



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 185
celebrada el día martes 17 de mayo de 2012

En Santiago de Chile, a 17 de mayo de 2012, siendo las 11:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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

Asisten también:

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 185, comunicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha decidido que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de noviembre de 2012 se celebre el día 13 de ese mes.



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

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria, RPM. En primer término, señala que el clima político en Europa dificultaría la aplicación de planes de ajuste fiscal, tensionando los mercados. Al respecto, hace presente que a esta fecha se advierten mayores posibilidades de que Grecia abandone el euro y que, de hecho, ya se están observando salidas importantes de capitales desde esa economía.

En segundo lugar, indica que ha aumentado la aversión al riesgo, lo que se refleja en caídas bursátiles, aumentos de las primas por riesgo y bajas de las tasas largas en países refugio, como lo son Estados Unidos de América, Alemania y Japón. Agrega que estas tasas han llegado a mínimos históricos en Alemania y Japón, y a niveles muy cercanos al mínimo respectivo en el caso de Estados Unidos de América.

Asimismo, menciona que los indicadores de actividad en Estados Unidos de América y China dan cuenta de un menor dinamismo que el esperado por el mercado. Sobre el particular, destaca que para efectos del último Informe de Política Monetaria, IPoM, de marzo de 2012, se consideró un crecimiento para China inferior al estimado por el mercado y que, en cierto sentido, este menor dinamismo podría llevar a que los bancos de inversión tiendan a ajustarse a niveles más cercanos a los contemplados en ese Informe.

A título de último desarrollo relevante, comenta que han caído los precios de los *commodities*, especialmente, los de los combustibles y el cobre.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, refiriéndose a las noticias del mes respecto de Europa. En primer lugar, hace presente que las elecciones que se llevaron a cabo en algunas de estas economías, particularmente en el caso de Francia, Grecia y Alemania, han aumentado los sentimientos contrarios a la austeridad. En este sentido, precisa que en el caso particular de Francia, el discurso del Presidente Hollande apunta a sostener una postura menos estricta respecto de los ajustes fiscales; que en Grecia, la situación política imperante es compleja, a lo cual se suma la existencia de gran incertidumbre respecto del resultado de las elecciones que se realizarán el 17 de junio próximo, que serían determinantes para efectos de la permanencia de esta economía en el euro; que en Alemania, el partido de gobierno perdió las elecciones estatales, lo cual también constituye una señal al efecto; que el gobierno holandés renunció por motivos vinculados con desacuerdos con el ajuste fiscal; y, por último, que en Irlanda se llevará a cabo un referendo el 31 de mayo próximo, esperándose que triunfe la posición menos estricta respecto de la austeridad fiscal.

A título de segunda noticia del mes en Europa, indica que se rebajó la clasificación de riesgo de España a BBB+, con perspectivas negativas, así como también la correspondiente a once bancos españoles, incluidos los bancos BBVA y Santander, y la de bancos italianos.



En el caso de España, destaca que el gobierno intervino el Banco BFA/Bankia, obteniendo el control indirecto del 45% de esa entidad bancaria, y que aportará el capital necesario para sanear su situación financiera.

Adicionalmente, informa que en España se encuentra en discusión una reforma bancaria que busca restablecer en algún grado la estabilidad financiera de la banca de ese país, y que entre sus medidas más importantes considera elevar la provisión a los créditos y activos inmobiliarios no problemáticos; permitir que las instituciones que lo necesiten, se recapitalicen o que emitan bonos convertibles a 5 años; y establecer que los bancos deban aportar sus activos inmobiliarios adjudicados en sociedades independientes antes del 31 de diciembre próximo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agrega que se anunció que BlackRock y otra institución externa de auditoría efectuarán una revisión de la cartera de los bancos españoles.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan comparte el planteamiento expuesto por el señor Presidente y agrega que esta medida amplifica las serias dudas existentes respecto del criterio seguido por el Banco de España para calificar la cartera de préstamos. Además, resalta la especialidad de este mecanismo que tiene por objeto restaurar la confianza, pero que duda sobre la idoneidad del ente supervisor en esta materia.

El Consejero señor Joaquín Vial comenta que en España se ha observado un traslado de depósitos bastante significativo desde algunos bancos y cajas de ahorro hacia otros bancos más sólidos. Indica que esta situación estaría afectando a Bankia y también a bancos griegos. En su opinión, ello podría generar un desenlace abrupto de este período de inestabilidad financiera, razón por la cual sugiere efectuar un seguimiento permanente de esta situación.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación señalando que, en línea con las mayores tensiones mencionadas, los *CDS spread* soberanos han exhibido incrementos importantes, especialmente en Francia, donde figuran muy cercanos a sus máximos históricos. Agrega que los aumentos son más moderados en Estados Unidos de América, el Reino Unido y Alemania; que Australia y Nueva Zelanda también exhiben incrementos; que los de España se encuentran en los máximos históricos; y que los de Italia también se aproximan a su récord histórico respectivo. Asimismo, destaca que igual movimiento registran los *spreads* bancarios a 5 años.

Hace presente, además, que la volatilidad de los mercados bursátiles aumenta, especialmente en Europa, alcanzando a 35%, aproximadamente. Añade que el incremento del VIX ha sido más moderado, superando levemente el 20%, y que en el caso de las economías emergentes, el alza se ha registrado recién en las últimas semanas, hasta un nivel cercano al 20%.

En línea con lo anterior, informa que los premios por riesgo corporativo han tendido a aumentar tanto en Estados Unidos de América como en las economías emergentes.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a los gráficos relativos a los *CDS spreads* soberanos a 5 años de los países europeos que se contienen en la lámina N° 5 de la presentación. Al respecto, plantea que, en su opinión, se debieran traspasar los datos sobre los *CDS spreads* franceses al gráfico relativo a los CDS de España, Italia y



Bélgica, porque si bien los órdenes de magnitud son distintos, la forma de las curvas que representan dichos gráficos en el caso de Francia e Italia son parecidas, lo cual no constituye una casualidad, por cuanto los bancos franceses están particularmente comprometidos con deuda italiana.

Manifiesta que el punto de fondo que corresponde considerar radica en la alta correlación que se observa entre ellos desde hace bastante tiempo, lo que constituye un hecho relevante de considerar para efectos de los mecanismos de propagación de una eventual crisis, específicamente en entender cómo este tipo de crisis empieza a tener caracteres sistémicos con estos mecanismos de transmisión.

Añade que la curva de Italia, a su vez, se parece también a la de España, y así sucesivamente.

El señor Sergio Lehmann continúa con su presentación señalando que los indicadores de liquidez en dólares estadounidenses muestran una situación algo más ajustada en Europa. Al respecto, precisa que la tasa *on-shore* en dólares a tres meses para la Zona Euro, el Reino Unido y Japón exhibe un aumento no mayormente significativo, mientras que la Libor a un mes figura bastante plana y las de plazos más largos presentan aumentos de mayor magnitud. Plantea que ello podría interpretarse que el mercado prevé una situación más compleja en términos de liquidez de esta fecha a algunos meses.

Agrega que el *Basis Swap*, que de alguna manera da cuenta de cuál es el premio que los inversionistas están dispuestos a recibir para efectos de asumir posiciones en euros, recoge el mismo fenómeno, esto es, que no solo hay una mayor disposición a tomar posiciones en dólares estadounidenses, sino que, adicionalmente, existe una percepción de que en los próximos meses podría registrarse una situación algo más ajustada en los mercados interbancarios.

El Consejero señor Enrique Marshall hace referencia a estadísticas sobre la relación entre préstamos y depósitos en distintas regiones del mundo, y de las cuales, en su opinión, surge con bastante claridad que en los bancos americanos dicha relación es bastante sólida, mientras que los bancos europeos tienen una relación de 125%, es decir, sus préstamos exceden su base de depósitos en un 25%. Asimismo, llama la atención que si bien la banca latinoamericana no presenta problemas, aparece también en una situación similar a la de los bancos europeos, dependiendo en gran medida de líneas de financiamiento del exterior. A su juicio, la conclusión que se puede extraer es que la banca europea deberá hacer ajustes muy significativos, porque actualmente no tiene acceso a financiamiento externo, sobre todo al financiamiento en dólares estadounidenses.

Al respecto, el Presidente señor Rodrigo Vergara alude a datos del Bank for International Settlements, BIS, que dan cuenta de que Chile exhibe relaciones entre créditos y depósitos superiores a un 100%, esto es, porcentajes mayores a los de otros países de desarrollo similar.

El Consejero señor Enrique Marshall explica que ello obedece a que el sistema bancario chileno descansa, en parte, en el financiamiento externo, porque no tiene capacidad para captar dólares estadounidenses en el mercado local.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan indica que el financiamiento externo representa el 10% de los pasivos totales y que parte importante de ese porcentaje en Chile corresponde al fondeo interno de mayoristas, esto es, fondos de pensiones y fondos mutuos. Agrega que algunos países latinoamericanos, como Perú y Colombia, tienen



una base de créditos en relación con sus depósitos más alta, porque parte del ahorro privado es canalizado por los fondos de pensiones y, además, porque en algunos de estos países, las opciones de inversión de los fondos de pensiones son más restrictivas que en Chile, lo que los lleva a depositar elevadas sumas de divisas en las empresas bancarias.

Por otra parte, comenta que las tasas de ahorro en Latinoamérica son bastante más bajas que el 40% que exhibe Asia, donde el ahorro privado es depositado en los bancos.

Respecto de la dependencia entre países, indica que los datos referidos a Latinoamérica sugieren que los pasivos con el exterior ascienden entre el 7% y el 10%.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que detrás de ello se encuentra el hecho que el dólar estadounidense sigue siendo la moneda de operación en los mercados financieros, lo cual constituye una enorme fortaleza para Estados Unidos de América.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, mencionando que en línea con estas mayores tensiones financieras, las bolsas han retrocedido con mayor fuerza en el caso de Europa y las economías emergentes, y en alguna menor medida en el caso de Estados Unidos de América.

Hace presente, además, que los flujos de capitales netos desde economías emergentes muestran salidas en lo más reciente, y que en el caso de Chile, la situación es algo más moderada que en el resto de tales economías.

En materia de tasas de interés, subraya que las tasas largas han registrado retrocesos importantes en Estados Unidos de América y Alemania, alcanzando niveles muy cercanos a sus mínimos históricos.

En cuanto a las encuestas crediticias que se conocieron durante el último mes, destaca que la percepción respecto de las holguras crediticias en Europa vuelve a ser más restrictiva, pero menos marcada que el registro del trimestre anterior. Añade que en Estados Unidos de América se observa una percepción de alguna mayor holgura respecto al trimestre anterior, que se asocia fundamentalmente al crédito a empresas, porque en el caso de otros otorgados a personas y en créditos hipotecarios se encuentra algo más restringida.

Bajo el contexto de mayores tensiones, subraya que los inversionistas han tomado posiciones en monedas más seguras, lo cual ha repercutido en una apreciación importante del dólar multilateral, lo mismo que del yen y la libra esterlina. Por el contrario, precisa que las demás monedas se han depreciado, particularmente el euro y el real brasileño, en torno a 2,5% y algo superior al 7%, respectivamente. Agrega que una situación de ese mismo orden se observa en otras economías exportadoras de *commodities*, como es el caso del dólar neozelandés, el dólar australiano y el rand sudafricano.

El Consejero señor Sebastián Claro observa que en la tabla que se contiene en la lámina N° 13 de la presentación, se informa que el valor *spot* de la paridad del peso chileno es de \$492 por dólar estadounidense, en circunstancias que al día de hoy alcanza a \$504 por dólar. Aclara que más que su valor, le llama la atención que la paridad del peso se haya mostrado separada de la que se refleja en países comparables, como es el caso del rand sudafricano, el dólar australiano, el dólar neozelandés y el real brasileño, lo que proporcionaba tranquilidad en cuanto a los precios de activos que prevalecen en Chile, dados los acontecimientos externos. En razón de ello, consulta si la depreciación que exhibe el peso chileno en esta fecha corrige esa diferencia con respecto a las monedas antedichas.



El señor Sergio Lehmann confirma que los antecedentes presentados tienen un desfase, por lo que se compromete a actualizarlos a la brevedad.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier consigna que al actualizar los datos que esa Gerencia presenta en las reuniones de coyuntura, se obtiene que las monedas comparables se siguen depreciando y que si bien el peso se ha acercado rápidamente a ellas en los últimos tres días, tendría aún un espacio de depreciación adicional.

El señor Sergio Lehmann acota que al término de cada jornada, la Gerencia de Análisis Internacional distribuye un cuadro parecido al que se contiene en la lámina N° 13, que incluye el cierre *spot* y las variaciones acumuladas de las paridades de un conjunto importante de economías. Sin perjuicio de ello, se compromete a enviar dicha información una vez concluida la primera parte de la Reunión de Política Monetaria.

El Consejero señor Enrique Marshall destaca la apreciación que exhiben el dólar norteamericano, el yen y la libra esterlina, lo que sugiere que aún se confía en las economías respectivas y que estas monedas constituyen hoy por hoy un refugio para los inversionistas. Asimismo, llama la atención que el franco suizo exhiba una depreciación.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que Suiza fijó un tipo de cambio mínimo de 1,20 francos suizos por euro, lo que constituye, de alguna manera, un tipo de cambio fijo.

El señor Sergio Lehmann informa que al cierre del día anterior, el peso chileno registraba una depreciación de 3,4% respecto de la última RPM, y el real brasileño, a su vez, de 7,5%, lo que indicaría que la brecha entre ambas monedas tiende a acortarse en algún grado.

Prosiguiendo con su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere a los indicadores de actividad. Al respecto, menciona que Estados Unidos de América exhibe cifras negativas, con la sola excepción del dato de producción industrial dado a conocer el día previo a esta Reunión. Agrega que en el curso de la presente jornada se publicó también el indicador líder, que muestra una situación más bien negativa para los próximos meses, así como el índice *Philly Fed* de actividad industrial, que también da cuenta de una percepción más bien negativa.

Hace presente que la Zona Euro exhibe una situación mixta, pero que su producción industrial es negativa, así como también las ventas minoristas en Alemania.

Destaca que en el día de hoy se dio a conocer el dato del PIB japonés, que sorprendió positivamente, pero que las ventas minoristas y la producción industrial se estiman negativas.

Agrega que las noticias respecto de China han sido muy negativas, por cuanto las cifras sobre exportaciones cercanas a un 5%, resultaron más bajas que el 8,5% esperado; las importaciones no registraron mayor variación en el mes de abril, a pesar de que se proyectó un alza de 10%; y, por último, las ventas minoristas y la producción industrial también han estado por debajo de lo esperado. En consecuencia, destaca que estas cifras dan cuenta de una desaceleración algo más marcada de lo anticipado, lo cual sería confirmado por el *Consensus Forecast G7* que será publicado durante la presente jornada, constituyendo, por tanto, una primera señal de que las proyecciones deberían ajustarse a la baja respecto de lo contemplado en el mes anterior.



A pesar del panorama expuesto, recalca que las encuestas de confianza son algo más mixtas. Al respecto, señala que en Estados Unidos de América, el ISM servicios fue inferior al esperado, mientras que el ISM manufacturero fue mejor; que las percepciones son más pesimistas en la Zona Euro y algo más mixtas en Japón; y que en el caso de China, los PMI sorprendieron positivamente y son consistentes con un crecimiento en torno a 8% para esta economía, aun cuando se encuentran en niveles bajos respecto de sus promedios históricos.

En cuanto a producción industrial, subraya que las economías emergentes registran un retroceso; una caída mayor en el caso de los países emergentes sin considerar China; y una mínima variación tratándose de las economías desarrolladas.

Añade que los PMI manufactureros superan ligeramente el índice de difusión que considera un pivote 50 y exhiben un aumento marginal en el caso de las economías emergentes, asociado fundamentalmente al dato en China, que fue algo mejor que lo anticipado. Comenta, además, que en general, los PMI muestran una moderación de la actividad, tanto del sector industrial como de servicios.

Respecto al mercado inmobiliario en Estados Unidos de América, destaca la persistencia de su debilidad. Sobre el particular, precisa que las ventas de viviendas fueron más bajas que en meses anteriores; que los precios de las viviendas han continuado descendiendo; que las colocaciones hipotecarias, después de haber mostrado sistemáticamente datos negativos, se encuentran planas, lo cual da cuenta de que todavía no se advierte ninguna señal de reactivación; y que el índice de accesibilidad, que representa el grado de facilidad para una familia de obtener un crédito hipotecario, refleja que a las familias les resulta difícil acceder a dicho tipo de préstamos de parte de la banca, lo cual es coherente con los resultados de las encuestas crediticias en Estados Unidos de América mencionados precedentemente.

En relación con las tasas de colocaciones vencidas, hace notar la caída significativa que exhiben en el caso de los préstamos hipotecarios en los últimos meses, si bien advierte que aún están por sobre su promedio histórico. En el caso de los créditos de consumo y comerciales, destaca que los niveles actuales no difieren significativamente de sus promedios históricos respectivos. De hecho, indica que luego de registrarse aumentos importantes a propósito de la crisis, actualmente se han moderado en línea con la percepción de que las familias han tendido a desapalancarse y a rebajar su endeudamiento. Agrega que una situación similar se observa respecto de las tasas de colocaciones vencidas de empresas y del comercio.

En materia de deuda pública, el señor Sergio Lehmann precisa que siguen latentes las señales de preocupación en Estados Unidos de América, por cuanto el escenario de un gasto más acelerado llevaría a que el techo o límite superior, acordado en ese país hace unos seis meses, se alcance alrededor de los meses de enero o febrero próximos, en fechas cercanas a las elecciones presidenciales, lo que podría generar alguna tensión política. Asimismo, agrega que la discusión del tema del techo de endeudamiento fiscal se reabriría entre los meses de noviembre del presente año y enero del próximo, lo que eventualmente generará también tensiones en los mercados financieros, razón por la cual considera necesario estar atentos a los acontecimientos que ocurran en ese país.

El señor Sergio Lehmann se refiere, además, al gráfico que se contiene en el lado derecho de la lámina N° 20 de la presentación, que da cuenta de las necesidades brutas de financiamiento en el presente año 2012 de un conjunto importante de economías. Sobre el particular, señala que estas necesidades son mínimas en el caso de Japón, bastante bajas en



Estados Unidos de América y elevadas en Italia y España. Asimismo, indica que este gráfico se podría complementar en el futuro incluyendo las tasas de ahorro correspondientes, de manera que si se reordenan los países analizados, deflactando por ese efecto, aparecerían las economías que efectivamente presentan problemas financieros, como sería el caso de Italia, Portugal e, incluso, Estados Unidos de América.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional exhibe las láminas N°s 21 y 22, que contienen un breve análisis sobre la situación de Brasil, Colombia, México y Perú. Sobre el particular, precisa que la producción industrial de estas cuatro economías muestra una desaceleración importante, particularmente la de Brasil; que las ventas minoristas han aumentado en Colombia y Brasil y se mantienen en México; que los PMI de Brasil y México figuran bastante planos, pero por sobre el pivote de 50; y que la confianza de los consumidores no registra mayor variación en México, disminuye en Colombia y se incrementa en Brasil.

Agrega que, con la sola excepción de Colombia, estas economías presentan caídas en la inflación total en doce meses, con mayor fuerza en Brasil y con menor intensidad en el caso de México y Perú.

En cuanto a las tasas de desempleo, señala que las correspondientes a Colombia y Perú exhiben un importante incremento, lo mismo que en Brasil, donde habían mostrado una trayectoria a la baja sostenida.

Por último, indica que las colocaciones mantienen una tasa de crecimiento de 20% anual.

Con respecto a la inflación, el señor Sergio Lehmann hace presente que se ha moderado en las economías desarrolladas, particularmente en el caso de Estados Unidos de América, mientras que las economías emergentes exhiben descensos que se encuentran muy marcados en el caso de América Latina, debido a la situación de Brasil.

En cuanto a decisiones de política monetaria, comenta que Australia, Brasil, China e India han dado mayor impulso monetario a sus economías. Al respecto, destaca el recorte acordado de 50 puntos base por el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de India, así como la reducción de 75 puntos base aprobada por el Banco Central de Brasil. Añade que las autoridades chinas adoptaron otro tipo de medida, consistente en un recorte de 50 puntos base en los requerimientos de reservas a los bancos. Por último, indica que en Japón se otorga un estímulo adicional en materia de compra de instrumentos y junto con ello, el incremento de la madurez de los instrumentos que se adquieren por parte del banco central de ese país.

El señor Sergio Lehmann hace notar que los perfiles de tasas futuras de política recogen los antecedentes más débiles de actividad. Sobre el particular, especifica que en el caso de América Latina, se observa una trayectoria inferior a la exhibida en la Reunión de Política Monetaria pasada y que una situación similar se advierte en Asia y Oceanía, esta última afectada en algún grado, por la decisión de Australia. Agrega que los perfiles se mantienen planos en Europa emergente y aumentan ligeramente en las economías desarrolladas.

Añade que hace un mes, los agentes norteamericanos anticipaban un aumento de la tasa rectora hacia fines del año 2013, mientras que hoy proyectan que ello no ocurrirá.



El Consejero señor Sebastián Claro indica que de acuerdo con ciertos reportes recientes, el *Board* de la Reserva Federal estaría mayormente inclinado a diseñar algún mecanismo para continuar con la tasa de interés inalterada.

El señor Sergio Lehmann confirma el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro y agrega que tal decisión habría sido adoptada antes de la ocurrencia de las tensiones financieras más recientes.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que hay que considerar un tema relacionado con la oportunidad de un eventual ajuste en el mercado. En este sentido, indica que en Estados Unidos de América existía la percepción de que acercándose al período de elecciones, la Reserva Federal sería muy renuente a actuar en cualquier dirección, para no situarse en una posición compleja en términos políticos, por lo que cualquier determinación sería adoptada en esta oportunidad o después de las elecciones.

El señor Sergio Lehmann continúa con su presentación destacando que los precios de los *commodities* han registrado una caída generalizada, en especial la gasolina y el cobre, cuyos precios han disminuido alrededor de 11% y 5%, respectivamente, desde la última Reunión.

En cuanto a los alimentos, señala que el registro al cierre de abril pasado da cuenta de caídas en el precio del azúcar, cereales y lácteos, en tanto que los futuros reflejan una disminución más significativa en los próximos meses, superior incluso que la anticipada el mes pasado, que se revierte a mediados del año y tiende a equilibrarse en torno a 0% hacia el mes de agosto próximo.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann hace presente que las trayectorias futuras del petróleo Brent y WTI, de la gasolina y del cobre también son inferiores a las observadas un mes atrás.

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

El Consejero señor Sebastián Claro alude a dos temas tratados con ocasión del IPoM de diciembre último que, en su opinión, pueden ser relevantes de discutir en esta oportunidad. En lo referente al primero, recuerda que en esa fecha, el Consejo fue enfático en señalar que el escenario base consideraba turbulencias, una de las cuales podría ser la que se registra actualmente. En este sentido, expresa que se podría sostener que la actual situación aparecería como "simples turbulencias"; que ellas corresponderían a las consideradas en el escenario base; o que se han ido acumulando, dando origen a una situación aún más compleja.

Hace presente que en esa oportunidad se estimó que aún sin esperar graves problemas financieros en Europa, las turbulencias de ese momento sí tendrían un impacto sobre la actividad local.

Al respecto, indica que del análisis en perspectiva de lo acontecido, se puede concluir que, en general, la evaluación efectuada entonces no se ha materializado, ya que aparte de algunas tensiones puntuales en algunos mercados, la crisis externa no ha afectado el dinamismo de la economía doméstica.



Por último, consulta si se cuenta con una evaluación más detallada sobre las razones por las cuales las tensiones que se consideraron en esa oportunidad no impactaron mayormente a la economía local, así como acerca de las lecciones que se pueden obtener sobre esta materia, considerando que se aproxima la discusión del próximo IPoM correspondiente al mes de junio.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón plantea que, a su juicio, las acciones de los bancos centrales en los últimos tres años han cobrado una importancia mayor que las de los gobiernos, particularmente en Europa. A título ejemplar, alude a la introducción del LTRO por parte del Banco Central Europeo, que alivió las tensiones en Europa, así como a las medidas que adoptó anteriormente la Reserva Federal.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan consulta por las exportaciones asiáticas, considerando que su comportamiento constituye uno de los canales de transmisión que afecta a la Eurozona. De hecho, destaca también que la amenaza que enfrenta hoy la actividad económica local radica justamente en una eventual desaceleración de Asia.

El Consejero señor Joaquín Vial se refiere a la caída del precio de los combustibles. En su opinión, si esta persiste, correspondería determinar cuáles son los umbrales de precios bajo los cuales algunos países podrían verse enfrentados a problemas. Asimismo, sugiere analizar la situación de Rusia, que se ve afectada por salidas de capitales relevantes.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán advierte que los últimos acontecimientos han elevado la probabilidad de salirse del escenario central. Además, estima que la probabilidad de una solución poco ordenada e inminente del problema financiero que aqueja a Europa también es significativamente alta.

Asimismo, sugiere revisar cuidadosamente la situación de Estados Unidos de América, cuyos indicadores han generado optimismo y pesimismo de manera reiterada y sucesiva en los últimos meses. Al respecto, expresa que su hipótesis es que esa economía oscilará en torno a un crecimiento bajo por un período relativamente prolongado.

En cuanto al comentario del Consejero señor Sebastián Claro, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que el impacto que tuvieron los anuncios y la materialización de las inyecciones de liquidez por parte del Banco Central Europeo fue sustantivo sobre el panorama de mercado durante el primer trimestre de este año. A título de ejemplo, precisa que desde el cierre del IPoM de diciembre hasta marzo último, las bolsas aumentaron 15%, el VIX cayó desde 30% a 20% y los *commodities* repuntaron en un 15%. De esta manera, estima que las tensiones externas no se materializaron en la forma esperada y tuvieron una reversión mucho más rápida que lo anticipado.

Sin perjuicio de ello, recalca que la evidencia de escasos efectos en el primer trimestre del presente año no debería llevar a descartar que esos impactos puedan ser más relevantes en el futuro.

Finalmente, el señor Sergio Lehmann menciona que existen claras señales de desaceleración de las exportaciones asiáticas y añade que la Gerencia de Análisis Internacional a su cargo efectúa un análisis continuo respecto de su evolución.

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



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

En primer término, indica que las cifras de actividad del primer trimestre sorprendieron al alza en los sectores recursos naturales y resto.

En segundo lugar, señala que la demanda estuvo en línea con las proyecciones contenidas en el IPoM de marzo, pero que el consumo creció algo más que lo esperado y la inversión registró un dinamismo menor que el anticipado en ese Informe.

En materia de inflación, destaca que el registro del mes de abril sorprendió a la baja con motivo de la disminución del precio de alimentos y de bienes transables. Hace presente que esta caída se suma a la registrada en el mes de marzo pasado, lo cual, unido a la disminución del precio de los combustibles y del petróleo, han llevado a corregir a la baja la proyección de inflación en el horizonte de corto plazo.

Agrega que, hasta ahora, las nuevas tensiones financieras en los mercados externos se han traducido en una importante depreciación del peso en los últimos días, así como en caídas bursátiles.

A título de último hecho relevante, consigna que la curva *forward* se ha aplanado desde la última Reunión de Política Monetaria, en un contexto en que las expectativas de inflación se han corregido a la baja y, en lo más reciente, debido a las tensiones financieras y las perspectivas de desaceleración de la actividad mundial. De esta forma, destaca que para esta ocasión, el mercado espera casi unánimemente una mantención de la tasa de política monetaria, TPM, en 5% anual.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación comentando que en materia de actividad, las tasas de crecimiento interanuales convergen hacia tasas más cercanas a los niveles de tendencia. Subraya que ello es más claro en el caso del PIB resto, que se ha mantenido en torno a 5,5% en los últimos tres trimestres, mientras que el PIB total se desaceleró a mediados del año pasado y tendió a revertirse en los últimos dos trimestres.

Añade que la demanda también exhibe una trayectoria descendente. De hecho, precisa que en el primer trimestre del año en curso su crecimiento fue de 4,9% anual, en términos acordes con la trayectoria del PIB.

A continuación, destaca que, en línea con lo proyectado en el último IPoM, la demanda interna sorprendió al alza en alrededor de 4 décimas, explicada fundamentalmente, por el consumo de bienes durables, que no se vio afectado por una desaceleración importante de las ventas de automóviles. Por su parte, añade que el consumo habitual fue concordante con la estimación interna, al anotar tasas de crecimiento algo por debajo de 5% anual.

Con respecto a la inversión, resalta que la desaceleración de la inversión en maquinarias y equipos fue más significativa que lo anticipado, mientras que el consumo del Gobierno sorprendió a la baja en el primer trimestre, debido a un registro negativo de compras de bienes y servicios.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las razones que motivan la significativa sorpresa al alza del consumo de bienes durables.



El señor Claudio Soto responde que ella obedece a que, contrariamente a lo proyectado, las tasas de crecimiento interanuales de ventas de vehículos fueron positivas y, a su vez, porque los otros componentes, tales como, artículos electrónicos, tuvieron un dinamismo mayor que el anticipado.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación destacando que el PIB sorprendió al alza por un mayor dinamismo de los sectores recursos naturales y sectores resto, especialmente, en aquellos vinculados a la construcción. Agrega que en el caso de los recursos naturales, la sorpresa más importante provino del sector EGA, explicada no tanto por un incremento en el valor bruto de su producción, sino que por un cambio en su composición que incrementó el valor agregado.

En el caso de los sectores resto, destaca que los servicios empresariales sorprendieron al alza, especialmente aquellos vinculados a construcción, tales como servicios de ingeniería y de arquitectura.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera acota que los sectores de industria y comercio también sorprendieron positivamente.

El señor Claudio Soto explica que el alto dinamismo del sector EGA, que registró una tasa de crecimiento superior a 20%, que corresponde al doble de lo estimado internamente, se debió, fundamentalmente, a un cambio en la composición en la generación de energía, que corresponde a la mayor utilización de carbón y menor con diesel, lo que implica un cambio en el valor agregado. Subraya que este cambio es de carácter más permanente, porque implica la entrada en funcionamiento de nuevas centrales a carbón que desplazan a aquellas que utilizan diesel y que son menos eficientes.

En cuanto a la minería, resalta la reaceleración de su producción a fines del año 2011, luego de haber sido afectada por temas climáticos y huelgas a mediados del año pasado, así como también la registrada en el ejercicio actual, sin perjuicio de hacer notar que esta última no fue suficiente para alcanzar los niveles observados a fines del año 2011. Añade que una extrapolación para el primer mes del segundo trimestre, efectuada sobre la base del SING, muestra que la producción minera podría caer nuevamente en dicho mes.

En relación con el consumo, comenta que la parte correspondiente a servicios mantiene su dinamismo, al registrar tasas de crecimiento en torno al 6% anual en el primer trimestre, mientras que el consumo de no durables exhibe una importante moderación, al anotar tasas cercanas al 2% anual.

En cuanto al consumo de bienes durables, el señor Claudio Soto subraya que la sorpresa al alza con respecto a lo estimado en el IPoM obedece al mayor dinamismo de los productos electrónicos, el equipamiento para el hogar y tecnología, así como a las ventas de automóviles, que aún presentan tasas de crecimiento positivas.

En lo relativo a la caída del consumo de Gobierno mencionado precedentemente, indica que se explica por la disminución del componente total de bienes y servicios, específicamente en la parte extrapresupuestaria, cuya disminución alcanzó alrededor del 60%. De esta forma, precisa que el crecimiento del consumo público fue de 0,5%, en vez del 4% proyectado internamente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita que se precise lo referente a los gastos extrapresupuestarios, a lo cual el Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña aclara que estos se refieren a aquellos bienes y servicios que contempla la Ley de Gastos



Reservados de las Fuerzas Armadas. Agrega que los bienes y servicios de consumo del Gobierno cayeron 18%, considerando un alza del gasto presupuestario de 2% y una disminución del 60% del extrapresupuestario, que pondera un tercio del total.

A continuación, el señor Claudio Soto señala que después del crecimiento que registraron las importaciones de maquinarias y equipos a fines del año 2011, explicadas básicamente por una compra de aviones de carácter transitorio, estas retrocedieron en una magnitud algo mayor que lo estimado, constituyendo, en todo caso, una situación que no fue relevante.

En materia de construcción, plantea que hubo una sorpresa leve a la baja. Sobre el particular, comenta que después de la difusión del IPoM de marzo de 2012, se conoció la revisión del catastro de inversión en construcción y obras de ingeniería, que dio cuenta de la postergación de algunos proyectos, lo que dio origen a una leve corrección del perfil. No obstante, subraya que a pesar de ello, persiste la visión de que se trata de un sector que mantiene bastante dinamismo y de hecho, precisa que exhibe tasas de crecimiento cercanas al 10%.

En lo referente a los inventarios, menciona que la acumulación importante de inventarios observada durante el año 2011 ha tendido a desaparecer desde un monto equivalente al 2% del PIB, aproximadamente, hasta el tercer trimestre del año pasado, a cifras cercanas al 1% del PIB en el cuarto trimestre de ese año y el primer trimestre del presente ejercicio.

A continuación, exhibe el gráfico que se contiene en el lado derecho de la lámina N° 42 de la presentación, que muestra los resultados de estimaciones realizadas internamente a través del método de inventarios perpetuos, con el objeto de determinar el nivel del *stock* de existencias como porcentaje del PIB. Hace notar que de acuerdo con ello, los niveles actuales son coherentes con los promedios históricos, razón por la cual no debiera registrarse una reaceleración en la acumulación de inventarios, como tampoco una disminución, a menos que las perspectivas globales lo requieran.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto prosigue con su presentación, refiriéndose a las proyecciones.

Respecto del consumo habitual, señala que la masa salarial ha ido atenuando su ritmo de expansión al anotar tasas de crecimiento levemente superiores al 5%, lo que sugiere que el crecimiento del consumo habitual debiera estabilizarse a tasas de ese mismo orden.

En cuanto a los bienes durables, comenta que los datos de la Asociación Nacional Automotriz de Chile, ANAC, dan cuenta de caídas en las ventas de vehículos, lo que sugiere algún grado de desaceleración del ritmo de expansión de compras de bienes durables observado hasta esta fecha.

Sobre las importaciones de bienes de capital, agrega que los datos de abril muestran un repunte de estas y en relación con la inversión en construcción, manifiesta que los indicadores mensuales siguen reflejando bastante dinamismo, en especial, las ventas de materiales para la construcción y el cemento, lo que reafirma la visión de que ese sector mantendrá un alto dinamismo en los próximos trimestres.



El señor Claudio Soto se refiere luego a las colocaciones, haciendo presente que los créditos de consumo exhiben un retroceso en su crecimiento anual, lo cual lleva a anticipar una probable desaceleración del consumo, especialmente de bienes durables. Añade que, por el contrario, las colocaciones comerciales siguen repuntando.

Hace notar que lo expresado es coherente con la visión de consumidores y empresarios. Al efecto, subraya que el IMCE no solo da cuenta de que los empresarios se muestran más optimistas con respecto al sector construcción, sino que tal optimismo alcanza niveles históricamente elevados. Agrega que por otra parte, la percepción de los empresarios sobre la industria y el comercio exhibe un cierto repunte, luego de haber caído sistemáticamente desde fines de los años 2010 y 2011, respectivamente.

Por otra parte, consigna que la situación de las familias es algo más pesimista. De hecho, hace notar que el IPEC figura por debajo del pivote neutral, lo que estaría asociado a los incrementos en los precios de los combustibles y alimentos, que afectan más fuertemente a dicho sector.

En cuanto a las proyecciones en materia de actividad, el señor Claudio Soto señala que basado en una estimación del consumo de energía de los meses de abril y mayo, que tiene una correlación muy alta con la actividad, se prevé una atenuación en las velocidades de expansión del IMACEC, mientras que una proyección para este mismo índice y para la demanda con los datos de balanza comercial de abril, muestra un eventual repunte en el margen. Al respecto, informa que las mayores importaciones en la punta llevan a anticipar una variación del IMACEC en torno a 5% en abril.

De acuerdo con los antecedentes expuestos, plantea que la proyección de la demanda interna se ha corregido al alza para el segundo trimestre del presente año desde un 5,2%, que era lo contemplado en el IPoM, de marzo de 2012 hasta un 5,7%. Precisa que el consumo es el componente que se corrige de manera más significativa, seguido por la inversión, debido al aumento de las importaciones de maquinarias y equipos.

Respecto de la estimación del tercer trimestre, que se contiene en la lámina N° 48 de la presentación, hace el alcance que es de carácter preliminar. Anticipa que el próximo IPoM de julio considerará una proyección más ajustada y que ella estará condicionada a la evaluación del panorama mundial y a la magnitud de su impacto sobre la economía local.

El señor Claudio Soto indica que la actividad se ha corregido al alza en 0,5% para el segundo trimestre de este año, explicada por efectos de arrastre en el sector de recursos naturales y un mayor dinamismo del sector resto. Reitera que el sector EGA cambiará la composición de producción y que ello repercutirá en las tasas de crecimiento en los próximos trimestres.

A continuación, el señor Claudio Soto destaca que los últimos datos del indicador sintético de riesgo internacional están reflejando claramente un aumento de las tensiones externas. Acota que ello obedece al incremento de distintos *spreads*, del *VIX*, así como de medidas de percepción de riesgo, en general. Añade que si bien el indicador equivalente para Chile ha mostrado ciertas alzas en los últimos datos, no se ha movido *pari passu* con los acontecimientos externos. Sin perjuicio de ello, indica que se realizará un monitoreo permanente en razón de que se pueden generar cambios de magnitud importante en cualquier momento.



En lo referente a las tasas de colocación, indica que las correspondientes a los créditos comerciales e hipotecarios han tendido a mostrar ciertas alzas en los últimos registros, pero un poco más atenuadas en el caso de las segundas.

En cuanto a las tasas de los créditos de consumo, menciona que los últimos datos disponibles son los correspondientes al mes de marzo último proporcionados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Precisa que de acuerdo con ellos, las tasas de interés de tarjetas de crédito por montos de hasta 200 UF exhiben una leve disminución en el margen, mientras que las tasas de créditos por montos de entre 200 UF y 5.000 UF muestran una disminución mayor.

Por otra parte, añade que los premios por bonos corporativos se mantienen vigentes.

A continuación, hace mención a la persistencia de la estrechez del mercado laboral y al mantenimiento de la tasa de desempleo en un nivel históricamente bajo. No obstante, destaca una cierta atenuación en la velocidad de expansión del empleo, sobre todo en el componente asalariado.

Agrega que el crecimiento interanual de los salarios sigue presentando una tendencia al alza, en torno a 6,5% en el caso del IREM y levemente superior al 7% en el caso del CMO. Hace notar que los salarios habían sorprendido a la baja en el mes de febrero último; sin embargo, el dato del mes de marzo volvió a situarse en la parte alta de las variaciones promedio históricas para el mes correspondiente.

En lo relativo a la inflación, consigna que el IPC del mes de abril pasado alcanzó a 0,1%, inferior a lo anticipado por la Encuesta de Expectativas Económicas a comienzos del mes y algo por debajo también de la proyección interna, con lo que la inflación anual retrocede a 3,5%.

Hace presente que los ítems que han incidido mayormente en esta variación interanual son los componentes no transables y de alimentos, que exhiben tasas de crecimiento interanuales en torno a 5% y 9%, respectivamente. Acota que ha ido decayendo la incidencia de la energía en la variación interanual, lo que había contribuido en forma importante en la inflación hasta fines del año pasado y que la parte transable se ha estabilizado con una contribución marginalmente negativa.

Con respecto a las proyecciones de la RPM pasada, indica que las sorpresas se dieron básicamente en el componente transable del IPC subyacente, por cuanto se anticipó una pequeña alza y se registró una caída, fundamentalmente en la parte correspondiente a alimentos y transporte. Añade que en cuanto a transporte, esta se debió principalmente por la rebaja de los pasajes de avión, mientras que en la parte de alimentos se registraron caídas en los perecibles y la carne. Explica que los otros componentes de la parte energía, esto es, electricidad y combustibles, estuvieron en línea con lo proyectado.

Menciona, además, que la velocidad de la inflación se revierte levemente en el margen, y que la evaluación interna lleva a efectuar una corrección respecto de lo contemplado en el IPoM de marzo y en el mes de abril, respectivamente, por concepto de menores presiones en el sector energía y las sorpresas de los componentes subyacentes.



Plantea que en la parte subyacente, ha sorprendido mayormente la porción transable, particularmente, el vestuario, por efectos de cambios estacionales y factores climáticos que pueden incidir en sus precios. Agrega que en la parte no transable, si bien la sorpresa no ha sido muy significativa, este componente seguirá teniendo una incidencia relevante en la inflación futura, por encontrarse estrechamente vinculado con la evolución de los salarios y del mercado laboral.

Asimismo, destaca que la parte energía se corrige de manera significativa respecto de lo contemplado en la RPM pasada y en el último IPoM, debido fundamentalmente al precio del petróleo y la caída importante del precio de la gasolina. Al respecto, recuerda que en esas fechas se proyectaba un aumento de la variación interanual en los próximos meses, mientras que en esta ocasión se anticipan variaciones interanuales negativas en el componente de energía.

En razón de lo expuesto, indica que el IPC de mayo sería del orden del 0,3%, registro cercano al proyectado por el mercado; que la variación interanual de la inflación oscilaría entre 3,4% en mayo y 3,7% en agosto, lo que corresponde a los meses de menor y mayor inflación dentro del horizonte de proyección; y que a partir de esa fecha se observaría una trayectoria más bien decreciente hasta alcanzar un registro de 3,4% anual en el mes de octubre próximo.

Además, hace presente que las expectativas de mercado de corto plazo se corrigieron de manera importante a mediados de abril, tanto para ese mes como para los meses subsiguientes, lo que es muy coherente con la dinámica del precio del petróleo, que no solo recoge el efecto directo del precio, sino que también la mayor debilidad mundial.

En relación con las proyecciones de mediano plazo, el señor Claudio Soto indica que también se han ajustado a la baja y que se acercan a la meta de 3% anual. A título ejemplar, señala que respecto de la RPM pasada, la compensación inflacionaria entre el año 1 y el 2 se ha acercado a 3%; mientras que las expectativas entre el año 6 y el 10, que antes de esa Reunión se encontraban en torno a 3,5%, en esta fecha también se aproximan al 3% anual.

En lo referente al tipo de cambio, subraya la significativa depreciación que ha registrado en los últimos días, que obedecería fundamentalmente a la apreciación del dólar estadounidense a nivel mundial y la caída en el precio del cobre.

Asimismo, indica que la bolsa local experimentó una disminución importante en los últimos días, aunque de una intensidad menor que las registradas en las bolsas de la región, particularmente las de Brasil y Perú.

En materia de tasas de interés, manifiesta que las tasas reales y nominales han retrocedido levemente desde la última RPM, en especial, las de los bonos. Agrega que las tasas de los *swaps* se mantuvieron más bien estables, aunque en los últimos dos días exhiben una disminución importante.

Hace notar, además, que la curva *forward* se ha aplanado respecto del último IPoM en que se anticipaba sendas alzas en la tasa de interés en el segundo semestre del presente año. De esta forma, precisa que de acuerdo con la nueva trayectoria, se produciría recién un incremento en la TPM en la primera parte del año 2013.



Con respecto a las encuestas, informa que tanto la Encuesta de los Operadores Financieros como la Encuesta de Expectativas Económicas contemplan un incremento a fin de año, hasta 5,25% anual, y una trayectoria más bien plana durante el año 2013.

Por último, señala que para esta Reunión, el mercado espera en forma casi unánime una mantención de la citada tasa en 5% anual.

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

El Consejero señor Enrique Marshall se refiere, en primer término, a las colocaciones. Al respecto, señala que, de acuerdo con los antecedentes expuestos, los créditos comerciales se mantienen dinámicos, lo cual da cuenta de la actividad en reconstrucción, mientras que los créditos de consumo retroceden en términos interanuales, lo cual es positivo desde el punto de vista del manejo de la política monetaria.

En segundo lugar, manifiesta desconocer si el aplanamiento de las expectativas para la TPM responde al deterioro del escenario internacional o a que las perspectivas inflacionarias se ven más benignas. Consigna que el panorama de mediano plazo para la inflación no ha variado, razón por la cual motivaría su preocupación que el mercado esté siendo especialmente sensible a noticias de cortísimo plazo, tales como las relativas al impuesto de timbres y estampillas y al precio del petróleo, y que ello sea incorporado en los modelos internos. En resumen, plantea la necesidad de no sobre reaccionar frente a los eventos de cortísimo plazo.

El Consejero señor Sebastián Claro repara en la rápida corrección de las expectativas de inflación para el presente año, debido a factores muy puntuales.

Sobre el particular, sugiere la posibilidad de excluir esos factores puntuales, a fin de evaluar de mejor forma la información que entregan las medidas subyacentes, tanto las tradicionales como las más enfocadas en los no transables, y conforme a ello obtener las conclusiones pertinentes.

En segundo término, manifiesta que le llama la atención el aumento significativo que exhiben los *spreads* de las tasas de colocación comerciales de corto plazo. A su juicio, ese dato resulta muy informativo, ya que es el que refleja de mejor manera las tensiones financieras que los bancos traspasan rápidamente a las empresas. Acota que este aumento estaría reflejando más bien la realidad de fines del año pasado que la actual por el *timing* de los datos, razón por la cual solicita mayores antecedentes sobre esta materia específica.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa su reconocimiento a la Gerencia de División Estudios por la excelente presentación de los escenarios internacional e interno.

Indica que de tales presentaciones se puede concluir que ambos panoramas, externo y local, se ajustan a lo anticipado y que a nivel interno, las pocas sorpresas que registra el período analizado son más bien positivas en actividad y con inflación más baja. No obstante ello, manifiesta que le llama la atención la referente a exportaciones, cuyas cifras en dólares estadounidenses son negativas, pero a su vez positivas en términos de volúmenes, ya que no responden a esa coyuntura. Por esta razón, sugiere analizar este tema con detenimiento con la finalidad de determinar si ello refleja una tendencia u obedece a un hecho de carácter más puntual.



El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que los volúmenes de las exportaciones industriales y de cobre subieron alrededor de 7% en el primer trimestre del presente año, pero que son negativas en términos nominales, debido fundamentalmente a la caída del precio del cobre.

Asimismo, expresa su preocupación por la inflación, considerando que en el último IPoM de marzo de 2012, se transmitió un mensaje acerca de mayor riesgo inflacionario, mientras que las cifras efectivas han mostrado por dos meses consecutivos inflaciones significativamente inferiores a las estimadas en esa fecha. Subraya que a ello se suma el hecho que estos últimos registros no solo obedecen a la caída del precio de los combustibles y alimentos, sino que al descenso de la inflación subyacente.

Por lo expuesto, comparte la preocupación planteada por el Consejero señor Enrique Marshall en cuanto a la necesidad de no sobre reaccionar a los eventos recientes y de evaluar cuidadosamente el panorama externo y su impacto sobre la inflación con miras al próximo IPoM del mes de junio. A su juicio, dados los antecedentes actuales, no correspondería modificar el mensaje de riesgo inflacionario, por cuanto no se advierten cambios significativos en los fundamentales.

Al respecto, el señor Luis Óscar Herrera destaca que la evaluación que ha efectuado la Gerencia de División Estudios coincide en que los aspectos internos relativos a actividad, demanda, empleo y la trasmisión hacia la inflación subyacente, no difieren mayormente de lo contemplado en el último IPoM. Hace presente que la principal diferencia se da en los componentes volátiles, esto es, la caída del precio de los combustibles y alimentos, que constituyen efectivamente un alivio en materia de riesgos de corto plazo considerados en ese Informe y que otorgan un grado mayor de flexibilidad para enfrentar los aspectos externos.

Asimismo, reafirma la consistencia de la evaluación en orden a que excluyendo una serie de factores volátiles que están presentes en la demanda, en el producto y en la inflación, el panorama interno actual no difiere mayormente del descrito en el IPoM de marzo pasado y, por lo tanto, sigue estando presente el mismo riesgo de una brecha positiva y de la posibilidad de una aceleración adicional de los indicadores de inflación subyacente, de la inflación de no transables y de los salarios.

Además, en respuesta a la consulta formulada por el Presidente señor Rodrigo Vergara, señala que las distintas medidas de inflación subyacente muestran una moderación respecto del último IPoM de marzo y que, en ese sentido, la sorpresa principal está dada por el rubro vestuario. Plantea que si bien ello podría obedecer a algún elemento fundamental, se estaría subponderando ese factor de baja de inflación como de carácter duradero.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto informa que una comparación de precios de vestuario en el mundo da cuenta de que en Chile se registra una caída mayor que en otros países. Incluso, cita que en el caso de Japón, economía que no registra inflación, mantiene precios de vestuario estables.

Al no haber más comentarios, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas.



Siendo las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 185, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y el Asesor de ese Ministerio señor Rodrigo Cerda.

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

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

Con respecto a la economía internacional, señala que se han acentuado las tensiones en la Euro Zona y que se observa un empeoramiento de las condiciones financieras globales; que en Estados Unidos de América, China y Brasil, los indicadores económicos han mostrado un comportamiento más débil que lo anticipado; que los precios de las materias primas han exhibido un retroceso generalizado y significativo, incluyendo el cobre y el petróleo; y que varios bancos centrales han impulsado políticas monetarias algo más expansivas, incluyendo Australia, Brasil, China e India.

En cuanto a Chile, destaca que las tasas de crecimiento del PIB y de la demanda durante el primer trimestre resultaron algo superiores a lo previsto en el IPoM de marzo pasado, pero que no se han alejado significativamente del 5% anual. Agrega que las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas, aunque la creación de empleo y los salarios nominales no muestran una aceleración adicional.

En materia de inflación, subraya que estuvo por debajo de las expectativas del mercado en el mes de abril de este año, principalmente por la incidencia negativa de algunos componentes volátiles; que las mediciones de inflación subyacente están bajo el 3% anual; y que las expectativas a un año plazo también han descendido, mientras que a dos años se mantienen en torno a la meta.

Por su parte, hace presente que las tensiones financieras externas se han manifestado en una depreciación del peso, en la caída de la bolsa local y en un aumento de los premios de financiamiento del exterior.

Por último, informa que el mercado ha retrasado la oportunidad y moderado la magnitud del aumento previsto para la TPM, y que en lo referente a esta Reunión, el consenso espera la mantención de dicha tasa.

El Gerente de División Estudios manifiesta que este conjunto de antecedentes llevan a proponer como opciones para esta Reunión la mantención de la TPM en 5% anual o aumentarla en 25 puntos base, a 5,25% anual, y que la recomendación de dicha Gerencia es por la primera opción, esto es, mantener la tasa en 5% anual, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, indica que en el último IPoM se delineó un escenario externo caracterizado por un bajo crecimiento de las economías avanzadas, la continuación de las fricciones en los mercados financieros internacionales y términos de intercambio menores que los observados en el año 2011. Añade que los antecedentes conocidos desde el cierre del Informe y, en particular durante el último mes, no se apartan significativamente de este escenario base, aunque los riesgos se han inclinado a la baja.



En segundo lugar, menciona que en el plano interno, en el IPoM también se señaló que la brecha de capacidad estaba cerrada, que el mercado laboral se encontraba en una situación ajustada y que, en consecuencia, la economía chilena debía continuar evolucionando en torno a su trayectoria de tendencia. Al respecto, consigna que las cifras recientes de actividad y demanda no se alejan significativamente de este escenario base, aunque son algo más dinámicas. Asimismo, enfatiza que un aspecto destacable es el mayor dinamismo que ha adquirido la inversión en construcción y obras, que normalmente tiene un comportamiento inercial, en contraste con la moderación que se observa en existencias e inversión en maquinaria y equipos importados, que normalmente presentan un comportamiento más bien volátil.

Por su parte, plantea que en el citado IPoM se proyectaba que la inflación se situaría en la parte superior del rango de tolerancia en el primer semestre, reflejando la incidencia de choques transitorios de combustibles y alimentos perecibles. No obstante, resalta que este riesgo ha disminuido, tomando en cuenta la evolución reciente del precio internacional del petróleo y de sus derivados. Agrega que los indicadores de inflación subyacente, particularmente su componente de servicios y los salarios nominales, no muestran una aceleración adicional que indique que la situación de la brecha de capacidad o la situación laboral sean más estrechas que lo contemplado, pero tampoco manifiesta una desaceleración que revele que este riesgo se ha renovado. Recalca que, en todo caso, es un aspecto a seguir vigilando.

En lo relativo a la opción de aumentar la TPM, recuerda que en el último IPoM se utilizó como supuesto de trabajo una trayectoria de alzas graduales y moderadas en la segunda mitad del año, coherente con los precios financieros que se observaban en ese momento. Sin embargo, la materialización y oportunidad de estos ajustes debía tomar en cuenta la evolución de las condiciones internas y externas en la economía.

En cuanto a adelantar los ajustes de la TPM, hace presente que ello podría justificarse, entre otras razones, ante una evolución más favorable del escenario externo, una aceleración del dinamismo de la actividad, de la demanda, o la inflación subyacente, o ante un mayor traspaso de presiones transitorias de oferta hacia otros precios, tales como costos laborales y expectativas inflacionarias. Manifiesta que estas condiciones no se cumplen en esta oportunidad, lo que lleva a la Gerencia de División Estudios a descartar la opción de elevar la TPM en esta Reunión.

Con respecto a la opción de mantener la tasa rectora, indica que se basa en que su nivel actual se encuentra dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que los riesgos para la inflación en el corto plazo parecen acotados. Destaca que esta alternativa permite flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes.

Por último, manifiesta que la opción recomendada constituye la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que debería ser neutral para la evolución de la curva de tasas de interés.

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



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

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan plantea que en los últimos meses, se observó que la inyección agresiva de liquidez por parte del Banco Central Europeo generó un escenario en virtud del cual se le otorgaba plazo a las economías de la periferia de Europa para implementar las reformas estructurales, fiscales y financieras que parecen necesarias para lograr un crecimiento estable de la Euro Zona en los próximos años.

Sobre el particular, indica que los eventos de la semana en curso parecen sugerir que ese lapso se ha cerrado. En ese sentido, menciona que las alzas de tasas de interés complican severamente eventuales *feedback* entre la situación financiera del sector público y la del sector privado. En este contexto, estima que se abren escenarios más recesivos que los proyectados hace un mes para la economía internacional, y que también aumenta la posibilidad de eventos financieros algo más severos que podrían involucrar alguna institución financiera de la Euro Zona o algún otro efecto producto de la volatilidad financiera observada últimamente.

El señor Kevin Cowan señala que en razón de lo expuesto y considerando los antecedentes provistos en la minuta de antecedentes de la Gerencia de División Estudios, no parece inconveniente iniciar un ciclo de alza de tasas de interés. En ese sentido, expresa concordar con la propuesta de dicha Gerencia en orden a la conveniencia de mantener la TPM.

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

El señor Felipe Larraín inicia su exposición señalando que en el escenario económico continúa destacando la positiva evolución macroeconómica a nivel interno, que presenta un alto dinamismo en la actividad y una moderación de la inflación, no así la economía internacional, que se ha visto afectada nuevamente por temores respecto de la situación de Europa.

El señor Ministro sostiene que Europa sigue siendo el mayor foco de riesgo para la economía mundial. En este sentido, precisa que las tensiones financieras han vuelto a surgir debido al riesgo político en Grecia, que ha generado dudas sobre la continuidad de las medidas de austeridad e, incluso, en cuanto a la posibilidad de que ese país salga de la Zona Euro. Por otra parte, comenta que los CDS a 5 años en España han llegado a niveles récord, ubicándose actualmente en un máximo superior a los 550 puntos base, en un contexto de desconfianza por la situación del sistema bancario de ese país, cuyos balances financieros siguen afectados por la burbuja inmobiliaria.

Asimismo, consigna que las cifras del primer trimestre mostraron que la Zona Euro creció 0% en términos anualizados y desestacionalizados en contraposición con el trimestre anterior; que Alemania sorprendió al alza, creciendo 0,5%; mientras que Italia decreció 0,8%, siendo la tercera contracción consecutiva bajo esta medición para ese país. En términos interanuales, indica que la variación de la Zona Euro también fue nula, desacelerándose respecto al 0,7% del trimestre previo. Añade que los datos sectoriales también dan cuenta de la situación contractiva por la que atraviesa esa región. En este sentido, indica que las ventas minoristas de marzo decrecieron 0,2%, tras la caída de 2,1% el mes



previo, lo que implica alguna mejoría en el comercio; y que la producción industrial en el mes de marzo pasado cayó 2,2% en doce meses, tras la contracción de 1,5% en el mes de febrero. En consecuencia, concluye que la Zona Euro se contrae, disminuyendo la demanda global.

En cuanto a la economía de Estados Unidos de América, hace presente que sigue mostrando señales mixtas. Al respecto, acota que el PIB del primer trimestre de 2012 creció 2,2% contra el trimestre anterior en términos desestacionalizados y anualizados, levemente menor al 2,5% esperado por el mercado, y desacelerándose respecto al 3% del trimestre citado. Por otra parte, comenta que en el mes de abril se registró una creación de 115 mil empleos respecto de marzo, desacelerándose en relación con los 154 mil empleos creados el mes anterior. En cuanto al sector industrial, indica que el PMI manufacturero se ubicó en 54,8 puntos, manteniéndose en la zona de expansión y mejorando respecto a los 53,4 puntos del mes anterior. En consecuencia, manifiesta que Estados Unidos de América se mantiene creciendo, aunque a tasas bajas.

El señor Felipe Larraín alude, asimismo, a la desaceleración que están experimentando algunas economías emergentes de gran tamaño. Sobre el particular, menciona que China ha generado preocupación, en especial, tras el último dato de crecimiento. En efecto, hace notar que desde el primer trimestre de 2010, ese país ha mostrado una evidente tendencia a la baja; que en la última cifra del primer trimestre de 2012, el crecimiento económico se ubicó en 8,1% interanual, tras el 8,9% del trimestre anterior; y que, a su vez, la producción industrial creció 9,3% en doce meses durante abril, tras un 11,9% en marzo y un 13% en febrero, mientras que las ventas minoristas se desaceleraron, creciendo 14,1% en abril, tras el 15,2% de marzo y el 16,4% de febrero.

Además, destaca que la información de marzo pasado corrobora la tendencia a la desaceleración, tanto de las exportaciones como de las importaciones, revelando los efectos de la desaceleración mundial y del menor dinamismo del consumo en China. Por otro lado, informa que la inflación de abril se ubicó en 3,4% en doce meses, después de que en el mes de marzo alcanzó a 3,6%, manteniéndose por debajo del objetivo anual de 4% planteado por las autoridades para el presente año 2012.

Agrega que la economía brasileña ha mostrado una disminución en su dinamismo desde principios de 2010, ya que después de alcanzar una variación anual de 9,7% en el primer trimestre de ese año, el PIB real ha ido cayendo en su expansión de manera sostenida, ubicándose el último trimestre de 2011 en 1,4%. En línea con la desaceleración, señala que la tasa de inflación también ha disminuido, incluso a valores inferiores a su meta de mediano plazo, ante lo cual el Banco Central de ese país ha respondido con una disminución gradual de la TPM para estimular la economía. De hecho, indica que en la Reunión del mes de abril, la tasa fue rebajada en 75 puntos base, llegando a 9,0% anual.

De esta forma, precisa que los riesgos de un empeoramiento del escenario económico en algunas economías de la Zona Euro se han incrementado y, por ende, la posibilidad de un contagio mayor hacia otras economías de la región y otras latitudes del mundo. Añade que todo este escenario internacional ha repercutido en los mercados de *commodities*. De hecho, precisa que desde la última Reunión de Política Monetaria, el precio del cobre ha caído 5% y el petróleo Brent, 7%.

El Ministro de Hacienda prosigue su intervención refiriéndose al ámbito interno. Al respecto, señala que la actividad económica siguió creciendo de manera sólida en el mes de marzo, registrando una variación de 5,2%, tras el 6,1% de febrero, aunque en el resultado del mes destacó la existencia de un día hábil menos.



Menciona, además, que las expectativas del mercado en materia de crecimiento para este año se han vuelto más optimistas y que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile, el crecimiento esperado para este año es de 4,8%, lo que supone un importante repunte respecto de las expectativas de 4,0% registrada en la encuesta de enero.

Asimismo, comenta que las ventas del comercio al por menor crecieron 9,2% en doce meses en marzo último, desacelerándose respecto al 12,4% del mes previo, lo que muestra un menor crecimiento del consumo. Por su parte, destaca que el mercado laboral continúa mostrando signos de dinamismo, aunque registra una desaceleración respecto al resultado de los meses anteriores. Al efecto indica que el empleo creció a una tasa interanual de 2,7% en el trimestre enero-marzo, tras el 3,2% del trimestre móvil inmediatamente anterior, mientras que la tasa de desempleo aumentó de 6,4% a 6,6%, por lo que los salarios siguen creciendo en línea con la productividad media. En consecuencia, hace presente que no se aprecian señales de sobrecalentamiento de la economía, pese a las cifras positivas de crecimiento de los últimos meses.

En este contexto, plantea que la medición de inflación registró una importante desaceleración en abril, llegando a un nivel de 3,5% en doce meses, lo que constituye una significativa disminución desde el 4,4% del mes de febrero pasado. Hace notar que a este escenario de menor inflación se le suman las disminuciones en los precios de las gasolineras y el diésel, que permiten completar una secuencia de cuatro semanas con caídas de precios, que en el caso de las gasolineras de 93 y 97 octanos, de acuerdo a los anuncios de ENAP, suman un retroceso de cerca de \$34 por litro en este período.

Hace presente que todos estos factores han redundado en el descenso de las expectativas de inflación, ya que de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile la inflación a fines de 2012 se ubicaría en 3,3%, disminuyendo respecto del 3,5% del mes anterior. Agrega que para fines del año 2013, las expectativas se mantienen ancladas al 3% anual y que, de igual forma, las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles de 2,7% anual, mostrando una disminución de 35 puntos base desde la última Reunión de Política Monetaria.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín expresa que en este escenario, parece conveniente observar una actitud de cautela manteniendo la TPM en su nivel actual, ya que en su opinión, pese a las positivas cifras de IMACEC de los últimos meses, se advierte una moderación de las presiones inflacionarias y, por tanto, no se pueden subestimar los efectos de la crisis externa sobre la economía nacional, en especial, considerando el escenario internacional que se ha configurado en los últimos días y que muestra un empeoramiento respecto del escenario de la última Reunión de Política Monetaria.

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

Al proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara inicia el proceso de votación de las Opciones y, en primer lugar, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa su agradecimiento a la Gerencia de División de Estudios por la revisión completa de antecedentes y el análisis efectuado por su *staff*, así como al Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan, cuyos comentarios apuntan en la misma dirección.



Seguidamente, señala que a su juicio, se confirma un cuadro económico general que no se aparta significativamente del escenario delineado en el último IPoM de marzo, incluyendo los factores de riesgo más relevantes que allí se mencionaron. Dentro de ese marco de referencia, considera importante destacar el deterioro del clima económico y político internacional, que se manifiesta de diversas maneras.

En primer lugar, indica que las recientes elecciones en Europa han reflejado una señal de pérdida de apoyo a las medidas de austeridad económica, y que en el caso particular de Grecia han reabierto el debate sobre un posible abandono del euro por parte de ese país.

En segundo término, menciona que el deterioro del sistema financiero en España, evidenciado por la necesidad de recapitalizar la entidad financiera Bankia, también ha reabierto la posibilidad de que ese país deba recurrir a medidas de apoyo extraordinarias por parte de la Unión Europea.

Plantea que a lo anterior se agrega que las últimas cifras de actividad económica en China y en Estados Unidos de América parecen estar confirmando que el crecimiento en esos países se ha debilitado algo más de lo que se anticipaba hace algunos meses.

Por último, señala que si bien las primas de riesgo, los precios de acciones y de materias primas han sufrido fuertes ajustes en las últimas semanas, ellos todavía se encuentran dentro de rangos consistentes con los del escenario base del IPoM, no pudiéndose descartar un empeoramiento que los lleve a zonas más críticas.

El Consejero señor Joaquín Vial sostiene que en contraste con el panorama global, la situación en Chile sigue evolucionando de manera favorable, con sorpresas positivas tanto en lo que respecta a actividad económica, donde el crecimiento del PIB y del empleo han estado marginalmente por encima de lo anticipado, como de la inflación, que en los dos últimos meses ha sorprendido por ser menor que la esperada.

Sin embargo, acota que si se hace abstracción del panorama internacional, los riesgos sobre la inflación en Chile siguen sesgados al alza, debido principalmente, al cierre de brechas de capacidad; estrechez en el mercado laboral, reflejada en aumentos significativos en los salarios; y, a la fortaleza de la demanda interna, que se manifiesta, entre otros factores, en el aumento del déficit de la cuenta corriente. En su opinión, en la medida que el deterioro global continúe y se profundice, va a afectar las expectativas de los agentes económicos en Chile y por ello debería cambiar el balance de riesgos de la inflación.

Finalmente, considera conveniente consignar que a pesar de las mayores turbulencias externas, no se observan tensiones significativas en los mercados financieros locales, más allá de los ajustes normales en estos casos de algunos precios de activos y del tipo de cambio.

En estas circunstancias, estima que lo más adecuado es acoger la propuesta de la Gerencia de División Estudios y mantener la tasa de interés de referencia, pero resaltando que en las próximas semanas y meses habrá que seguir atentamente el desarrollo de los acontecimientos a nivel global, especialmente, evaluando oportunamente posibles señales de contagio en la economía local, particularmente sobre los mercados financieros.

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



El Consejero señor Sebastián Claro señala que son varias las novedades de este mes. En el ámbito externo, indica que la situación europea se ha deteriorado de manera significativa, particularmente en Grecia, lo que podría llevar en el corto plazo a una cesación de pagos y a su salida del euro, con consecuencias insospechadas. Destaca que la especulación al respecto, sumada a los problemas objetivos en términos fiscales y financieros, ha llevado a cambios significativos en los precios de los activos de otros países europeos, tal como ocurre en España. Asimismo, consigna que el costo de financiamiento bancario y soberano se encuentra en niveles récord y que las proyecciones macroeconómicas para esos países son bastante pesimistas.

En cuanto a Estados Unidos de América, indica que los datos han sido algo más débiles de lo esperado, aunque cree que la situación, en general, se mantiene similar a la anticipada en los últimos meses. Agrega que el caso de otros países en desarrollo, en particular China y Brasil, las cifras macroeconómicas dan cuenta de una desaceleración algo mayor que la prevista hace algunos meses.

A juicio del Consejero señor Sebastián Claro, lo expresado muestra un panorama futuro más sombrío, con riesgos importantes. Indica que las perspectivas de crecimiento a nivel global no han cambiado aún y que, de hecho, las proyecciones de Consensus Forecasts que fueron entregadas durante la presente jornada muestran exactamente lo mismo, pero por su parte, los precios de los *commodities* sí han tenido correcciones importantes después de un primer trimestre con alzas relevantes, constituyendo buenos ejemplos en este sentido, la caída del precio del cobre y, especialmente, la del petróleo.

Agrega que este panorama como un todo, refleja adecuadamente las dudas que desde hace varios trimestres nos acompañan respecto del potencial dinamismo de los países desarrollados. Estima que es posible que estas tensiones tengan un carácter transitorio y un efecto acotado sobre el mundo en desarrollo, sin afectar mayormente su acceso a financiamiento o los precios de los *commodities*. Subraya que este es el escenario base del IPoM y que, en su opinión, no existen hasta ahora, razones para cambiarlo. No obstante, consigna que también es cierto que las tensiones actuales están dando cuenta de problemas cuya solución parece ser crecientemente costosa, en cuyo caso el impacto sobre los países en desarrollo puede ser mayor. A su juicio, si bien es temprano para dilucidar entre ambas alternativas, la segunda de ellas ya parece tener mayor base.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca que en el ámbito interno, el dinamismo de la actividad y de la demanda ha continuado a un ritmo algo mayor que el anticipado. Con todo, manifiesta que las cifras y proyecciones internas muestran que han estado creciendo a una velocidad en torno al 5%, en coherencia con sus medidas potenciales.

Destaca que el dinamismo del mercado laboral continúa presente y que los salarios muestran tasas de crecimiento importantes. En su opinión, estas cifras, junto con el dinamismo de algunos componentes de demanda, más que representar un problema en sí, constituyen un elemento de riesgo en el contexto de una situación externa tan volátil.

Asimismo, hace presente que el crédito continúa activo aunque a tasas que se podrían calificar de normales y que han aumentado las tasas de interés de las colocaciones. Llama especialmente la atención sobre el costo del crédito comercial a corto plazo, que constituye una fuente relevante de financiamiento de capital de trabajo y que se ha incrementado en términos importantes en las últimas semanas.



Por otra parte, consigna que las cifras de inflación fueron algo menores a lo esperado y que recogen principalmente fluctuaciones de componentes muy volátiles; que las expectativas de inflación durante este año han disminuido, principalmente porque los riesgos al alza en los costos de petróleo y alimentos han tendido a disiparse; y, que ello afecta también, en adelante, las expectativas inflacionarias que se derivan de los precios de los activos.

A su juicio, las perspectivas inflacionarias hacia el mediano plazo que se recogen del dinamismo de la demanda, la actividad y el mercado laboral no han cambiado significativamente respecto del último IPoM y siguen mostrando una proyección inflacionaria en torno a la meta, descontando las fluctuaciones importantes que han tenido los elementos más volátiles. En este sentido, manifiesta que actualmente la diferencia se encuentra principalmente en los componentes más volátiles, que han retrocedido, siendo posible, a estas alturas, que lo hagan por un tiempo mayor; junto con el hecho de que los riesgos externos de desaceleración han aumentado.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que, hasta ahora, la estrategia de mantener la tasa en 5% ha sido la adecuada, y que cree que sigue siéndolo. Estima que así como en las últimas Reuniones de Política Monetaria la decisión de bajar la tasa de interés no ha estado presente, en esta Reunión, en particular, la opción de subir dicha tasa resulta fácilmente descartable. Añade que no visualiza, por ahora, una tendencia clara respecto de la Tasa de Política Monetaria.

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

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

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

Indica que en el frente externo, la percepción de riesgo se ha apoderado nuevamente de los mercados financieros y que la posibilidad de enfrentar escenarios adversos ha vuelto a concitar preocupación. Como resultado, menciona que la volatilidad se ha elevado, que las primas de riesgo han subido y que los mercados bursátiles se han corregido a la baja, con matices entre regiones, pero en forma bastante generalizada. Además, como se ha tornado habitual, consigna que esta percepción de mayor riesgo ha estado acompañada de una apreciación del dólar estadounidense en los mercados internacionales y de una caída en los retornos de los instrumentos financieros que sirven de refugio.

En materia de actividad, hace presente que las cifras de Europa han seguido reflejando su marcada debilidad y que las de Estados Unidos de América y China han estado por debajo de lo que se esperaba. En su opinión, todo ello ha generado inquietud sobre la trayectoria futura de la economía mundial.

En este contexto, plantea que los precios de las materia primas han caído, y que particularmente significativo ha resultado el ajuste en el precio del petróleo, lo que ha reducido, por lo menos transitoriamente, el riesgo de que llegara hasta niveles extremadamente altos, con los consiguientes efectos adversos sobre la economía mundial.

En el frente interno, comenta que las noticias han deparado algunas sorpresas, pero que, en lo grueso, son coherentes con un escenario en el cual el crecimiento se normaliza y la inflación converge a la meta.



Al respecto, destaca que si bien el último IMACEC estuvo por sobre lo esperado, ello respondería a comportamientos puntuales más que a una tendencia generalizada en todos los sectores de actividad. Considera que la actividad, evaluada en perspectiva, muestra un crecimiento que se estabiliza en torno a su nivel de tendencia, tal como se contempló en el último IPoM y en línea con las expectativas de mercado.

Hace notar también que la demanda exhibe una desaceleración. En su opinión, su comportamiento hacia adelante debe ser seguido con atención, considerando que existen componentes del gasto, como el consumo privado y el gasto en construcción y obras, que mantienen todavía un dinamismo importante.

En lo referente a la inflación, indica que el panorama de corto plazo muestra cierta mejoría, que el último registro mensual sorprendió a la baja, y que lo más probable es que la trayectoria efectiva de la inflación en los próximos meses se ubique por debajo de lo que se esperaba, debido a la evolución observada por los precios de las materias primas y por el potencial impacto de cambios tributarios que afectarían o podrían afectar a productos o servicios con incidencia significativa en el IPC.

Sin embargo, sostiene que el panorama de mediano plazo no ha cambiado en lo fundamental, teniendo presente las perspectivas de crecimiento para este año y las condiciones de estrechez con que opera la economía, tal como se anticipó en nuestro último IPoM. Agrega a ello que los salarios si bien no se han acelerado, mantienen tasas de variación que se ubican en la parte alta de un rango de valores coherentes con una trayectoria inflacionaria convergente en el mediano plazo.

Por último, consigna que las expectativas de inflación de corto plazo se han ajustado con bastante fuerza a la baja, mientras que las de mediano plazo han sufrido cambios menores y permanecen en torno de la meta.

Congruente con ello, señala que el mercado ha tendido a diluir o postergar los ajustes al alza en el nivel de la TPM que esperaba para los próximos meses y que, de esta forma, la trayectoria proyectada para el resto del año se ha tornado bastante plana.

Indica que llama la atención, en todo caso, la rapidez con que el mercado ha modificado sus expectativas para la inflación y la TPM en los últimos trimestres, en circunstancias que los factores fundamentales no han tenido cambios tan significativos en este mismo período de tiempo.

Con estos antecedentes, plantea que fluye con bastante claridad que la opción más adecuada es la de mantener la TPM en su actual nivel. Acota que cualquier opción alternativa resulta muy difícil de sostener.

El Consejero señor Enrique Marshall advierte que los riesgos del escenario externo, sesgados a la baja, han aumentado en el último tiempo, pero que permanecen suficientemente contrapesados por los riesgos en sentido contrario que sigue presentando el escenario interno. Por cierto, estima que si los riesgos externos que se están observando persisten o se intensifican, se podría configurar un nuevo escenario, pero que los antecedentes disponibles para esta Reunión no permiten anticipar un juicio al respecto.

En su opinión, el nivel en el que se ubica actualmente la TPM brinda espacio para esperar y acumular más antecedentes antes de decidir los próximos pasos. En esa perspectiva, considera que la preparación del próximo IPoM será útil para perfilar con mayor precisión el escenario que se enfrentará en los próximos trimestres y sus implicancias para la política monetaria.



Recalca que es importante tener en cuenta además, que ha tenido lugar en el último tiempo cierto ajuste en el mercado crediticio, lo que es particularmente claro en el segmento de los créditos de consumo, donde se observa una desaceleración del ritmo de expansión y un alza en las tasas de interés cobradas a los clientes. Hace presente que este ajuste, inducido por fuerzas de mercado, debería contribuir a moderar el comportamiento del consumo privado, especialmente en su componente durable, y que en esa perspectiva, otorga también holgura para esperar.

Por último, comenta que el mercado anticipa abrumadoramente que la decisión del Consejo será la de mantener la TPM. En este sentido, sostiene que un curso de acción distinto sería sorpresivo y probablemente difícil de asimilar.

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

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, e indica que hace suya la lista de antecedentes nuevos respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, contenidos al comienzo de la Minuta de Opciones, con las siguientes excepciones, añadidos y comentarios adicionales.

Respecto de la economía internacional, señala que las cifras recientes de actividad dan cuenta de un comportamiento más débil no solo en los Estados Unidos de América, sino que en la mayor parte de la Zona Euro y también, por primera vez, en forma simultánea en Brasil, India, Rusia y China, los llamados países BRIC. Agrega que también se han producido sorpresas a la baja en las cifras de crecimiento en otras economías productoras de *commodities*, tales como, Australia y Nueva Zelanda.

En otro plano, consigna que el dólar estadounidense ha estado mostrando características de moneda refugio y que por ello se ha apreciado respecto de la gran mayoría de las monedas, incluyendo el peso chileno.

Asimismo, advierte que las tensiones financieras en la Zona Euro han retornado con una intensidad comparable a la de hace algunos meses. En ese sentido, manifiesta que desde comienzos de año se aprecia un acoplamiento de los riesgos soberanos de España e Italia, y que, con un nivel más bajo, los movimientos en el riesgo soberano de Francia también aparece acoplado a los dos anteriores. A su juicio, ello da pie, por cierto, a la hipótesis de posibles contagios sistémicos de eventuales crisis o salidas desordenadas a las tensiones actuales financieras de esa Zona.

Hace presente, además, que han reaparecido los riesgos negativos en el escenario internacional, señalados en el IPoM de marzo y que estos riesgos van más allá de las eventuales tensiones financieras que están contenidas en el escenario base.

Respecto de la economía nacional, señala que las remuneraciones reales siguen creciendo por sobre la productividad de tendencia, con un efecto acumulado que llama a la cautela. Subraya que hace mención a ello, porque, en lo personal, no se conforma con que no se haya reaccelerado. Por el contrario, le parece que la velocidad que llevan actualmente las remuneraciones es preocupante, porque es mayor que la velocidad de *steady state* en un



momento en que los mercados laborales se encuentran ya tensionados. Acota que esta dinámica de las remuneraciones reales está liderada, además, por el sector construcción y el sector minería, precisamente los dos sectores que están actualmente con una situación de capacidad menos holgada.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán destaca que las sorpresas en Chile en cuanto a la actividad son al alza, mientras que prácticamente en todo el resto del mundo son a la baja. Al respecto, manifiesta que le llama la atención que las expectativas en Chile sobre el crecimiento de la economía nacional aparecen desacopladas de los eventos internacionales, lo que, a su juicio, eleva los riesgos para la economía interna frente a una eventual salida desordenada en la Zona Euro.

Por último, estima que en este escenario complejo, en que los eventos de la economía nacional aconsejarían elevar la tasa de interés, mientras los acontecimientos de la economía internacional aconsejarían reducirla, lo más prudente es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, pero dando cuenta en el Comunicado de una situación que permita guiar las expectativas de los agentes económicos chilenos acorde con la gravedad de lo que está aconteciendo en el resto del mundo.

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

Indica que desde la última RPM, las tensiones financieras en Europa han aumentado significativamente. Sobre el particular, se habla abiertamente de una salida de Grecia del euro y que se multiplican las presiones sobre España; que los *spreads* soberanos y bancarios de las economías de la periferia europea se han incrementado; y que la controversia sobre los ajustes fiscales tensiona el clima político en varios países y también entre países.

Hace presente que a ello se suma un comportamiento más débil que lo anticipado en Estados Unidos de América, China y en América Latina, y también en Brasil. En este escenario, destaca que se vuelven a fortalecer los papeles de las economías refugio, tales como, Estados Unidos de América, Alemania y Japón, y que los rendimientos de sus bonos soberanos alcanzan mínimos históricos. Asimismo, hace notar que se ha observado una baja generalizada de las materias primas, entre ellas, el cobre y el petróleo.

En cuanto a Chile, menciona que el crecimiento del primer trimestre superó las expectativas. No obstante, indica que la demanda aumentó menos que el PIB por primera vez en más de dos años y que, aún así, se sigue observando un mercado laboral estrecho con incrementos significativos en los salarios y que se estiman brechas de capacidad cerradas. En términos más específicos, plantea que se observa un fuerte dinamismo en sectores como la construcción y el comercio, y que las colocaciones comerciales continúan con incrementos importantes.

En materia de inflación, destaca que fue nuevamente baja en el mes de abril, con lo que en doce meses se ubica en 3,5% anual, lo que es inferior a lo esperado hace un par de meses; que las mediciones subyacentes siguen por debajo de 3%; y que las proyecciones de mercado de la inflación para el corto plazo también se han corregido a la baja y se acercan a 3%, mientras que para el horizonte de proyección siguen ancladas en dicha cifra.



En estas circunstancias, sostiene que hay dos fuerzas que se observan claramente y que tienen sentidos opuestos en materia de política monetaria. Por una parte, consigna que el escenario externo más negativo podría tener efectos adversos sobre la economía local, reduciendo las presiones de demanda y más aún, que es difícil estimar que si el actual escenario internacional persiste, no se vaya a manifestar más temprano que tarde este peor escenario externo en la economía doméstica. Por otra parte, consigna que la economía interna sigue mostrando mayor dinamismo que el proyectado.

Por lo tanto, concuerda en que las opciones que la Gerencia de División Estudios ha presentado a consideración del Consejo son las adecuadas. A su juicio, la alternativa de mantener la tasa rectora es más coherente con el escenario externo, por cuanto además las menores inflaciones dan un mayor espacio al Banco Central de Chile para evaluar mejor los acontecimientos externos y su efecto en nuestro país. En cuanto a la opción de subir la tasa, señala que es más coherente con el mantenimiento del dinamismo interno.

En opinión del Presidente señor Rodrigo Vergara, la opción de mantener la tasa de interés rectora es lo apropiado en esta oportunidad. Sostiene al efecto que los riesgos del escenario externo son elevados, mayores que en los últimos meses, a la vez que las cifras y expectativas de inflación están alineadas con la meta del Banco Central de Chile. Agrega que los riesgos inflacionarios en esta materia, siguen existiendo y que se debe estar alerta a que se mantengan controlados, a pesar de que en el corto plazo parecen acotados. Por último, manifiesta ser partidario de mantener el tono del Comunicado anterior, aunque con mayor énfasis en los riesgos y la volatilidad del escenario externo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que en mérito de los fundamentos expuestos, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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

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

185-01-120517 - Tasa de Política Monetaria

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

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

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, la situación financiera y fiscal de la Eurozona se ha deteriorado y la incertidumbre acerca de cómo se resolverá es mayor. En los mercados globales, la volatilidad y aversión al riesgo se han incrementado. En los últimos meses, los



indicadores económicos de Estados Unidos, China y otras economías emergentes han mostrado un desempeño más débil que lo anticipado por las expectativas de consenso. Los precios internacionales de las materias primas, particularmente el petróleo y cobre, registran una nueva disminución, aunque su nivel sigue siendo elevado.

En el plano local, la actividad económica en el primer trimestre creció por encima de lo proyectado en el IPoM, aunque sin alejarse significativamente respecto de tasas de crecimiento de tendencia. El mercado laboral sigue ajustado. La inflación anual del IPC está dentro del rango de tolerancia, mientras que las medidas de inflación subyacente se ubican alrededor de 3%. Los salarios nominales mantienen su dinamismo. Las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta en el horizonte de proyección, aunque las de corto plazo disminuyen, explicadas de forma importante por la reducción del precio internacional del petróleo.

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 17:10 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



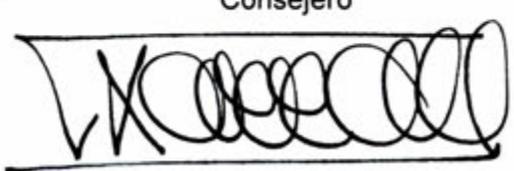
RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



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