicas se ha corregido al mes de diciembre desde 2,8%, luego a 2,5% en mayo y a 2,4% actualmente, lo que podría ampliarse ya que refleja el aumento de la incertidumbre.

En cuanto a las expectativas inflacionarias, plantea que se han mantenido bastante alineadas en torno a 3% anual. De hecho, comenta que la Encuesta de Expectativas Económicas y la Encuesta de Operadores Financieros continúan en 3% anual en el horizonte de política, en tanto que los precios de los activos sugieren inflaciones levemente por debajo del citado porcentaje.

En relación con la trayectoria de tasas, expresa que tanto las encuestas como las curvas del mercado indican reducciones de la TPM en torno a 50 puntos base en los próximos meses.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que para esta Reunión de Política Monetaria, el mercado se inclina mayoritariamente porque se mantendrá la TPM. Destaca que a diferencia de oportunidades anteriores, cerca del 20% de los encuestados esperan una rebaja de 25 puntos base en esta oportunidad, mientras que para la Reunión del mes de julio las opiniones se encuentran divididas, porque cerca de la mitad de las respuestas apuntan a que se mantendrá la tasa y un porcentaje similar, a una reducción de ella en 25 puntos base.

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 Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que a sus planteamientos vertidos precedentemente, desea agregar el siguiente comentario.

Sobre el particular, indica que de acuerdo con el Informe Semanal de la Gerencia de Mercados Nacionales, se mantiene una tendencia vendedora de *forwards* cambiarios de las empresas no financieras chilenas, que es bastante mayor a lo acostumbrado, para fines de protegerse de una apreciación cambiaria; y, por otra parte, resulta extraño que los no residentes a su vez continúen adquiriendo *forwards* chilenos, dado el contexto actual de la economía internacional, en que enajenan sus inversiones en monedas de economías emergentes.

En su opinión, estas compras provendrían principalmente de Brasil, ya que al igual que en otras oportunidades, la compra de *forwards* en ese país resulta muy onerosa por el diferencial de tasas que se genera, por lo que en períodos de incertidumbre, prefieren mantener el riesgo peso chileno-real que el riesgo real-dólar estadounidense, porque su moneda tiene una mejor correlación con el peso chileno que con el dólar norteamericano.

En razón de lo anterior, plantea la conveniencia de analizar detenidamente esta situación, ya que podría estar relacionada con la evolución reciente del mercado cambiario, y si fuera así, correspondería a situaciones que se desvanecen repentinamente.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al análisis efectuado acerca de la fuerza de la desaceleración y sus distintos componentes y, en su opinión, señala que existen dos elementos que ponen una nota de cautela.



En primer término, alude al consumo sobre el cual manifiesta desconocer cuál es su tasa de crecimiento normal en un contexto como el descrito, como asimismo, al empleo, específicamente a los sectores que entregarían las primeras señales sobre un cambio cíclico del mismo. En su opinión, ambas variables deben ser monitoreadas con mayor detalle para poder determinar la fuerza de la desaceleración de la economía.

Asimismo, plantea sus dudas acerca del comportamiento del crédito bancario y las colocaciones, ya que contrariamente a lo estimado meses atrás, su desaceleración no se ha detenido, como tampoco se ha revertido en el margen. En su opinión, resulta necesario determinar si esta desaceleración responde a temas de oferta o demanda.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que los datos proporcionados confirman un proceso de desaceleración, que si bien tendría un componente de sorpresa transitoria en el primer trimestre, está marcando una tendencia. Sin embargo, indica que a pesar de que esta desaceleración se está manifestando tanto en el PIB como en la demanda final, todavía existen un par de puntos de diferencia entre sus tasas de crecimiento y de tendencia, lo que implica que se mantiene un elemento de presión de carácter persistente.

Asimismo, manifiesta su preocupación por que los salarios no solo no han cedido sino que tienden a aumentar, lo que refleja que aún no se ha internalizado el escenario venidero, lo que se traduciría en potenciales incertidumbres sobre el consumo durable, que en su opinión, podrían dar alguna sorpresa.

En segundo lugar, plantea que la inversión pública aún tiene un margen importante de fluctuación, motivo por lo que debe ser seguida con bastante cuidado, más aún si se considera que los gobiernos regionales, que históricamente no se han ceñido a los planes de inversión, este año los están cumpliendo razonablemente. Por consiguiente, serían otros los agentes públicos que exhiben atrasos y, en consecuencia la capacidad diferencial de adecuarse es distinta, confirmando aún más la incertidumbre del panorama en materia de inversión pública.

Por último, y en lo referente al sector construcción, alude a una eventual desaceleración en materia de infraestructura para el sector privado especialmente, en lo concerniente a minería y energía, no así por el lado de edificación que es consistente con el gran volumen de ventas de propiedades en proceso de construcción, lo que se mantendría por un período cercano a un año. A su juicio, ello produciría inercia a la demanda que podría ser importante.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que los datos muestran una trayectoria de desaceleración moderada.

En su opinión, destaca que las expectativas apunten a un crecimiento entre 4,5% y 5% para el presente año, ya que ese rango no difiere mayormente de lo que algunos economistas señalaban años atrás como la capacidad de crecimiento tendencial de la economía chilena. Expresa que las mayores cifras de crecimiento observadas en los últimos años podrían haber conducido a reubicar el crecimiento tendencial en un nivel cercano a 6% anual y, por lo tanto, a estimar que se habría originado una brecha enorme. En su opinión, la desaceleración que está exhibiendo nuestra economía constituye más bien una normalización de su crecimiento o una convergencia del mismo, que probablemente requiera una acción de política monetaria para facilitar ese ajuste.

Por otra parte, expresa que los últimos datos dan cuenta de un ajuste del sector construcción, lo que califica de buena noticia, aun cuando desconoce si ello coincide con las prevenciones formuladas por el Banco sobre ese sector. Si fuera así, ayuda y



fortalece a la Institución en cuanto se le reconocería un adecuado seguimiento de dicho sector de la economía.

En lo concerniente a los créditos, plantea la conveniencia de seguir su trayectoria para efectos de evaluar el efecto de la denuncia del SERNAC en materia de modificación unilateral de contratos por parte de las empresas bancarias.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier hace notar la divergencia entre las proyecciones del mercado y del Banco en materia de inflación y crecimiento. En efecto, precisa que el mercado espera un registro de inflación anual menor que el proyectado por el Banco y un crecimiento de la economía superior a las estimaciones internas. Por lo expuesto, advierte sobre la posibilidad de que el Banco tenga un escenario algo distinto del mercado, como ha ocurrido en otras oportunidades en cuanto a diferentes variables.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan hace referencia a la divergencia que se viene observando entre la dinámica de la inversión, la desaceleración en los sectores de la minería, manufactura y en segmentos de la construcción asociados a obras y equipos, en relación con la demanda de los hogares, que sigue un patrón similar a lo que fue el ciclo del año 2009, acorde con el crecimiento de la masa salarial, del empleo y de los salarios, por lo que en ese sentido, sería menos sensible a cambios puntuales de las condiciones crediticias y con expectativas favorables. En su opinión, se observa una dualidad que difiere respecto a ciclos previos, probablemente por cuanto parte de su impulso proviene de ciclos de *commodities* que tienen una relación menor con perspectivas de crecimiento externo.

Por lo tanto, estima que resulta clave entender con qué desfase se afectará el consumo doméstico conforme la dinámica de la inversión en los sectores de la minería y manufactura comience a incidir en los salarios. En este sentido, considera que un factor clave sería determinar si el sector construcción aún es capaz de absorber empleo, de manera de evitar la caída de ingresos, que en cierta forma han empujado dicha dinámica.

El Presidente señor Rodrigo Vergara coincide con los comentarios formulados precedentemente en cuanto a que la economía chilena está experimentando una desaceleración o normalización, que si bien ha sido mayor que lo esperado, califica de positiva.

En su opinión, surgen dudas acerca del impacto de esta desaceleración sobre el mercado del trabajo y el consumo, en particular, sobre el consumo durable, como también, en cuanto al sector construcción, ya que si bien las ventas de viviendas todavía son significativas, su variación en doce meses disminuyó drásticamente y exhibe hoy tasas de crecimiento en torno a 0%.

Por último, indica que lo expresado lleva a observar la proyección de crecimiento del PIB de 4,5% para el presente año, además que ella depende también de la materialización de los supuestos que sustentan nuestras proyecciones, en especial, la reaceleración requerida para alcanzar dicha cifra.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que la sorpresa negativa en materia de actividad y demanda se ha concentrado en los componentes más volátiles, esto es, maquinarias, equipos e inventarios, razón por la cual las proyecciones del segundo semestre no contemplan una reversión de ello, manteniéndose la trayectoria anterior, por lo que en otros términos, no se ha traspasado esa información a un ajuste de dichas proyecciones. Sin perjuicio de ello, reconoce que ha aumentado el riesgo en orden a que ciertos efectos sorpresa vuelvan a repetirse en el segundo semestre, entre otras razones,



por el deterioro que exhibe el escenario externo. Plantea que a partir de ello, deberían observarse efectos adicionales sobre el empleo, la confianza y el consumo.

Agrega que la depreciación del tipo de cambio también debiera incidir en el consumo de durables e importaciones y en cuanto a la rapidez con que podrían materializarse los ajustes antedichos, expresa que estos no serían graduales, porque el consumo se sustenta sobre fundamentos sólidos.

Por último, alude a la inflación y sobre el particular, señala que resulta poco probable que se registre un quiebre brusco de expectativas o de la inflación, porque existen algunas correcciones pendientes, la brecha es apretada y se suma la depreciación reciente del tipo de cambio. En consecuencia, si bien el escenario que de ello se deriva otorga un plazo para reaccionar y determinar cuál de estos escenarios se está materializando, reconoce que la economía enfrenta un riesgo mayor y que ninguna de las sorpresas mencionadas se encuentra incorporada en las proyecciones actuales.

Antes de concluir la Sesión, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto precisa que el crecimiento de las importaciones en el mes de abril alcanzó a 12% en términos nominales y a 16% en términos reales, y que de acuerdo con la proyección para el mes de mayo, sería también mayor en términos reales.

Al no formularse otros comentarios, siendo la 13:35 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 199, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de diciembre de 2013 se efectuará el día 12 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

En lo concerniente al escenario externo, expresa que las condiciones financieras internacionales han empeorado, presentándose disminuciones de precios en las bolsas de valores e incrementos de premios de crédito, en particular, en mercados emergentes. Las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas continuaron mostrando alzas, lo que también se ha observado en algunas economías emergentes.

Las expectativas de crecimiento mundial se han corregido a la baja, motivadas principalmente por menores perspectivas para las economías emergentes y la Eurozona, lo que se ha traducido en una caída de los precios internacionales de materias primas; y, al mismo tiempo, se ha observado el deterioro de las condiciones financieras internacionales a que se hizo referencia precedentemente, que ha sido especialmente intenso en las economías emergentes, lo que explica la depreciación de sus monedas respecto del dólar estadounidense.

En lo atinente al plano local, indica que durante el segundo trimestre del presente año continuó la desaceleración de la actividad económica y la demanda interna, no así de la demanda final; que el registro de inflación del mes de mayo estuvo acorde con lo



esperado; y que el peso se depreció frente al dólar estadounidense y otras monedas, como también en términos reales. Por último, señala que las encuestas reflejan expectativas de reducción de la TPM en los próximos meses, aunque para esta Reunión en particular se anticipa que se mantendrá la tasa rectora.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que los antecedentes mencionados llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta ocasión, mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual o disminuirla en 25 puntos base a 4,75% anual, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

En primer término, plantea que la opción de disminuir la tasa podría justificarse en el evento de anticiparse una desaceleración más intensa de la actividad y el gasto interno en los próximos trimestres, y que con ello se postergue la normalización esperada de la inflación hacia la meta del 3% anual.

En cuanto a las perspectivas de actividad y demanda, menciona que los antecedentes internacionales acumulados desde el mes de marzo configuran un entorno externo algo menos favorable para la economía chilena de lo previsto en dicho mes, incluyendo la disminución del crecimiento de nuestros socios comerciales, menores términos de intercambio y condiciones financieras externas que también son algo menos favorables. Sin embargo, esta situación, especialmente en lo que se refiere a las condiciones financieras, aún se encuentra en estado de flujo a juzgar por la alta volatilidad que continúan mostrando los mercados financieros internacionales.

En el ámbito nacional, consigna que los antecedentes recientes reflejan una desaceleración de la actividad y de la demanda interna, que ha sido más rápida de lo anticipado en el último IPoM, pero que forma parte de un proceso normal de convergencia hacia tasas de crecimiento y niveles de tendencia. En este sentido, la desaceleración ha sido relativamente generalizada por el lado de la actividad, con excepción de la minería, mientras que tratándose de la demanda, ha resultado algo más intensa en la inversión y más suave en el consumo privado. Añade que los datos parciales del segundo trimestre indican que el producto ha continuado creciendo por debajo de lo anticipado, mientras que se ha moderado la sorpresa negativa en demanda final.

El señor Luis Óscar Herrera destaca que este conjunto de antecedentes abre la posibilidad de un escenario de crecimiento de la economía más lento que lo anticipado en el último IPoM. Expresa que el ajuste de la inversión podría ser más profundo de lo proyectado ante el deterioro del entorno externo y las expectativas empresariales, no obstante, el consumo privado aún continúa mostrando dinamismo y sus fundamentos también son sólidos, por lo que resulta improbable que ese ajuste de la demanda sea brusco. En todo caso, la evaluación y decisión respecto de estas proyecciones dependerán de los datos que se conozcan en los próximos meses, así como de la evolución del entorno externo.

En lo referente a la inflación, resalta que ha evolucionado algo por debajo de lo proyectado en el mes de marzo último, principalmente por factores transitorios relacionados con precios de energía que se corregirán en los próximos meses, y que las proyecciones internas contemplan una normalización gradual de la inflación hacia la meta, considerando la situación estrecha en el mercado laboral y también en términos de capacidad interna. Expresa que aún se mantiene este juicio contenido en el escenario base del último IPoM y que las expectativas inflacionarias son coherentes con el mismo, pero podrían llevar a modificar esta evaluación si se consolida un escenario de menor crecimiento o la postergación de la corrección esperada de la inflación.



Finalmente, señala que hasta ahora, los cambios observados tanto en las tasas de interés del mercado monetario como en el tipo de cambio han ido en la dirección esperada dados los eventos ocurridos y facilitan el ajuste de la economía ante la evidencia de un menor crecimiento y el deterioro de los términos de intercambio. Asimismo, pese a la mayor volatilidad internacional, las condiciones financieras en los mercados domésticos han permanecido relativamente estables.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que el conjunto de consideraciones expuestas llevan a recomendar la opción de mantener la TPM en esta ocasión, lo que coincide con la expectativa de consenso en el mercado para esta Reunión.

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

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que las últimas semanas han sido inusuales en el plano externo, al observarse correcciones transversales en el precio de una amplia gama de activos de largo plazo. En este contexto, destaca el alza de las tasas de interés de los bonos de países que han servido de refugio en los períodos de mayor turbulencia de los últimos años, esto es, Estados Unidos de América, Alemania y Suiza.

Tal como ha ocurrido con las correcciones previas al alza de las tasas de interés en Estados Unidos de América, han aumentado los *spreads* de las economías emergentes, en especial, en aquellas que se perciben como de mayor riesgo relativo. En su opinión, si bien ello parece ser el inicio de la corrección del ciclo de "*low for long*" en Estados Unidos de América, esto es, de bajas tasas de interés por largo tiempo, no se puede descartar una sobrerreacción del mercado. A título ejemplar, plantea que ella pudiese deberse a efectos de portafolio que resultan de movimientos hacia títulos de corto plazo ante la mayor incertidumbre sobre las tasas largas. Por otra parte, tampoco se puede descartar que señales negativas en Estados Unidos de América en el corto plazo lleven a postergar las expectativas sobre la salida de los alivios cuantitativos.

En lo concerniente al ámbito doméstico, indica que algunos de los datos más recientes apuntan a una desaceleración de la inversión, entre ellos, el Índice Sintético de Edificación y el dato marginal de las colocaciones comerciales. Hace notar que la evolución de las expectativas es consistente con estos datos y en contraposición, la evolución del empleo y la estrecha situación del mercado de viviendas sugieren que pudiera mantenerse el dinamismo de la inversión residencial.

En cuanto al consumo, consigna que el panorama es claramente distinto. En efecto, en concordancia con lo que ha sido la dinámica de los últimos años, evoluciona a la par con la masa salarial, las expectativas de los hogares se mantienen favorables, y las colocaciones hipotecarias mantienen tasas de crecimiento similares a las observadas en los últimos dos años.

Al finalizar su intervención, el señor Kevin Cowan expresa que de confirmarse el menor dinamismo en la inversión, ello tendrá sin duda un impacto en el empleo, los salarios y el consumo, aun cuando los plazos en los cuales se materialice sean aún inciertos. Con todo, manifiesta que la incertidumbre que aún persiste sobre algunos componentes de la inversión y sobre los rezagos con los cuales pudiese afectar el consumo, unida a la falta de certeza sobre la permanencia de las nuevas condiciones externas observadas en las últimas semanas, hacen prudente esperar antes de comenzar el ciclo de bajas de tasas de interés.



El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín inicia su exposición señalando que el escenario económico internacional presenta una mayor volatilidad debido a diversos eventos en distintas partes del mundo, lo que ha llevado a vaivenes en los precios de *commodities* y a mayor incertidumbre en las economías exportadoras de estos productos.

En lo concerniente a la Zona Euro, hace notar que reportó la quinta caída interanual del PIB durante el primer trimestre del año, en un escenario de elevado desempleo, en especial, en las economías con mayores dificultades fiscales.

Destaca que en Estados Unidos de América, las autoridades han dado indicios de comenzar a retirar el estímulo monetario, y que Japón ha continuado ejecutando el programa que busca duplicar la base monetaria para fines de 2014.

En cuanto a China, expresa que los datos sectoriales y las cifras de crecimiento de las exportaciones del mes de mayo pasado dan cuenta de que se mantendría un ritmo de expansión similar o inferior al del primer trimestre, esto es, menor a 8% y que la inflación se mantiene bajo control.

En este contexto, consigna que en los últimos meses, el Banco Central Europeo y países como México, Colombia, Hungría, Israel, Polonia, Australia, Corea, India y Tailandia, han rebajado sus tasas de política monetaria.

En lo atinente al ámbito interno, menciona que las cifras confirman un escenario de desaceleración. En este sentido, la actividad económica creció 4,4% en el mes de abril, inferior a las expectativas del mercado, y que con este resultado, el crecimiento acumulado este año es de 4,2%, lo que ha afectado las expectativas de crecimiento de los agentes. Agrega que de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas del Banco Central de Chile se espera un crecimiento de 4,6% para el presente año, tras 5% el mes anterior.

El Ministro de Hacienda plantea que el consumo sigue creciendo, sostenido por la creación del empleo y el aumento de los salarios reales. Sin embargo, en el primer trimestre, el consumo privado se desaceleró a 6,2%, tras el 7,3% del trimestre previo, y que desde mediados de 2012 se observa una tendencia a la desaceleración de las colocaciones bancarias, fundamentalmente por una moderación de los créditos comerciales y de consumo y, en alguna medida, por los créditos hipotecarios.

Además, se aprecian con mayor claridad los síntomas de una desaceleración de la inversión. Hace notar que la formación bruta de capital fijo en el primer trimestre de este año se desaceleró a 9,6%, tras crecer 18,1% el trimestre anterior, lo que se explica por una moderación de sus dos componentes que corresponden a construcción y maquinarias y equipos. Conforme al último catastro de la Corporación de Bienes de Capital, la inversión proyectada en 2013 pasa a US\$20.361 millones, desde los US\$22.609 del catastro anterior y por su parte, las importaciones de bienes de capital crecieron 10,2% en el mes de mayo, cifra inferior al 20,7% del primer trimestre y al 33,1% del cuarto trimestre de 2012.

Agrega que el IMACON que se ha conocido en el día de hoy se ha desacelerado drásticamente en los primeros meses del año, pasando desde un crecimiento promedio de 10,5% en 2012 a una tasa de 4,1% en abril último. A su juicio, ello revela que ambos componentes de la inversión en capital fijo muestran síntomas de desaceleración. Adicionalmente, la Inversión Extranjera Directa en Chile acumulada en doce meses cayó a



US\$27.946 millones en abril, tras haber registrado US\$34.181 millones en el mes de marzo, según cifras del propio Banco Central de Chile.

El señor Felipe Larraín hace presente que las exportaciones también se desaceleraron durante el primer trimestre de este ejercicio, creciendo 1% en términos interanuales, tras expandirse 4,7% el trimestre anterior. Con todo, señala que en el mes de abril se aprecia un repunte del valor de las exportaciones de bienes totales a la Unión Europea. Expresa que estas noticias son positivas, ya que los indicios apuntan a una moderación del déficit de cuenta corriente. En efecto, la balanza comercial acumulada en los últimos doce meses al mes de mayo escaló hasta US\$1.982 millones, tras los US\$1.183 millones del mes de abril. Por otra parte, la caída en el precio de la libra de cobre en lo que va del segundo trimestre a un promedio de US\$3,28, tras US\$3,6 el trimestre previo, da indicios de una posible moderación del déficit de la partida de Renta de la cuenta corriente.

En materia de inflación, se registró una variación mensual nula en mayo, llegando a un nivel de 0,9% en doce meses, y en el resultado del mes destacó la disminución en el precio de la electricidad y del gas licuado.

La inflación subyacente también se mantiene acotada, ya que el IPCX y el IPCX1 se encuentran en niveles de 1% y 1,7%, respectivamente, lo que refleja que ello no se debe solo a factores puntuales transitorios, sino a una moderación generalizada de precios. Añade que las expectativas de inflación apuntan a que este indicador se ubicaría en 2,4% al término del presente año y anclado en 3% hacia fines de 2014, de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.

En su opinión, los datos muestran cada vez con mayor fuerza que la desaceleración económica se está produciendo más rápidamente y con una magnitud superior que lo anticipado. Así, el mercado ya ajustó sus expectativas sobre la tasa de política monetaria, por cuanto tanto la última Encuesta de Expectativas Económicas como la Encuesta Quincenal de Operadores Financieros del Banco Central de Chile esperan que esta baje en el mes siguiente y dentro de los próximos tres meses, respectivamente.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín expresa que en este escenario, se sugiere comenzar lo antes posible un nuevo ciclo de reducción de la tasa de política monetaria, atendido que los riesgos que apuntan a un menor dinamismo se han intensificado con fuerza, la inflación se encuentra por debajo del rango de política monetaria y con este movimiento de baja de tasas se contribuiría a frenar las presiones a la apreciación cambiaria, incentivando al sector exportador y permitiendo contrarrestar los efectos de una menor demanda agregada.

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 da inicio al proceso de votación de las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios y, en primer término, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el excelente análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios, que como es habitual ha aportado antecedentes muy útiles para fines de la decisión de política monetaria.

Expresa que del análisis presentado sobre la economía internacional se colige que se tiende a consolidar un escenario de recuperación lenta, pero sólida, en Estados Unidos de América, junto con un crecimiento más moderado de China y el resto de los países emergentes. Agrega que la actividad económica en Japón parece estar respondiendo a los



nuevos estímulos, aunque llama la atención la rapidez con que han comenzado a revertirse los primeros impactos de los anuncios sobre los mercados de activos financieros.

En su opinión, este escenario global representa un progreso hacia la normalidad, por lo que es bienvenido, sin perjuicio que está impulsando a la baja los precios de las materias primas en el corto plazo y poniendo presión al alza en lo concerniente a las primas de riesgo de los países emergentes.

Hace notar que los capitales parecen estar retornando a sus países de origen, lo que se traduce en salidas netas desde países emergentes, tendencia que de continuar, podría complicar el manejo macro-financiero de aquellos países más dependientes del financiamiento externo. A su juicio, es muy importante vigilar de cerca la evolución de los flujos de capitales y de los mercados financieros, porque la permanencia e intensidad de esta reversión de flujos de capitales serán claves para definir el escenario financiero que enfrentan países como Chile.

En lo referente al ámbito local, se afianza la esperada desaceleración, aunque todavía la demanda interna sigue creciendo más rápido que el PIB. Asimismo, persisten algunas dudas acerca de la evolución del consumo de bienes, especialmente durables, que aún no da señales claras de ajuste. Si bien la inversión total se desacelera, su ajuste es dispar, ya que es muy intenso en las compras de maquinaria y equipos y muy inferior en construcción. Por otra parte, los últimos datos fiscales muestran una aceleración en la ejecución del presupuesto de inversión del gobierno.

Menciona que la inflación sigue baja y que las expectativas para la inflación a fin de año siguen centradas en la parte baja del rango. Con todo, preocupa que la brecha entre el aumento de los salarios efectivos y los calculados de acuerdo a los patrones de indexación siga aumentando persistentemente, lo que plantea desafíos crecientes a mediano plazo. En momentos en que el aumento del empleo converge a tasas sostenibles, esta aceleración de los salarios reales es un factor de dinamización del consumo que, a su juicio, debe ser observado con atención.

Conforme a lo expuesto, y dado que el nivel actual de la TPM se ubica en niveles aproximadamente neutrales, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta concordar con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en orden a mantener la TPM en 5% anual.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención señalando que en las últimas semanas se han ido consolidando algunos patrones relevantes que han sido mencionados en las últimas Reuniones de Política Monetaria. La recuperación en Estados Unidos de América continúa su curso lento, pero aún así el mercado ha ido incorporando la expectativa de un retiro gradual del estímulo monetario hacia fines de este año. A su juicio, es inevitable que las señales de recuperación lenta de la economía estadounidense induzcan cambios en las valoraciones en los precios de activos y que vengan acompañados de volatilidad, toda vez que las tasas de interés de los instrumentos de deuda pública se encuentran en niveles mínimos históricos.

Por su parte, expresa que Europa continúa sumida en una recesión prolongada, y aunque algunas señales han sido mixtas, no se visualiza en el corto plazo ningún cambio relevante.



En lo referente a China manifiesta que las cifras siguen mostrando una convergencia a tasas de crecimiento en torno al 7,5% y la dificultad de compensar la demanda externa con políticas internas que no generen desequilibrios.

Hace presente que esta combinación de fenómenos tiene implicancias relevantes para los países en desarrollo y para Chile en particular. En este sentido, manifiesta que en los últimos años, Chile se ha visto favorecido por altos precios de exportación, en particular del cobre, como asimismo, de un acceso preferente a financiamiento externo. No obstante, los antecedentes acumulados en los últimos meses dan cuenta de una tendencia a la corrección o normalización de estos fenómenos. En su opinión, si bien no existen elementos para estimar que se produzcan cambios bruscos, sí se aprecia una convergencia a patrones más cercanos a los históricos, por lo que sin duda estos cambios han afectado los precios de los activos en varios países emergentes, presionando las bolsas, los *spreads* de bonos de gobierno y corporativos, así como la valorización de sus monedas.

En síntesis, la lenta recuperación de Estados Unidos de América constituye una buena noticia, pero a su vez los fenómenos internacionales vienen a modificar una combinación de patrones que han sido muy favorables para Chile en el último tiempo. A su juicio, los aumentos en los *spreads* de los bonos emitidos en el exterior y la depreciación del peso dan cuenta de aquello, más allá de la natural volatilidad de estos precios. Agrega que en cualquier caso, resulta previsible que en lo futuro se siga observando bastante volatilidad en la valoración de estos activos por la naturaleza del fenómeno al cual estamos sujetos, constituido por la potencial normalización en algún plazo indeterminado de la política monetaria en Estados Unidos de América.

En lo atinente al ámbito interno, señala que la actividad se mostró más débil de lo anticipado y que los datos de inversión siguen mostrando una desaceleración, aunque su volatilidad hace más difícil evaluar su velocidad en forma más precisa. En todo caso, los antecedentes en construcción de viviendas, obras y maquinarias sugieren que la transición está siendo más bien gradual, sin que existan evidencias de cambios bruscos, lo que ciertamente es positivo. Agrega que el consumo mantiene su dinamismo, que es coherente con la situación del mercado laboral, sin estar impulsado de manera relevante por condiciones de financiamiento especialmente favorables.

Destaca que la inflación se ha mantenido baja, pero se espera que en los próximos meses vuelva a ubicarse dentro del rango meta del Banco Central de Chile, como consecuencia de aumentos en los precios de combustibles y del componente transable del indicador subyacente, afectado en parte por la devaluación que ha observado el peso.

Indica que de este conjunto de antecedentes se infiere que la economía ha entrado en un proceso de normalización de su crecimiento, aunque todavía son mixtos para evaluar la velocidad de este ajuste, lo que sugiere cautela en las decisiones de política monetaria. Sin embargo, en su opinión, dan cuenta de que han ido cediendo las condiciones que justificaban tasas de interés en Chile más altas que las de otros países equivalentes.

En este contexto, expresa concordar con la Minuta de Opciones en cuanto a que actualmente las opciones son las de mantener la tasa en su nivel actual o bajarla en 25 puntos base. Por su parte, el mercado ha ido internalizando en función de los datos la posibilidad de una reducción de la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses, aunque para esta Reunión espera mayoritariamente que se mantenga.

A su juicio, existen elementos que justifican ambas decisiones, y agrega que el riesgo de adoptar una decisión eventualmente tardía no se percibe como muy significativo, ya que no existen señales de desaceleración aguda en la actividad o en la demanda, la que parece producirse de manera gradual en distintos componentes de ella. Asimismo, una baja



de la TPM en esta oportunidad entregaría una fuerte señal al mercado en cuanto a que se ha consolidado una desaceleración importante de manera inequívoca, lo que no es tan evidente. En todo caso, en la medida que se consoliden los patrones antes mencionados, se justificará una modificación de la Tasa de Política Monetaria en las próximas Reuniones.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del 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 de Política Monetaria.

Expresa que el escenario externo presenta señales mixtas. En efecto, las condiciones financieras muestran un deterioro, lo que se relaciona en parte con la inquietud que genera el inicio del retiro del estímulo monetario aplicado en Estados Unidos de América.

En materia de crecimiento, se reafirman las mejores perspectivas para Estados Unidos de América y Japón, sin embargo, Europa sigue en recesión y las economías emergentes, con variantes, continúan entregando señales de desaceleración.

Además, los precios de las materias primas permanecen afectados por presiones más bien bajistas, y las monedas de las economías emergentes se han consolidado en niveles más depreciados que los observados meses atrás.

Con todo, estima que los movimientos que se han observado deben ser interpretados como avances en la dirección de un crecimiento más equilibrado entre las distintas regiones del mundo y de mercados financieros con precios más normales, lo que tiene una connotación en general positiva.

En lo atinente al frente interno, se extienden las señales de moderación o normalización del crecimiento. Al respecto, consigna que el último IMACEC resultó relativamente bajo, con lo cual se han acumulado varios registros con ese mismo sello en los últimos meses. Además, destaca que este comportamiento de la actividad ha afectado tanto a sectores relacionados con recursos naturales como al resto de los sectores.

Hace notar que por el lado de la demanda también se observan señales de moderación, aunque estas son más claras en el componente inversión que en el de consumo. Este último se mantiene todavía bastante robusto, respondiendo a las buenas condiciones del mercado laboral y al alto nivel en el que permanecen las expectativas de los consumidores, a lo que se agrega que el nivel de endeudamiento de las personas no constituye actualmente un factor restrictivo para efectos del gasto de los hogares.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que las condiciones financieras internas permanecen bastante estables y que la evolución del crédito sigue marcada por un comportamiento prudente de oferentes y demandantes, con tasas de variación que se ajustan a la baja.

Añade que la inflación continúa mostrando registros anuales bastante reducidos y perspectivas de una gradual normalización. Con todo, las expectativas de inflación permanecen en torno al 3% en el horizonte de política monetaria.



Plantea, además, que las expectativas para la TPM han comenzado a incorporar rebajas de tasa en el curso de los próximos meses, lo que ha encontrado sustento no solo en los datos que se han conocido, sino también en las señales entregadas por el Banco Central de Chile.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que conforme a los antecedentes descritos, las opciones que surgen con mayor nitidez son las de mantener o bajar la TPM en 25 puntos base, y que en tal sentido, coincide con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

A su juicio, la TPM se mantiene en niveles relativamente altos comparados con los prevalecientes en economías desarrolladas y, además, se presentan diferenciales de crecimiento y de tasas largas que comienzan a reducirse, por lo que parece razonable evaluar la posibilidad de introducir un ajuste en la TPM, como el sugerido por las expectativas del mercado.

Plantea que la pregunta relevante es cuándo se debe iniciar este proceso y que en esa perspectiva se sitúan las dos opciones de política que se plantean en esta oportunidad.

En su opinión, la opción de mantener la tasa rectora permite acumular más antecedentes, de manera que de confirmarse las tendencias que se están observando, se procedería sobre bases más firmes y además presenta la ventaja de darle al mercado un mayor tiempo para que asimile e internalice los cambios sugeridos. Si se opta por recortar la TPM en esta Reunión, existe algún riesgo de que el mercado no procese adecuadamente esta decisión, considerando que todavía espera mayoritariamente que se mantenga dicha Tasa.

Agrega que en pocas semanas se divulgará el próximo IPoM de junio, lo que servirá para entregar una visión más completa sobre la evolución de la economía y la orientación de la política monetaria y, por lo tanto, lo más recomendable en este contexto es esperar hasta la presentación de ese Informe.

En todo caso, estima que en el Comunicado del día de hoy debería aludirse a este tema con motivo de una decisión que parece cada vez más cercana.

Antes de concluir su intervención, expresa que un recorte en la TPM facilitará el necesario ajuste que requiere la economía, siempre que no sea seguido por acciones de estímulo adicionales en otros frentes de la política macroeconómica.

En virtud de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 5% anual.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su presentación agradeciendo el análisis del *staff*, en particular, en una coyuntura que estima especialmente interesante. Asimismo, manifiesta compartir los antecedentes que se señalan al comienzo de la Minuta de Opciones, a lo que agrega como dato relevante que los dos indicadores de remuneraciones reales, consistentes en el Índice de Remuneraciones y el Índice de Costo de Mano de Obra, están creciendo por sobre el 5% real anual y se aceleran más allá de lo que podría explicar la regla habitual de indexación, por ser consecuencia de una reducción de la inflación.



En lo atinente al ámbito internacional, señala que, a su juicio, la gran novedad en esta oportunidad la constituye el hecho que las noticias en Estados Unidos de América son aparentemente favorables en cuanto a la recuperación de su economía y que, por lo tanto, se espera que el retiro gradual de los estímulos monetarios no solo se adelante, sino que también se efectúe de manera moderada. Añade que los retiros de los estímulos monetarios implican una normalización, por lo que de ninguna manera deberían afectar la recuperación de la economía norteamericana.

En ese contexto, estima que se debería esperar probablemente que el patrimonio del sector privado, que constituye la riqueza en bonos, acciones y bienes raíces, vaya aumentando a la par o quizás anticipadamente respecto de la recuperación de esa economía. No obstante, precisa que en este ámbito es posible que por efecto de eventuales aumentos de tasas de interés futuras o que se anticiparían a lo esperado, el mercado de bonos reaccione con incrementos de ellas en prácticamente todos sus plazos. A su juicio, esta situación tendría efectos positivos y también negativos a la vez. Sería positivo, porque constituye un síntoma de recuperación de la economía de los Estados Unidos de América, pero no necesariamente se traduce en una buena noticia de corto plazo para aquellas economías que están financiando sus déficits y sus desequilibrios en el mercado de bonos.

Destaca que el mercado internacional ha reaccionado de manera masiva respecto de los bonos de las economías emergentes aumentando los *spreads* de riesgo soberano, incluyendo el de Chile aunque de manera algo más moderada. Expresa que ello puede ser negativo para aquellas economías que no tienen disponibilidad de fuentes de financiamiento alternativas, entre las cuales se encuentran varias de las economías de la Zona Euro que también han visto aumentar sus *spreads*.

En lo concerniente al ámbito interno, destaca, en primer lugar, la depreciación del peso y los signos de desaceleración de la actividad que se siguieron manteniendo durante el mes de abril, lo que se colige de los indicadores de dicho mes. Al igual que en la Reunión anterior, considera que estos indicadores son algo menos claros en lo referente al gasto agregado, y aun cuando era conocido que nos encontrábamos en un ciclo de inversión que estaba cercano a su fin y que, en consecuencia, parte de la desaceleración de la inversión era esperada, quizás ella se ha producido más rápido que lo que se había estimado.

En cuanto al consumo, si bien se ha proyectado su desaceleración, no existe evidencia de que se sostenga, por lo que en su opinión, se está en esa trayectoria y algunos indicadores más recientes, con altibajos, dan cuenta de algunas reverberaciones.

En materia fiscal, consigna que se ha producido una ejecución en el primer trimestre por debajo de la histórica y que todo hace pensar que ello probablemente se revertirá y que, por lo tanto, alguna parte del menor gasto del primer trimestre debería tener algún rebote en el resto del año.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que sobre la base de estos antecedentes, su análisis es el siguiente.

En primer término, indica que en los últimos meses hubo que enfrentar un puzzle de política, por cuanto los indicadores de la economía internacional hacían pensar en la conveniencia de reducir la TPM, ya que, a diferencia de Chile, las tasas rectoras en los mercados internacionales estaban muy lejos de sus tasas neutrales y, por consiguiente, esos diferenciales de tasas generaron presiones sobre los flujos de capital, si bien no masivamente, pero sí sobre el tipo de cambio en particular. Por el contrario, los indicadores internos reflejaban la necesidad de elevar las tasas de interés como consecuencia de la estrechez del mercado del trabajo y porque también se habían sobrepasado las brechas de capacidad. A su



juicio, resulta tranquilizador el hecho que los registros de inflación hayan sido anormalmente bajos, permitiendo postergar la resolución de este puzzle en favor de una u otra opción.

Sin embargo, estima que durante este último mes las tensiones sobre la política monetaria se han relajado en los dos frentes. En efecto, se han elevado las tasas de interés que está enfrentando la economía chilena, al igual que el resto de las economías emergentes, y el peso se ha depreciado, en un fenómeno que no es interno, sino que de carácter internacional. Por otra parte, con la excepción del mercado del trabajo que sigue muy estrecho, pareciera ser que la actividad de la economía chilena se ha ido desacelerando. En este contexto, coincide con la recomendación del *staff* y, por lo tanto, expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

Sin embargo, hacia el futuro, considerando también los sesgos que eventualmente podrían incorporarse al Comunicado y que resulta más riesgoso enfrentar situaciones de déficit de cuenta corriente en la trayectoria que sigue la coyuntura internacional, estima que lo más conveniente sería combinar una desaceleración del gasto con una reducción de tasas de interés, pero al mismo tiempo, considerar una combinación de eventos que también puedan descomprimir el déficit de la cuenta corriente. En particular, plantea que constituye un buen indicador en este sentido lo que siga ocurriendo con el tipo de cambio.

Por lo expuesto, plantea la conveniencia de seguir observando con especial cuidado las eventuales señales sobre la evolución del gasto agregado, público y privado, para determinar la oportunidad y ritmo que debería seguir la política monetaria.

En mérito de lo expuesto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 5% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión expuesta por el Vicepresidente señor Manuel Marfán e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis consignado precedentemente.

En lo concerniente al escenario externo, señala que se ha observado un cierto deterioro en las condiciones financieras en relación a la Reunión de Política Monetaria pasada, ya que las bolsas han bajado y aumentado los *spreads*. Agrega que varios de estos desarrollos, incluida la apreciación del dólar norteamericano, han estado influenciados por el eventual comienzo del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos de América.

Menciona que en la Zona Euro sigue con bajo crecimiento, pero se mantienen o mejoran las perspectivas para Japón y Estados Unidos de América. Por otra parte, destaca el que las economías emergentes están exhibiendo desaceleraciones mayores que las esperadas y que sus perspectivas de crecimiento se han ajustado a la baja. Consigna también que han surgido prevenciones en cuanto a que China podría tener una desaceleración aún mayor que la que ha estado exhibiendo, por lo que a su juicio, todo ello conduce a estimar un rebalanceo del crecimiento mundial hacia un mayor crecimiento de las economías avanzadas y uno menor de las emergentes.

Expresa que las materias primas han exhibido un comportamiento mixto desde la última RPM y que el precio del cobre es levemente más bajo que entonces, lo que confirma un escenario algo menos favorable para nuestro país.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica que en Chile, las cifras de actividad y gasto mantienen la tendencia a la desaceleración que se constataron en la Reunión pasada. En este sentido, manifiesta que el IMACEC del mes de abril fue inferior al esperado, mientras que las importaciones del mes de mayo exhiben un crecimiento nulo en doce meses, luego de



experimentar un incremento elevado el mes previo. Añade que la velocidad de expansión de la actividad en el segundo trimestre se mantendría en los bajos niveles exhibidos en los tres primeros meses del presente año.

Desde el punto de vista de la demanda, se observa, en general, un mayor impacto en la inversión que en el consumo. Estima que ello no debiera sorprender, en cuanto constituye un efecto natural en una etapa de desaceleración en el ciclo económico. No obstante, sí sorprende la fuerza que hasta ahora sigue mostrando el consumo de bienes durables.

Hace presente que las colocaciones se han desacelerado en el margen, lo que es un elemento consistente con una actividad más contenida, aunque parte del financiamiento bancario a empresas ha sido sustituido por financiamiento vía colocación de bonos en el exterior. El mercado laboral, por su parte, se mantiene estrecho y las remuneraciones nominales crecen entre 6% y 7%, lo que da un sustento al dinamismo del consumo.

Plantea que la consolidación de un escenario de menor crecimiento, incluso inferior que el potencial, debiera estar aparejada de cambios en los precios relativos, en particular del tipo de cambio real y de las tasas de interés. Advierte que algo de ello ya ha sucedido por razones más bien externas, pero podría profundizarse en la medida que persistan las tendencias recientes de la economía doméstica.

Añade que la inflación y sus medidas subyacentes siguen en torno a 1%, aun cuando en los próximos meses debiera observarse una convergencia hacia la meta del Banco Central de Chile, y que las expectativas siguen ancladas en 3% anual.

Con todo, expresa que la desaceleración de la economía chilena es consistente con lo que el Banco esperaba para el presente año y desde cierta perspectiva constituye una normalización de un escenario previo fuertemente expansivo, aun cuando se debe reconocer en todo caso que ha sido mayor a la esperada. Considera que hay elementos puntuales que debieran revertirse o al menos no profundizarse que pondrían un límite a esta desaceleración en el segundo semestre, pero que solo el paso del tiempo y las nuevas cifras dirán si es así o si estos elementos transitorios se están convirtiendo en más permanentes. También los indicadores futuros mostrarán si aquellos elementos más dinámicos de la actividad se mantienen o se suman a los que se han ajustado. Enfatiza que la consolidación de una actividad y demanda por debajo de los niveles esperados tiene efectos sobre la política monetaria, esto es, sobre una mayor expansividad de esta si ello ocurre.

El Presidente señor Rodrigo Vergara sostiene que es natural tener dudas sobre cuán permanentes son las tendencias que se han observado últimamente y que todavía hay variables que van en la dirección opuesta de la desaceleración, tal como la estrechez del mercado laboral. A su juicio, ello lleva a pensar que es prudente esperar para tener más información.

Al igual que en la Reunión anterior, destaca el nivel elevado de la TPM chilena en relación a países de similares características.

Con todo ello, señala que las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios son las más razonables. En este sentido, manifiesta que reducir la Tasa en 25 puntos base se condice con una desaceleración más pronunciada que la esperada, con la baja inflación y sus expectativas, y con la posibilidad que esta desaceleración se consolide hacia adelante. Estima que mantener la Tasa es más consistente con que el diagnóstico es aún prematuro, la existencia de elementos que pudiesen ser transitorios, el retorno gradual de la inflación al 3% anual, un mercado laboral estrecho y un consumo que aunque se ha desacelerado, sigue creciendo a tasas elevadas.



Por lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel de 5% anual, dejando en claro que persisten las señales de desaceleración a las que se hace mención en el Comunicado y en la Minuta de la Reunión pasada.

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% anual.

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

199-01-130613 - 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% anual.

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, las condiciones financieras globales se han tornado algo más restrictivas, especialmente para las economías emergentes, en parte por la expectativa de un retiro más temprano del estímulo monetario en Estados Unidos. A lo anterior se suman las menores perspectivas de crecimiento para China. La recesión de la Eurozona continúa, mientras que las proyecciones anticipan una recuperación de la economía norteamericana. Los precios de las materias primas retrocedieron levemente en las últimas semanas. El dólar se apreció en los mercados internacionales, particularmente respecto de monedas de economías emergentes.

En el plano local, los antecedentes recientes muestran que continúa la desaceleración de la actividad y de la demanda interna. El ajuste ha sido más marcado en la inversión, mientras que el consumo privado aún muestra dinamismo. El mercado del trabajo sigue ajustado. La inflación total y las medidas subyacentes continúan en valores cercanos a 1% anual, mientras que las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta en el horizonte de política.

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 17:05 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



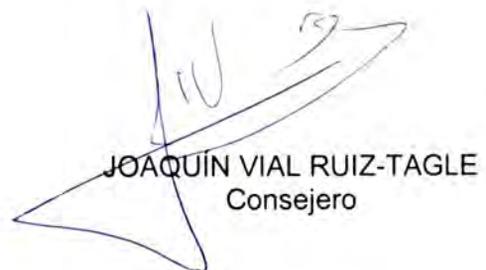
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe