BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 200
celebrada el día jueves 11 de julio de 2013

---

En Santiago de Chile, a 11 de julio de 2013, siendo las 11:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don Gabriel Aparici Cardozo;
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 Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia,
doña Erika Arraño González;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
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° 200, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2014, se celebre el día jueves 16 de ese mes.

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

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias que han tenido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, indica que en Estados Unidos de América, algunos miembros de la Reserva Federal, FED, expresaron que se produjo una sobrerreacción del mercado con motivo de las señales de relajamiento del programa cuantitativo 3, conocido como QE3, mientras que otros han mantenido una posición más agresiva, lo que da cuenta de posiciones claramente divergentes.

No obstante, su Presidente, señor Ben Bernanke, reafirmó que no habría cambios en la política monetaria mientras no hayan señales claras de reactivación económica, particularmente del mercado laboral, lo cual fue bien leído por los mercados. Menciona, además, que ese Organismo aprobó una versión interna de las normas de Basilea III, que se aplicará en ese país a contar del año 2014, lo que requerirá que los bancos tripliquen su capital.

En lo concerniente a la Zona Euro, alude al procedimiento que se establecerá en caso de insolvencia de las empresas bancarias, en el que se contempla que las pérdidas serán compartidas por los inversionistas y depositantes, por montos superiores a €100.000, así como también, que se han acordado planes para estimular el empleo juvenil y el otorgamiento de créditos a las PYMES, lo que implicará un gasto de €6 millones para los próximos dos años.

Hace presente que en China, tras las reiteradas señales de debilidad en la actividad, han surgido especulaciones en orden a que las autoridades adoptarían medidas de estímulo para fines de estabilizar el crecimiento de la economía en torno a 7,5% anual, que es precisamente la proyección contemplada en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, para esa economía. Plantea que ello coincidiría con las proyecciones de algunos bancos de inversiones, que han estimado que esa economía crecería entre 7% y 7,5% este año y han considerado además algunas revisiones a la baja para el año 2015.

En cuanto a Italia, manifiesta que la ratificación de la condena penal impuesta al ex Primer Ministro señor Silvio Berlusconi podría debilitar a la coalición de gobierno, generando ciertas tensiones que se han reflejado en algunos aumentos de *spreads*.

Añade que en Portugal, el acuerdo político alcanzado logró reducir parcialmente las tensiones, luego de las dimisiones de los Ministros de Finanzas y de Relaciones Exteriores con motivo de la creciente pérdida de apoyo público a las medidas de ajuste fiscal y a desacuerdos con el Primer Ministro.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que el gobierno portugués no ha descartado el otorgamiento de un nuevo conjunto de medidas de apoyo por parte de las instituciones internacionales, reflejando la complejidad de su situación, lo que es corroborado por el señor Sergio Lehmann, quien precisa, además, que si bien esa noticia generó una reacción positiva en los mercados, los EMBI y los *spreads* se han mantenido elevados y más altos que hace un mes atrás, dando cuenta que esta tensión política se ha visto reflejada en los indicadores financieros de ese país.

Otra noticia que ha tenido efectos en el plano económico la constituye la situación de Egipto, en que continúa la tensión política tras el golpe de Estado. Hace notar que a pesar que este país no es un productor importante de petróleo, el mayor riesgo derivado del efecto de estas tensiones sobre la situación en el Medio Oriente ha generado presiones al alza en su precio.

El Consejero señor Sebastián Claro hace referencia a la incertidumbre política en España a propósito de las nuevas acusaciones formuladas al Presidente del Gobierno señor Mariano Rajoy, que podrían traducirse en un grave retroceso de esa economía. El señor Sergio Lehmann acota que podrían generarse presiones sociales que complicarían la gestión del gobierno, constituyendo ciertamente un riesgo adicional.

El señor Sergio Lehmann hace mención a los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, indica que las condiciones financieras internacionales mostraron un comportamiento mixto, con leves mejoras en Estados Unidos de América; algunos deterioros en la Zona Euro, a raíz de las tensiones en Portugal, Italia y España; como asimismo, retrocesos en los mercados emergentes.

En segundo lugar, comenta que han aumentado las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América ante señales de moderación del programa de relajamiento cuantitativo previsto para el último trimestre de este año. Agrega que si bien las señales entregadas por el Presidente de la FED el día de ayer contribuyeron a frenar esta alza, se advierte un incremento importante de la tasa de interés en los últimos 30 días, especialmente, tras el informe de empleo que se dio a conocer hace algunos días, cuya lectura bastante más positiva ha contribuido a reafirmar el retiro de dicho programa en los últimos cuatro meses del año. Además, destaca que el dólar estadounidense se apreció de forma generalizada en el último mes.

Por otra parte, advierte que las tensiones en el mercado interbancario chino generaron turbulencias, las que se mitigaron al anunciarse la ayuda de liquidez requerida.

Asimismo, ha continuado la salida de capitales desde economías emergentes, mientras que en las economías desarrolladas disminuye la tenencia de bonos por parte de no residentes. En otros términos, ante el riesgo de aumentos de tasas de interés y caídas en el precio de bonos, los portafolios de inversiones han reducido sus tenencias en estos títulos.

En materia de política monetaria, hace presente que el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco de Reserva de Australia y los bancos centrales de Suecia, Noruega y Suiza, han mantenido sus respectivas tasas rectoras. Resalta, sin embargo, que el Banco Central Europeo y el nuevo Gobernador del Banco de Inglaterra han señalado que las tasas de interés permanecerían en su nivel actual o incluso menor por un tiempo prolongado.

Por último, consigna que Perú y Brasil aplicaron medidas tendientes a contener la depreciación de sus monedas.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* financiero que se contiene en la lámina N° 5 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; tasas de interés a 10 años; como asimismo, *spreads* y CDS s*preads* respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2003 y el mes de julio del año en curso.

Destaca que los mercados bursátiles exhiben movimientos a la baja, no así las bolsas de valores de Estados Unidos de América y Alemania, en que se mantienen desempeños positivos.

Agrega que las volatilidades han tendido a aumentar durante los últimos 30 días, lo mismo que los *spreads* soberanos, en particular, en Asia, Europa y América Latina, y también los CDS en Italia y Japón.

Por último, comenta que de acuerdo con los indicadores que construye la FED de Saint Louis para Estados Unidos de América y Europa, las condiciones financieras han tendido a moderarse en el último mes, mientras que los premios por riesgo han experimentado incrementos y disminuido los precios en las bolsas de valores.

Al proseguir con su presentación, manifiesta que los CDS soberanos han exhibido ciertos vaivenes durante el mismo periodo y en este aspecto, precisa que en las economías desarrolladas han sido bastante acotados, en circunstancias que en Brasil fueron superiores a los registrados algunas semanas atrás y que un comportamiento similar se ha observado en algunas otras economías como es el caso de Portugal. Asimismo, según los últimos datos, estos instrumentos tuvieron una ligera reversión en algunas economías a propósito de la señal algo más tranquilizadora que entregó el Presidente de la FED en el día de ayer, lo mismo que en China, debido a las expectativas sobre la adopción de alguna medida de estímulo por parte de las autoridades de ese país. Añade que, en tanto, los CDS bancarios han subido de manera acotada.

En relación con los mercados bursátiles, destaca especialmente el repunte de la bolsa japonesa y el leve incremento registrado en Estados Unidos de América. Las economías emergentes han experimentado nuevos retrocesos, en especial, en Brasil y China, aunque en este último país con una reversión en el margen, a propósito de señales más optimistas en lo referente a la adopción de las medidas citadas. Por último, indica que la bolsa chilena presenta un retroceso significativo.

En materia de tasas de interés, exhibe las gráficas que se contienen en la lámina N° 9 de la presentación, que muestran las trayectorias de las curvas de rendimiento de Estados Unidos de América y Alemania a distintos plazos, correspondientes al promedio del período comprendido entre los años 2000 y 2007; al 30 de abril de este año, fecha en que surgieron señales sobre una moderación de la política monetaria en Estados Unidos de América; y al 8 de julio último. Hace notar que en el tramo largo de esta última curva, es decir, de dos a treinta años, se observan incrementos relativamente importantes desde el mes de abril último, cercanos a 50 puntos base, en relación al tramo corto de 3 meses a dos años que prácticamente no registra movimientos, dando cuenta que de acuerdo con las expectativas del mercado, la tasa de política monetaria, TPM, permanecería inalterada hasta fines del año 2014 o comienzos del año 2015. Añade que en Alemania acontece un fenómeno similar, en el sentido que también se ha movido el tramo largo de su curva.

En materia de flujos de capitales, indica que ha continuado su egreso desde todas las regiones y, en este sentido, precisa que en las economías emergentes se observa que se mantiene el nivel en materia de bonos y que se modera en lo correspondiente a acciones, mientras que en las economías desarrolladas se han atenuado las salidas de capitales de parte de personas no residentes, quienes han incrementado las posiciones en renta variable y disminuido aquellas en renta fija.

El Consejero señor Sebastián Claro hace referencia al alza de tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América en los últimos meses y de los CDS de países emergentes, incluido Chile, y consulta acerca de si se cuenta con información sobre emisiones de bonos por parte de economías emergentes en el exterior, como también, del monto en que se han encarecido las emisiones de estos títulos en el exterior a plazos de 5 y 10 años por parte de empresas y bancos chilenos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto indica que se proporcionará esta información al término de la presentación del escenario internacional.

El Consejero señor Joaquín Vial destaca que todas las regiones exhiban flujos de capitales negativos, lo que en su opinión daría cuenta de que los inversionistas están retirando sus posiciones de los mercados internacionales y regresando a sus países de origen, lo cual es confirmado por el señor Sergio Lehmann.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera indica que esta información constituye solo una señal, ya que corresponde al comportamiento de una muestra que se ha considerado para esta presentación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que una interpretación alternativa y que es compatible, a su vez, con la planteada por el Consejero señor Joaquín Vial, consiste en que a medida que Estados Unidos de América vaya saliendo de su recesión debería observarse un aumento de la riqueza total en ese país, pero con un cambio significativo en su composición, ya que debería reducirse la inversión en bonos, que ha estado anormalmente alta producto de la prevalencia de tasas de interés muy bajas, y aumentar en acciones y en bienes raíces. De hecho, hace notar que la información expuesta da cuenta de una salida de bonos y la entrada neta de acciones en las economías desarrolladas, mientras que en las emergentes se advierte un retiro de las inversiones en renta variable local, las que se efectúan en mercados bursátiles más rentables.

El señor Sergio Lehmann retoma su exposición y señala que el dólar estadounidense se ha fortalecido, mientras que la depreciación del real brasileño sobresale entre las monedas contempladas en la tabla que se contiene en la lámina N°11 de la presentación. Expresa que las cifras informadas se encuentran actualizadas a esta fecha y, por lo tanto, incluyen el efecto de las noticias algo más tranquilizadoras entregadas por el Presidente de la FED y del anuncio de medidas en China al que se hizo referencia anteriormente, que si bien moderaron en algún grado los movimientos que habían registrado previamente las monedas, no cambiaron su signo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que las variaciones que acumulan las paridades desde el mes de diciembre de 2012 a la fecha difieren de las informadas por la Gerencia de Análisis Internacional en forma diaria, por lo que el señor Sergio Lehmann se compromete a revisar dicha información.

En lo atinente a las intervenciones cambiarias, hace presente que Perú ha vendido dólares estadounidenses con el propósito de moderar la depreciación de su moneda; en Brasil no se han adoptado acciones directas en el mercado cambiario, pero sí algunas medidas tendientes a proveer liquidez en dólares estadounidenses que no han sido muy efectivas para reducir las presiones de depreciación sobre el real; y, Colombia ha reducido su programa de compra de dólares. Por otra parte, añade que la República de Corea ha desacumulado reservas internacionales, generando una leve apreciación de su moneda.

El Consejero señor Joaquín Vial comenta que el Banco de Indonesia sorprendió hoy al mercado al aumentar su tasa rectora en 50 puntos base, a pesar que esa economía no presenta los problemas de depreciación que se advierten en otros países que probablemente se han visto forzados a intervenir o a aplicar políticas monetarias que son más efectivas.

El señor Sergio Lehmann indica que se esperaba un alza de la tasa rectora más moderada en Indonesia, pero en todo caso, agrega que esa economía ha exhibido altas tasas de crecimiento y algunas presiones inflacionarias incipientes y, por lo tanto, el incremento de su tasa de instancia podría responder a condiciones macroeconómicas internas.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere al movimiento de los tipos de cambio, las tasas de los bonos de gobierno a 10 años en moneda local y los premios por riesgo en un conjunto significativo de economías en lo que ha transcurrido del año. Sobre el particular, destaca la depreciación notoria y generalizada que se ha observado en todas las economías, en especial en aquellas que son exportadoras de *commodities;* y que en cuanto a las tasas de los bonos del gobierno, Chile aparece claramente diferenciado del resto al exhibir un movimiento muy acotado, que es menor que los demás países y muy inferior aún que en el caso de los países exportadores de *commodities.* Añade que los premios por riesgo presentan aumentos relativamente importantes en la mayoría de las economías analizadas.

Finalmente, manifiesta que la estimación empírica sugiere que la concentración de *commodities* en la canasta exportadora y el balance de la cuenta corriente explicarían de manera significativa los ajustes en las variables financieras antedichas.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, menciona que el PIB de Estados Unidos de América del primer trimestre del año se corrigió a 1,8% trimestre/trimestre anualizado, principalmente por los ajustes en consumo de servicios e inversión no residencial; que el precio de las viviendas ha vuelto a subir; y que la creación de empleo al cierre del primer semestre del presente año resultó ser más dinámica de lo anticipado.

En segundo lugar, hace presente que en la Zona Euro el desempeño de la industria y del comercio ha sido más positivo que lo estimado; de hecho, los PMI han mejorado en lo más reciente y se sitúan próximos al pivote 50, esperándose por tanto cifras de expansión hacia el segundo semestre del presente año.

Además, destaca que Japón continúa presentando buenas cifras de producción industrial, y que la Encuesta Tankan del segundo trimestre de este año muestra que sigue mejorando la percepción de las manufactureras grandes y pequeñas.

Añade que en Brasil, la producción industrial ha disminuido; que las perspectivas manufactureras en las economías emergentes lo han hecho bajo el pivote de expansión; y que los datos de China han vuelto a decepcionar.

Por último, señala que las perspectivas de inflación para el año 2013 han disminuido ligeramente, y que los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE, mostraron avances en precios en el mes de mayo último atribuibles al precio de la energía.

El señor Sergio Lehmann exhibe el cuadro que resume las distintas cifras esperadas y efectivas de actividad en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. En cuanto a Estados Unidos de América indica que presenta una situación mixta, ya que si bien el PIB del primer trimestre fue inferior a lo anticipado, las percepciones son en general positivas. Además, destaca la creación de empleo como un elemento central para explicar la dinámica en ese país, como también los precios y cifras relativas al inicio de construcción de viviendas.

En lo atinente a la Zona Euro, resalta las cifras positivas en materia de ventas minoristas, producción industrial y tasa de desempleo, mientras que Alemania presenta datos mixtos.

Resalta también las cifras positivas de Japón, mientras que China, por el contrario, exhibe datos claramente negativos por el lado de producción industrial, exportaciones, importaciones, así como también Brasil en lo que se refiere a producción industrial.

El señor Sergio Lehmann plantea que las perspectivas en Estados Unidos de América son mixtas, donde destaca una visión más optimista para el sector manufacturero y confianza de los consumidores; que en la Zona Euro, el PMI manufacturero ha mejorado, no así el PMI de servicios, aunque todavía se sitúa bajo el pivote 50; que en Japón, si bien los datos han sido inferiores a lo anticipado, superan el citado pivote, dando cuenta de que esa economía continuaría en una senda positiva, pero más moderada; y, por último, que en China, el PMI manufacturero resultó menor que lo anticipado y que el pivote 50.

El señor Sergio Lehmann alude a continuación a la reciente actualización del informe *World Economic Outlook*, WEO, que publica el Fondo Monetario Internacional, y compara las proyecciones contenidas en dicho informe con aquellas contempladas en el WEO del mes de abril, las de Consensus Forecast y las contenidas en el último IPoM. Sobre el particular, resalta que la mayor diferencia se observa en lo concerniente a Estados Unidos de América, por cuanto el IPoM y Consensus Forecast proyectan un crecimiento de 1,9% para el presente año, mientras que el WEO del mes de julio lo revisó a la baja, a 1,7%. Añade que para el próximo año, este último informe lo rebajó desde 3% a 2,7%, que es precisamente la proyección contenida en el reciente IPoM del mes de junio pasado.

Agrega que en cuanto al crecimiento de Japón, el WEO lo ha corregido al alza desde 1,6% a 2%, mayor que el 1,8% considerado en el IPoM; que su proyección para la Zona Euro coincide con la interna y es similar tratándose de la correspondiente a India y América Latina que excluye a Chile. Acota que estas proyecciones para el año 2014 están alineadas con las contenidas en el IPoM del mes de junio último.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann manifiesta que el mercado laboral de Estados Unidos de América ha exhibido un desempeño superior al previsto. De hecho, indica que la creación de empleo ha restablecido casi por completo la pérdida que se generó a inicios del año 2007, oportunidad en que se desencadenó la crisis, y que tratándose de los datos de creación de empleo efectivo, las cifras corregidas del presente año también dan cuenta de un desempeño más positivo que lo que indicaban las cifras originales, excepto en el mes de marzo último.

El señor Sergio Lehmann menciona que si bien la tasa de desempleo total ha disminuido, el desempleo superior a dos años sigue siendo elevado y el desempleo más amplio, que incorpora también a aquellas personas que están desalentadas o que cuentan con un trabajo marginal y a tiempo parcial, tampoco ha evolucionado de acuerdo con lo esperado.

A continuación, se refiere específicamente a la situación de China, y en esta materia plantea que el indicador líder de la OCDE estaría anticipando una desaceleración adicional del PIB; y que un indicador de actividad construido por Capital Economics, que otorga una ponderación algo mayor al comercio exterior y al PMI, sugiere un crecimiento cercano del 7%. A su juicio, estas señales sobre una desaceleración adicional explicarían las expectativas sobre la adopción de alguna medida de estímulo por parte de las autoridades chinas.

En materia de exportaciones, resalta la significativa desaceleración de los envíos destinados a las economías emergentes.

Hace presente que el crecimiento del PIB chino del segundo trimestre se conocerá en tres días más y que de acuerdo con Consensus Forecast, sería de 7,5%, que es inferior al registrado en los primeros tres meses del año en curso. Añade que el indicador líder, en cambio, señala una variación menor a 7,5%.

Agrega que el crédito en China ha mostrado una dinámica algo riesgosa junto con un mercado inmobiliario extremadamente activo. Sobre este aspecto, precisa que las cifras de crédito que se informan incluyen las otorgadas por el denominado *shadow banking,* esto es, las operaciones bancarias en la sombra.

En lo concerniente a tasas interés, consigna que las tasas interbancarias registraron aumentos muy significativos durante los últimos treinta días, pero que se revirtieron tras las señales sobre inyección de liquidez por parte del Banco Popular de China.

Por último, indica que el yuan se ha fortalecido frente al dólar de Estados Unidos de América y particularmente en términos multilaterales.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que la colocación de créditos en China ha aumentado desde un monto equivalente al 125% del PIB para alcanzar el 200% y consulta por el porcentaje que correspondería a operaciones de *shadow banking.* El señor Sergio Lehmann indica que alrededor del 40% o 50% de la colocación total de créditos corresponde a estas operaciones.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación haciendo referencia a América Latina y sobre el particular indica que las perspectivas manufactureras han mostrado nuevos debilitamientos, especialmente en Brasil y México, mientras que en Colombia se observa algún repunte por el lado de la producción industrial y las ventas minoristas.

En materia de inflación, consigna su aumento generalizado en América Latina, especialmente en Brasil, explicado por alzas en los precios de alimentos y energía, mientras que la subyacente se mantiene relativamente estable. Hace notar que tanto en Chile como en China y Perú se advierte un incremento significativo de los precios de alimentos, y que tratándose del precio de la energía, exhibe un aumento mayor en la Zona Euro, Perú y también en Chile.

Sin perjuicio de lo anterior, consigna que de acuerdo con Consensus Forecast, las proyecciones inflacionarias para el presente año se han ajustado a la baja para las economías desarrolladas, Asia emergente y Europa emergente, en tanto que se mantienen para América Latina. Añade que para el 2014 se anticipa estabilidad de precios.

En lo atinente a la política monetaria, señala que los movimientos de tasas han ocurrido de acuerdo con lo esperado y destaca las rebajas acordadas en Hungría, Polonia y el sorpresivo aumento en Indonesia. Asimismo, hace presente que conforme a la encuesta de Bloomberg del día de ayer, para los próximos tres meses se esperan nuevos recortes de 25 puntos base en Australia, India y Rusia, y un aumento adicional de igual magnitud en Brasil.

A continuación, se refiere a los precios de *commodities.* En primer lugar, expresa que el precio del petróleo ha aumentado por el mayor riesgo geopolítico y por cuanto el mercado en Estados Unidos de América se ha tornado más estrecho ante una percepción de mayor demanda de combustible en ese país. Hace presente que ello explica que el *spread* WTI - Brent siga disminuyendo.

En segundo término, menciona que el precio del cobre disminuyó en el último mes. Agrega que su caída alcanzó una cifra entre 4% y 5% hasta el cierre del día de ayer; no obstante, en la presente jornada exhibe un aumento en torno a 3%, asociado a los rumores respecto de China y a las señales más tranquilizadoras por parte del Presidente de la FED.

En cuanto a precios de alimentos, los correspondientes a granos han fluctuado principalmente a la baja, en medio de condiciones climáticas más favorables en el hemisferio norte; el de la soya ha subido como consecuencia de huelgas en Brasil y Argentina; y el índice FAO ha caído por menores costos de lácteos, azúcar y cereales.

Informa, además, que durante el último mes, el precio del petróleo WTI exhibió un aumento cercano a 10%; la gasolina, en torno a 5% y la soya, de 4,3%. En contraposición, el cobre anotó finalmente una disminución en torno a 1%, lo mismo que el trigo, el maíz y el arroz, en cuyo caso alcanzó a 3,4%; 5%; y, 5,2%, respectivamente. Acota que el oro registró una notoria caída de 8,6%.

En cuanto al precio del cobre, indica que si bien mostró una ligera disminución en el último mes, las autoridades chinas dieron cuenta en el día de ayer de un aumento en las importaciones, no obstante que se advierten incrementos de inventarios y posiciones más bien cortas en dicho metal.

En relación con el índice de alimentos, señala que la trayectoria del índice FAO es muy similar a la observada en la Reunión de Política Monetaria precedente, pero ligeramente más alta, ya que incorpora el alza del precio de algunos alimentos, en particular de la soya; y que para los próximos meses se esperan algunas caídas adicionales y una recuperación posterior.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann hace presente que la trayectoria futura del precio del petróleo exhibe cambios acotados, siendo la del petróleo WTI levemente superior a la del mes previo debido a una mayor demanda en Estados Unidos de América. Expresa que ello se ha visto reflejado en una disminución del *spread* Brent-WTI, acorde con menores inventarios en ese país.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y, antes de conceder la palabra para comentarios, solicita al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto que presente los antecedentes relativos a la emisión de bonos de empresas chilenas en el exterior, en respuesta al planteamiento formulado por el Consejero señor Sebastián Claro.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto indica, en primer término, que hace una semana el *spread* bancario de la emisión de bonos ascendió a 53 puntos base, que es levemente superior al promedio correspondiente al período comprendido entre los años 2005 y 2012, ascendente a 48,9%; y que el *spread* de las empresas AA, que construye Larraín Vial, alcanza a 123 puntos base, también mayor que el promedio del citado período, que es de 110 puntos base, pero a su vez inferior al máximo de 240 puntos base registrado en plena crisis.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que los *spreads* de las empresas chilenas que efectúan colocaciones en el mercado secundario externo registraron incrementos hasta la semana previa en una magnitud similar que el CDS soberano, esto es, del orden de los 40 puntos base.

En términos de colocaciones de bonos chilenos en el exterior en los últimos dos meses, informa que alcanzaron a US$500 millones, aproximadamente, en el mes de junio; a US$600 millones en el mes de mayo; a un promedio en torno a US$1.000 millones en el primer trimestre de este año; y, a un monto entre US$1.000 y US$2.500 millones durante el último trimestre del año pasado. Por último, consigna que en el mes de junio último se efectuaron dos colocaciones de estos instrumentos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que de lo expuesto precedentemente se colige que el escenario externo marginal para Chile se ha deteriorado y que al mismo tiempo, se acrecienta la preocupación por las nuevas revisiones a la baja de las economías emergentes, que son especialmente importantes en el caso de China, India, Turquía, Sudáfrica y algo menores en México, con el consiguiente efecto que ello podría tener sobre la economía interna, en particular, considerando la desaceleración de China.

El Consejero señor Joaquín Vial concuerda con el planteamiento precedente del Presidente señor Rodrigo Vergara y destaca lo referente al término de la denominada guerra de divisas, que ha dado lugar a intervenciones por parte de los bancos centrales de algunos países para fines de evitar que se deprecien sus respectivas monedas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que durante las reuniones en las que le correspondió participar y que se llevaron a cabo recientemente en el Banco de Francia, no advirtió interés sobre la situación de China y de las economías emergentes, pero sí perplejidad por los efectos que ha ocasionado sobre las tasas de interés el anuncio de la FED referente a una salida anticipada del denominado programa QE3.

El Consejero señor Enrique Marshall alude a las medidas que ha comenzado a adoptar Perú para fines de frenar la depreciación de su moneda y que se relacionan con la dolarización de su economía, lo que influye en que sus políticas sean menos flexibles que las que aplica el Banco, que han permitido que en Chile se haya podido sobrellevar sin grandes problemas una depreciación de su moneda.

El Consejero señor Joaquín Vial consigna que en su reciente visita al Banco Central de Reserva de Perú, su Presidente le manifestó que se comenzó a intervenir en el mercado cambiario cuando se advirtieron los primeros cambios destinados a adquirir activos en dólares en el mercado financiero. Agrega que Perú, con gran sacrificio, ha realizado un notorio avance en orden a reducir el nivel de dolarización de sus mercados financieros, por lo que desea preservarlo a toda costa.

El Consejero señor Enrique Marshall se refiere además a los efectos del incremento que exhibe la curva de rendimiento en Estados Unidos de América. A su juicio, los bancos americanos se beneficiarán de ello en la medida que las tasas de interés de corto plazo se mantengan cercanas a 0% y comiencen a tener la posibilidad de invertir en bonos del Tesoro al 4% anual. En contraposición a ello, registrarán pérdidas la Reserva Federal, los fondos soberanos y los fondos de inversión.

El Consejero señor Joaquín Vial hace notar que Chile sobresale claramente en relación con otras economías al sortear con éxito esta situación, aun cuando ello también podría reflejar el bajo nivel de deuda de largo plazo en pesos.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán añade que Chile tampoco tiene necesidad de captar fondos a diferencia de aquellos países o sectores públicos que requieren hacerlo en el mercado de bonos que en esta oportunidad es más adverso, como es el caso de Italia, España, Brasil y también la mayoría de los países latinoamericanos.

Sin perjuicio de lo expuesto, plantea la conveniencia de estar alerta sobre la posibilidad que aquellas empresas chilenas que requieren emitir bonos en el mercado internacional, deban retornar al mercado nacional, ya que al igual como aconteció a fines de los años noventa, ello podría derivar en un *crowding out*, un *credit crunch* o un *sudden stop* de los agentes que habían sido privilegiados durante este período con bajas tasas de interés y accesibilidad al crédito, por cuanto las grandes empresas se endeudaban en el exterior. Recuerda que una situación similar se registró en el año 2008, cuando de manera preventiva debió efectuarse una licitación en el Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios, FOGAPE, de manera de facilitar el otorgamiento del crédito bancario a ese sector. En su opinión, esta materia debería ser analizada y, en su caso, adoptarse las medidas correspondientes para efectos de evitar una contracción del crédito.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que, en su opinión, la situación actual no resulta comparable con la expuesta precedentemente y que en todo caso, el *credit crunch* se produce principalmente con el crédito bancario, y que su efecto podría traducirse en un encarecimiento del costo de fondos para los bancos chilenos. Tratándose del mercado de bonos, en tanto, la alternativa sería la emisión de estos títulos en el mercado interno.

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

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

En primer término, indica que la actividad y la demanda han evolucionado acorde con las proyecciones que se contienen en el reciente IPoM. No obstante, algunas sorpresas específicas en el sector minero han llevado a corregir marginalmente a la baja la proyección de actividad y demanda interna con motivo de desacumulación de inventarios.

En segundo lugar, señala que el consumo mantiene su dinamismo, pero las expectativas de los consumidores han retrocedido, y que la demanda por crédito de hogares se observa más débil.

Por otra parte, menciona que los indicadores de inversión muestran una estabilización en sus niveles, en un contexto en que las expectativas también se han deteriorado y las condiciones de oferta y demanda se perciben contractivas.

Agrega que el mercado laboral se mantiene estrecho, sin embargo los salarios nominales muestran crecimientos acotados en el margen.

Asimismo, comenta que la inflación del mes de junio estuvo en línea con lo proyectado, esperándose que converja a niveles de 2,5% anual en torno al mes de diciembre próximo.

A título de último hecho destacado del mes, informa que para esta Reunión, el mercado espera mayoritariamente que se mantenga la tasa de política monetaria en su nivel actual.

En materia de actividad, indica que el IMACEC del mes de mayo fue de 3,5% y se situó en la parte baja del rango de la Encuesta de Expectativas Económicas. A pesar de constituir una sorpresa negativa, resalta que la variación de la actividad mes a mes desestacionalizada alcanzó a 0,7%, lo que es mayor que en los meses previos.

Hace presente que de acuerdo con el dato correspondiente al mes de mayo, la demanda interna exhibe una notoria desaceleración con motivo de desacumulación de inventarios, no obstante la demanda final presenta cierta estabilidad en niveles en torno a 6%.

Expresa que el consumo se ha mantenido bastante dinámico. En efecto, el IVCM de durables registra tasas de crecimiento elevadas y el IVCM de no durables, incluso exhibe una reciente reaceleración, lo que se sustenta en una masa salarial, medida en términos reales, que continúa creciendo con dinamismo y, específicamente, tratándose del IVCM de no durables, en la evolución que registra el componente textil en los últimos meses.

Precisa que el último dato del IVCM de no durables medido en términos nominales da cuenta de una variación positiva luego de una desaceleración importante de su tasa de crecimiento, mientras que en términos reales registra una aceleración. En consecuencia y concordante con la evolución de la masa salarial, esta aceleración se explica por la caída de precios y por lo tanto, en la medida que estos se normalicen y la inflación sea levemente superior, se apreciará una desaceleración de la masa salarial real y una atenuación en el ritmo de expansión de este componente no durable.

Agrega que los componentes durables han tendido a estabilizarse en los últimos datos. A título ejemplar, comenta que el último antecedente de ANAC conocido el día de ayer muestra que los flujos de ventas de automóviles en lo que va corrido del presente año son similares, lo que sugiere una cierta estabilización en los flujos de consumo. Hace notar que si bien el IVCM de automóviles confirma esta estabilización, las importaciones de vehículos del mes de junio registraron un retroceso, esperándose por tanto, tasas de crecimiento menores en los próximos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere al planteamiento expuesto en cuanto a que el dinamismo que exhibe la masa salarial real obedecería a una caída de precios. En su opinión, existen dos hipótesis para explicarlo. La primera de ellas, radica en que efectivamente los salarios nominales tendrían una lógica de la misma naturaleza y, por lo tanto, las variaciones de la inflación afectarán el nivel de los salarios reales y, consiguientemente, a la masa salarial real, lo que significaría que el reciente aumento de los salarios reales sería indeseado, porque habría sido provocado por una inflación anormalmente baja. Expresa que la hipótesis alternativa consiste en la existencia de un aumento deseado de salarios, generado por negociaciones con los empresarios, acuerdos colectivos o contratos individuales en que se estarían negociando salarios nominales con cláusulas de indexación.

A su juicio, la segunda hipótesis sería la correcta. En este sentido, indica que salvo por el período más reciente, la inercia nominal de los salarios ha recogido históricamente una lógica de indexación; y, por otra parte, un componente de innovación, que radica en la capacidad de negociación y la escasez del trabajo, en síntesis, aquella parte que no tiene una lógica mecánica, sino que la del funcionamiento del mercado laboral.

Por consiguiente, en un contexto de mercados laborales estrechos, como los observados en los meses recientes, ello debería traducirse en un incremento de los salarios reales originado por este componente de innovación.

El señor Claudio Soto menciona que la Gerencia de Análisis Macroeconómico se encuentra preparando un estudio que se refiere a la forma en que ha cambiado la indexación de los salarios en Chile, el que se tiene previsto presentar al Consejo próximamente. Además, señala que los términos de intercambio constituyen otro precio relativo importante que incide en los salarios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que si bien este planteamiento es correcto, normalmente se observa al sector Resto por su mayor incidencia sobre la inflación y en este sentido, señala que los términos de intercambio del sector Resto no han variado de manera tan significativa como sí ha sucedido en los términos de intercambio del sector no Resto.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que resulta sorprendente que en Chile los salarios reales hayan comenzado a subir en circunstancia que disminuyó la inflación, y que a su vez, se hayan mantenido en términos nominales. En su opinión, surgen dudas sobre esta situación en cuanto a si únicamente bajó la inflación y luego subieron los salarios reales, o si ello responde además a la estrechez que ha exhibido el mercado laboral.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que el tema de los márgenes de utilidades podría complementar los planteamientos anteriores, y sobre este aspecto, solicita que se revise la información de los resultados de las empresas, desagregados entre exportadoras, importadoras y también del rubro no transable, para fines de determinar si se han visto afectados dichos márgenes. Si bien estima que su efecto sobre los resultados de las empresas es bastante generalizado, en el sector exportador se ha producido escasez de mano de obra y, por lo tanto, presiones sobre los salarios generales en la economía.

El señor Claudio Soto retoma su presentación y menciona que si bien el consumo muestra ciertos signos de estabilización en el componente durable, en general, ha mantenido bastante dinamismo en términos de variaciones anuales, reflejándose ello en algunos sectores del PIB, particularmente en la actividad del comercio minorista en el mes de mayo.

Añade que comercio mayorista tuvo un crecimiento inferior, dando cuenta que la inversión también ha sido menos dinámica y tiende a estabilizarse. De hecho, comenta que se ha moderado la inversión en maquinarias y equipos luego del ajuste que se produjo a fines del año pasado; que en el mes de mayo se observó una tasa de crecimiento importante de importaciones de maquinarias y equipos, explicada por compras de aeronaves, pero que para el mes de junio se espera una tasa de crecimiento muy inferior, incidida por un retroceso de las importaciones de otros componentes, principalmente de camiones.

En lo referente a la construcción, expresa que a pesar de que también exhibe cierta estabilidad en el margen, destaca el repunte en los niveles de empleo en el sector, que obedecería a una mayor intensidad en el uso de mano de obra en la fase terminal de los proyectos inmobiliarios. Asimismo, resalta que este sector presenta tasas de crecimiento en torno a 6 y 7%, que son superiores a lo proyectado para este trimestre y los próximos.

En contraposición, indica que la minería ha sorprendido negativamente al registrar un crecimiento de solo de 1,9%, que respondería a efectos puntuales de la huelga en algunas divisiones de Codelco y a situaciones especificas en dicho sector de carácter transitorio y, por lo tanto, volvería a crecer conforme a lo proyectado anteriormente.

El señor Claudio Soto hace presente que de conformidad con este último supuesto, el IMACEC correspondiente al mes de junio registraría un cambio importante en la variación mes a mes, que sería de 4% y de 1,3% en forma desestacionalizada.

Señala, que a diferencia de la menor producción minera en el mes de mayo, las exportaciones mineras exhibieron un notorio aumento, lo que se ha traducido en una fuerte desacumulación de inventarios. En este sentido, plantea que una posible hipótesis que podría explicarlo radica en que las empresas habrían adelantando sus ventas ante perspectivas de una caída de precios más persistente.

En materia de expectativas, informa que las correspondientes a los empresarios registraron un fuerte retroceso en el mes de junio, especialmente, aquellas de los empresarios del sector construcción, que son además las únicas que están bajo el pivote de expansión. Agrega, que el comercio continúa con una percepción bastante optimista acerca de la demanda actual, corroborando la dinámica que exhibe el consumo. Las empresas constructoras, por el contrario, perciben un gran deterioro en su demanda, lo mismo que la industria en los últimos trimestres, reflejando la débil situación externa que la afecta.

En cuanto a la percepción de los consumidores, se advierte un retroceso por segundo mes consecutivo, aunque aún se sitúa sobre el pivote de 50, en terreno optimista.

Asimismo, alude a los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario conocidos el día de ayer, que, en general, muestra que la percepción sobre la demanda de crédito en el primer trimestre del presente ejercicio se ha deteriorado en todos los segmentos, excepto en las grandes empresas.

En relación con la oferta de créditos, resalta el relajamiento de las condiciones para el otorgamiento de préstamos hipotecarios, mientras que las referentes a la oferta de créditos de consumo y comerciales siguen siendo más restrictivas. Acota que al igual que el caso de la demanda de créditos, las empresas constructoras destacan con una caída muy importante en la percepción de otorgamiento de créditos.

En lo concerniente a la evolución de las colocaciones, precisa que los créditos de consumo han tendido a estabilizarse en términos del ritmo expansión mes a mes; que los créditos hipotecarios deberían acelerarse en la medida que se materialicen las ventas de viviendas en proceso de construcción; y, que los créditos a empresas han experimentado una notoria caída en términos de velocidad de expansión, como asimismo, de tasas de crecimiento, desde 18% hace un año atrás a tasas del orden de 7% a 8% en el margen. Sobre este aspecto, plantea que si bien se aprecia un grado de sustitución por otras fuentes de financiamiento, la magnitud de esta sustitución no compensa la disminución de los créditos bancarios.

En lo referente al mercado laboral, precisa que la tasa de desempleo se mantiene en 6,4% y que se observa una clara recomposición del empleo entre sectores. A título ejemplar, comenta que la creación de empleo en la minería presenta una evidente desaceleración, desde tasas cercanas a 20% hacia fines del año pasado a tasas en torno a 0% en lo más reciente, mientras que en el sector construcción ha sorprendido el rebote en las tasas de crecimiento del empleo a comienzos de este año y, en este sentido, expresa que el empleo que no se ha creado en la minería y tampoco en la industria, ha sido compensado con mayor empleo en los sectores comercio y construcción.

En materia de proyecciones, deja constancia que el único aspecto relevante en relación con lo contemplado en el último IPoM lo constituye el cambio en la proyección de la demanda interna correspondiente al segundo trimestre, desde 4,9% a 4%, con motivo de desacumulación de inventarios. Hace notar que se mantiene la proyección de demanda final y que se han revisado marginalmente al alza las importaciones de maquinaria y equipos, como también, la parte durable del consumo privado.

Por el lado de la actividad, resalta la sorpresa a la baja en minería, desde 4,5% a 3%, que sería de carácter transitorio, ya que para los dos próximos trimestres se esperan las mismas tasas de crecimiento contempladas en el último IPoM. Hace presente que esta revisión explica la corrección marginal de la proyección para el año desde el 4,4% considerado en dicho Informe, hasta un 4,3%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán observa que para el segundo trimestre del presente año, algunos componentes del PIB Resto se mantienen o aumentan, pero que a su vez, el promedio se reduce.

El señor Claudio Soto Claro explica que la revisión marginal a la baja responde a algunos componentes no informados en la tabla que se contiene en la lámina N°55 de la presentación, específicamente, aquellos relativos a la administración pública y servicios sociales.

En lo atinente a la evolución de los salarios, manifiesta que en el mes de mayo, la variación mes a mes fue de solo 0,1% y que se explica por una menor contribución de varios sectores de servicios. Añade que esta variación es algo inferior al promedio histórico y asimismo, cercana a la parte baja del rango de variación mes a mes.

Expresa que en términos nominales, los salarios siguen expandiéndose a una tasa en torno a 6% año a año, pero que de acuerdo con las cláusulas de indexación, los salarios reales todavía son elevados. Indica que si en el mes de junio se registra una variación mes a mes similar al promedio histórico para dicho mes, se observaría una corrección importante de esta serie, de aproximadamente un punto de disminución.

En materia de mercados financieros, menciona que las tasas nominales a 5 y 10 años mostraron alzas importantes algunas semanas atrás en el contexto de las turbulencias financieras a nivel global, pero se han revertido parcialmente, ubicándose en un nivel superior al registrado en la Reunión pasada. Añade que las tasas reales exhiben cierta tendencia a la baja en los últimos meses, pero inferior que las nominales.

Asimismo, indica que el tipo de cambio se ha mantenido depreciado en niveles por sobre $500 en un contexto de apreciación generalizada del dólar estadounidense, mientras que en términos multilaterales se ha apreciado en el margen.

En lo relativo a la inflación, expresa que en el mes junio, el IPC registró una variación de 0,6% respecto al mes previo, acorde con la proyección interna, y que con ello, la variación año a año ha aumentado a 1,9%, marginalmente por debajo del rango de tolerancia.

Destaca que los datos efectivos estuvieron acordes con lo proyectado, a pesar que la parte subyacente sorprendió al registrar 0,11 puntos porcentuales menos de inflación, lo que se explica tanto por la parte de bienes como de servicios. Agrega que esta diferencia se vio compensada principalmente con motivo del alza de frutas y verduras.

Plantea que para el mes de julio se prevé que la inflación de la gasolina y de los combustibles tendría una incidencia menor, que compensaría la mayor inflación esperada de alimentos.

En cuanto a los registros futuros de inflación, resalta un cambio importante en los precios de los combustibles. En este sentido, indica que la depreciación del tipo de cambio que contribuiría al alza de su precio, sería menor que la caída de los precios internacionales registrada hasta esta fecha, razón por la que se espera una caída de los precios de las gasolinas. De hecho, precisa que ENAP ha anunciado una rebaja de $8 para la próxima semana.

El señor Claudio Soto reitera que esta disminución del precio de los combustibles se verá compensada con un alza del precio de los alimentos, especialmente en el mes de septiembre, oportunidad en que se observan incrementos importantes de los precios de frutas y verduras por razones de orden estacional y de Fiestas Patrias.

En lo relativo al componente subyacente, menciona que en el mes de julio, el período de vacaciones en la educación generaría alzas en los pasajes de buses, que serían neutralizadas por la caída de los precios de la parte correspondiente a bienes.

Añade que en el mes de septiembre se observaría un aumento importante de la inflación, porque a las alzas estacionales habituales de frutas, verduras y servicios de transporte, en dicho mes comienzan a comercializarse los nuevos modelos de automóviles, que este año se daría en un contexto de un tipo de cambio más depreciado, lo cual podría generar alzas de precios más intensas que en otros períodos.

De acuerdo con lo expresado, se mantiene la proyección interna de inflación, que sería de 2,6% este año, levemente superior al 2,5% esperado por el mercado y al 2,4% que indican los seguros de esta naturaleza.

Por último, menciona que las encuestas siguen reflejando una inflación de 3% anual en el horizonte de política, mientras que la inflación implícita en los activos financieros se ubica algo por debajo de 3% en dicho horizonte.

En cuanto a la trayectoria de tasas de interés, señala que no hay cambios respecto de lo contemplado en el reciente IPoM, ya que tanto las encuestas como los precios de activos muestran ajustes de aproximadamente 50 puntos base de esta fecha a fines de año.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que para esta Reunión de Política Monetaria, el mercado se inclina mayoritariamente a que se mantendrá la TPM, mientras que para la Reunión del mes de agosto las opiniones se encuentran divididas. En efecto, precisa que la mitad de las respuestas apuntan a que se mantendrá la tasa rectora, un porcentaje cercano espera una reducción de 25 puntos base y el resto, una rebaja de 50 puntos base.

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

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere, en primer término, a la evolución de las colocaciones comerciales, cuya desaceleración no solo se ha explicado por la sustitución de esta fuente de financiamiento con motivo de la emisión de bonos, sino que a ello se han sumado ahora condiciones crediticias más estrechas.

Asimismo, destaca el significativo ajuste a la baja de las expectativas empresariales, la que es mayor que el retroceso de las expectativas de los consumidores y, sobre este aspecto, consulta acerca de su capacidad predictiva en la evolución de la actividad.

El Consejero señor Joaquín Vial hace notar la clara y ordenada desaceleración de la inversión, la que se explica en parte por la desaceleración de las colocaciones y un mercado del crédito que se ha vuelto más restrictivo.

En relación con el consumo, sugiere analizar las cifras en el margen, por cuanto la información expuesta da cuenta de que, contrariamente a lo que se esperaba, el consumo no durable se habría desacelerado antes que el consumo durable.

Asimismo, plantea la conveniencia de contar con un análisis más detallado de la industria, atendido que este sector no respondió a la intensidad registrada por la demanda interna en estos últimos años. Expresa que su falta de dinamismo podría estar asociada a problemas derivados de mayores costos de energía y de mano de obra, que le restan competitividad a ese sector de la economía.

Por último, hace referencia al dinamismo de los salarios y a la tranquilidad que impera en materia de inflación.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que ha tendido a disminuir el riesgo en orden a que el consumo no siga las tendencias anticipadas, esto es, que no se desacelere o se revierta.

En segundo término, plantea la conveniencia de efectuar el seguimiento de los efectos de la debilidad del mercado bursátil local sobre las empresas, porque en la medida que esta debilidad persista, es probable que algunas sociedades comiencen a adoptar acciones en cuanto a reducir costos y ajustar planillas, con las consiguientes incidencias sobre la actividad y el empleo.

Por último, expresa que, en lo fundamental, el escenario del IPoM se reafirma y que se han reducido los riesgos de no materializarse una desaceleración de la actividad.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere al indicador construido por la Gerencia de Análisis Macroeconómico para efectos de anticipar la evolución del consumo. En su opinión, sería interesante actualizar la regresión utilizada para tal propósito, considerando que entre los componentes del IPEC, la situación actual de las personas, que figura bajo el pivote 50 en los dos últimos meses, sería la que tiene una mayor incidencia y, por lo tanto, podría anticipar una pronta y significativa desaceleración del consumo.

Además, consigna que, a su juicio, el escenario externo sigue siendo fuente de mayor preocupación que el escenario interno.

En este sentido, destaca que la mayoría de los países con los cuales nos comparamos ha tenido una mayor reacción que Chile a los cambios en el escenario externo. A título ejemplar, hace notar que el peso chileno no ha seguido el ritmo de las demás monedas, no obstante que nuestra economía es intensiva en la exportación de recursos naturales. En su opinión, no resulta favorable que los precios relativos no reaccionen, debiendo hacerlo.

Por lo expuesto, plantea la conveniencia que en las regresiones que realiza la Gerencia de Análisis Internacional se reemplace el riesgo país, como punto de partida, por el nivel del tipo de cambio real respecto de un promedio histórico de dichos países, por cuanto en su opinión, ello podría proporcionar mayor información; y, sobre el particular, expresa que constituiría motivo de preocupación que los precios relativos en Chile no reaccionen con la rapidez necesaria frente al cambio del escenario externo.

El Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz se refiere en primer término a la evolución del IVCM no durable como componente habitual. Sobre este aspecto, resalta que desde hace un tiempo nos enfrentamos a un pequeño puzzle sobre el comportamiento del consumo durable, en circunstancias que es la componente más volátil del consumo, por ende, menos predecible, y que, a su vez, el consumo habitual es el que tiende a tener más persistencia y, por lo tanto, podría contribuir a aportar alguna visión acerca del comportamiento del consumo en los meses venideros.

De acuerdo con la información expuesta, señala que en lo más reciente, una componente importante en el consumo nominal es la parte de vestuario; no obstante, parecería ser una de las más volátiles. Por esta razón, consulta por su incidencia en la proyección de la evolución del consumo habitual en los meses venideros y si tendría un sesgo adicional hacia la baja en términos nominales en el futuro cercano.

En lo concerniente al crédito, una posible lectura de la combinación de información presentada de la Encuesta de Crédito Bancario sería que la moderación en el crecimiento del crédito de consumo no parecería estar determinada en los últimos meses por restricciones a la oferta de crédito, como sí lo estaría tratándose del crédito a las empresas. Sobre este aspecto, consulta acerca de si la Gerencia de Análisis Macroeconómico comparte esta lectura y en qué medida constituiría una potencial explicación sobre la diferencia de los agregados en cantidad que se observa actualmente.

Por último, deja constancia que se cuenta con pocos indicadores que sirvan para predecir la evolución del mercado laboral. Hace notar que la inversión y la producción se han desacelerado, sin una contracción simultánea evidente del empleo; y que de acuerdo con la componente situación de empleo del IMCE, en casi todos los sectores parecería existir alguna tendencia hacia condiciones más restrictivas, en el sentido de tener un menor nivel de empleo esperado en lo futuro. Sobre el particular, consulta por la calidad de este componente del IMCE a título de indicador de la evolución futura del empleo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que el escenario externo figura claramente hacia la baja, y que en este aspecto, expresa su preocupación acerca de que algún evento de crédito en las economías emergentes pudiese afectar rápidamente al resto, incluido Chile.

Con respecto al ámbito interno, alude a la persistencia de la desaceleración de la actividad, planteando que difícilmente se revertirá. Sobre el particular, precisa que la demanda interna se ha desacelerado en el segundo trimestre, pero básicamente en lo referente a inventarios; y que la desaceleración de la demanda final, de hecho, es relativamente baja, lo mismo que la del consumo privado y de la inversión de capital fijo.

Manifiesta que algunos datos posteriores al último IPoM de junio dan cuenta de retrocesos, como es el caso de las expectativas de los consumidores, aun cuando permanecen en terreno optimista; así como las colocaciones y condiciones de crédito, que se estabilizan y se observan a la baja.

En materia de consumo, enfatiza lo concerniente al crecimiento del comercio de 13% en el mes de mayo, lo que en su opinión, en principio, hace complejo resolver sobre una política monetaria más laxa. No obstante, destaca que la mitad de esa cifra se explica por las compras de automóviles, que parecen haberse estancado, razón por la que se afectarían las tasas de crecimiento del comercio relativamente pronto.

Por último, señala que en cuanto al citado IPoM, el escenario externo se ha tornado aún más complejo, en circunstancias que debiera haber comenzado a normalizarse.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto solicita la palabra para resaltar que los temas relativos a las bases de comparación y el efecto de días hábiles incorporarán volatilidad al IMACEC. Anticipa que en el mes de junio, dicho índice estaría en torno a 4% y supone una variación mes a mes importante ascendente a 1,3%, atribuible fundamentalmente a la recuperación de la minería.

Comenta, además, que esta cifra contempla como supuesto la reversión de algunos problemas que han estado incidiendo en el sector industria, que serían de carácter transitorio, tales como las ventas de celulosa y otros temas relacionados con ENAP.

Por último, anticipa que en el mes de julio se registraría una variación mes a mes de solo 0,1% y una variación interanual de 5,6%, porque a un número mayor de días hábiles se sumará una baja de la base de comparación del año 2012. En consecuencia, es importante tener presente que la variación de 5,6% antedicha no implicará un rebote de la actividad, sino que se produce únicamente por efectos base y de días hábiles que estarán presentes en el próximo registro. Acota que en el mes de agosto próximo, se observaría nuevamente un dato menor.

Al no formularse otros comentarios, siendo la 13:20 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 200, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de enero de 2014 se efectuará el día 16 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

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

En lo concerniente al escenario externo, expresa que las condiciones financieras internacionales mostraron un comportamiento mixto, ya que contrasta la leve mejoría presentada en Estados Unidos de América con el deterioro observado especialmente en la Eurozona y los mercados emergentes; que las expectativas de crecimiento mundial se corrigieron a la baja, principalmente por menores perspectivas para la Eurozona y las economías emergentes y, en particular, en el caso de China; que la Reserva Federal reiteró las señales de un posible retiro anticipado de su programa de compra de activos y las tasas de largo plazo de bonos del Tesoro estadounidense mostraron incrementos adicionales; el dólar estadounidense se apreció en forma generalizada en los mercados internacionales; y los precios de alimentos y metales, incluyendo el cobre, registraron un retroceso en el último mes, mientras que los precios de energía exhibieron un aumento relevante.

En lo atinente al plano local, indica que en el segundo trimestre del presente año, tanto la actividad económica como la demanda interna mantienen un menor ritmo de crecimiento, en línea con lo proyectado en el IPoM de junio; que el empleo crece en torno a 2% anual y que la situación del mercado laboral aún es estrecha. En materia de inflación, menciona que el registro del mes de junio fue acorde con lo esperado y que las expectativas se mantienen en torno a 3% anual en el horizonte de política. Añade que los salarios nominales continúan creciendo entre 6% y 6,5% anual.

Asimismo, destaca que el peso se depreció respecto del dólar de Estados Unidos de América, pero en menor medida que las monedas del resto de nuestros socios comerciales, por lo que, en consecuencia, el tipo de cambio multilateral se apreció levemente. Comenta también que las expectativas de TPM en el horizonte de política monetaria se han estabilizado y muestran una expectativa de reducción de 50 puntos base dentro de los próximos trimestres. Por último, indica que las tasas nominales de largo plazo se mantienen relativamente estables y que para esta Reunión, en particular, la mayoría de los encuestados anticipa que se mantendrá la Tasa de Política Monetaria.

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

En primer término, plantea que la opción de disminuir la tasa podría justificarse ante la evidencia de un menor impulso externo sobre la economía chilena como consecuencia del menor crecimiento proyectado de nuestros socios comerciales, la reducción de los términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo menos favorables. Sobre este aspecto, consigna que la mayor preocupación es la desaceleración de la economía china por su importancia para los mercados de materias primas y la evolución del precio del cobre, ya que los antecedentes recientes de comercio exterior y la industria no anticipan una reversión de esta tendencia en los próximos meses y, además, se han observado algunas fricciones en sus mercados financieros domésticos que han contribuido a un menor optimismo en lo referente a esa economía. Por otra parte, las señales recientes para Estados Unidos de

América han confirmado mejores perspectivas de crecimiento, así como también la posible reducción del programa de compra de activos durante el segundo semestre del presente año. Esta situación ha generado mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y un deterioro de las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes, incluyendo Chile; sin embargo, es probable que los ajustes de la política monetaria en las economías avanzadas, citando lo concerniente al Banco Central Europeo, al Banco de Inglaterra y al Banco de Japón sean muy graduales, lo que acota sus riesgos a mediano plazo, sin perjuicio de esta volatilidad.

En cuanto a la opción de mantener la TPM, ella puede justificarse basado en que hasta el momento, la desaceleración de la actividad y la demanda interna ha sido gradual y la demanda final, incluyendo inversión fija y consumo, aún muestra un dinamismo considerable. Asimismo, el empleo continúa creciendo a tasas de tendencia y las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas. Agrega que las proyecciones del escenario base anticipan que la desaceleración de la demanda final continuará profundizándose en los próximos trimestres y que, en este sentido, algunos antecedentes preliminares son coherentes con esa perspectiva, incluyendo las encuestas efectuadas a empresas bancarias, empresas y consumidores.

En lo relativo a la inflación, resalta su evolución en línea con lo proyectado y que la inflación total se acercó al rango de tolerancia, mientras que la inflación subyacente continúa en torno al 1% anual; que en el escenario base del IPoM se contempla una normalización gradual de la inflación hacia la meta; y, que las expectativas inflacionarias son coherentes con este escenario y se mantienen en torno al 3% anual en el horizonte relevante.

Finalmente, en lo concerniente a la transmisión de la política monetaria, señala que los cambios observados hasta esta fecha en las tasas de interés de mercado y tipo de cambio nominal convergen a la dirección esperada y facilitan el ajuste en la economía ante la evidencia de menor crecimiento y deterioro de los términos de intercambio, y que pese a la mayor volatilidad internacional, las condiciones financieras en los mercados domésticos han permanecido relativamente estables en términos de tasas de interés y tipo de cambio.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que el conjunto de consideraciones expuestas llevan a recomendar la opción de mantener la TPM en 5% anual en esta oportunidad, lo que coincide con la expectativa de consenso en el mercado para esta Reunión, por lo que no debería afectar la evolución de la curva de tasas.

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

El Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz plantea que la economía chilena, así como otras economías emergentes, ha comenzado a mostrar los signos de desaceleración que se han estado anticipando hace ya algún tiempo. En este sentido, resalta que la presentación de antecedentes en esta Reunión y la Minuta de Opciones describen claramente tales signos.

Expresa que si bien no todos los componentes de la demanda interna han ajustado su velocidad de igual manera, en los últimos meses han comenzado a aparecer consistentemente en encuestas a empresas, bancos, entrevistas a agentes de mercado, así como en algunos datos sectoriales, signos preliminares de que los ajustes de los componentes restantes comenzarían a observarse en los datos en la segunda mitad del año, configurando eventualmente un escenario de desaceleración balanceado que se encuentra alineado con el diagnóstico presentado en el reciente IPoM.

En este escenario, estima que ambas opciones planteadas son pertinentes e incorporan riesgos y beneficios distintos. En su opinión, la opción de mantener la TPM da más peso a las tendencias actuales que a los signos tempranos de tendencias futuras. Esta opción permite esperar a que se acumule más información y dar tiempo a las componentes aún dinámicas de la demanda interna a continuar su moderación. No obstante, el riesgo que presenta esta opción radica en que los signos iniciales de desaceleración mencionados anteriormente se consoliden más pronto de lo esperado, requiriendo posteriormente ajustes más severos de la TPM.

Por otra parte, considera que una baja de la TPM que inicie un ciclo moderadamente expansivo de la instancia de política monetaria, permitiría adelantarse a las señales de desaceleración de las variables macroeconómicas aún dinámicas, ayudando a mantener la economía operando a un nivel cercano al potencial, pero con el riesgo de que en el corto plazo se acentúe el dinamismo del consumo con posibles consecuencias para el déficit de cuenta corriente, la inflación y el endeudamiento de los hogares.

El señor Claudio Raddatz señala que la evaluación de estas alternativas requiere aplicar probabilidades subjetivas a cada uno de los riesgos de estos escenarios, ejercicio en el que pueden diferir observadores razonables e informados. A título personal, estima que el riesgo de sobreestimular la economía en el corto plazo al optar por bajar la tasa de política monetaria es menor que el riesgo de reaccionar algo tarde asociado con la opción de mantenerla.

Agrega que esta apreciación se basa en una serie de razones, pero fundamentalmente en tres observaciones. En primer término, los rezagos de la acción de política monetaria y la trayectoria de desaceleración presentada en el IPoM y confirmada por datos recientes, harían que los riesgos de que la rebaja de tasa tenga efectos excesivamente expansivos sean, a lo sumo, de corto plazo. En este sentido, expresa que es difícil vislumbrar con los antecedentes disponibles un repunte sostenido del dinamismo de la economía local basado en fundamentales. En segundo lugar, los datos de la Encuesta de Crédito Bancario indicarían que por el lado del canal del crédito, el efecto de una baja de tasa de interés sobre el dinamismo del consumo probablemente sea menor que sobre la inversión y el producto; y, por último, que la inflación del IPC y del IPCSAE se proyectan aún por debajo del nivel rango meta, respectivamente, lo cual permitiría absorber algún efecto temporal sobre la inflación.

Conforme a esta visión de la coyuntura actual, el Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz manifiesta que su recomendación al Consejo es la opción de disminuir la TPM a 4,75% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz y, a continuación, ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Monetarias señor Beltrán de Ramón.

El Gerente de División Operaciones Monetarias señor Beltrán de Ramón expresa que su recomendación en materia de política monetaria es similar a la planteada por el señor Claudio Raddatz, pero sugiere implementarla en términos más pausados.

Indica que en el reciente IPoM, el Banco Central contempló entre dos y tres disminuciones de 25 puntos base de la tasa rectora en el horizonte de política; y que los datos más recientes, que muestran una marcada desaceleración en la inversión, la construcción y en los indicadores líderes del consumo, hacen aconsejable comenzar a reducir la TPM posiblemente entre los meses de agosto y septiembre del año en curso.

El señor Beltrán de Ramón manifiesta que para esta Reunión recomienda al Consejo introducir en el Comunicado un párrafo explícito con un sesgo a la baja, para fines de preparar al mercado para el próximo escenario de bajas de tasas de interés, por constituir un elemento clave referente a la credibilidad del Banco Central de Chile.

Sobre este aspecto, señala que en el Comunicado correspondiente a la Reunión del mes de junio no se incluyó sesgo explícito alguno en su último párrafo, cuyo texto fue del siguiente tenor: "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."

Hace presente que este párrafo se ha mantenido inalterado desde la Reunión celebrada en el mes de enero del 2012, oportunidad en que el Consejo acordó reducir la TPM en 25 puntos base a 5% anual, y que en los meses previos a dicha decisión, el Banco preparó al mercado para esa rebaja.

En efecto, precisa que en el Comunicado correspondiente a la RPM del mes de octubre de 2011 se incluyó un párrafo previo al referido precedentemente, que consignaba lo siguiente: "La profundización de las tendencias observadas en el economía internacional podría configurar un entorno externo más adverso que el contemplado en el escenario base del IPoM, con posibles consecuencias para el crecimiento y la inflación, así como para la orientación de la política monetaria". Hace notar que dicho texto sugiere un sesgo a reducir la tasa rectora.

Agrega que en el Comunicado de la Reunión del mes de noviembre de 2011 se contempló este mismo párrafo con algunos cambios, señalando que "La persistencia de los problemas de las economías avanzadas podría configurar un entorno externo más adverso que el contemplado en el escenario base del IPoM, con posibles consecuencias para el crecimiento y la inflación, así como para la orientación de la política monetaria"; y que en el mes de diciembre de 2011, cuando la TPM aún se mantenía en 5,25%, el Comunicado de la Reunión respectiva fue más explícito al indicar que "En el curso de los últimos meses, se ha configurado un escenario externo más adverso que el contemplado previamente, situación que probablemente tendrá consecuencias para el crecimiento y la inflación en Chile, así como para la orientación de la política monetaria."

Precisa que en el Comunicado correspondiente a la Reunión del mes de enero de 2012, se suprimió ese párrafo y se incorporó aquel referido anteriormente, que no ha variado en los últimos dieciocho meses. A su juicio, este párrafo reviste mucho interés, porque el público y el mercado lo revisa habitualmente para advertir algún sesgo, teniendo presente que a través del mismo, en el año 2011 el Consejo entregó su mensaje al mercado y al público durante un lapso de tres meses y luego rebajó la TPM en 25 puntos base, adoptando luego un sesgo neutral por el período indicado. Resalta que esta preparación y posterior baja de la tasa rectora no afectó la credibilidad ni la conducción de la política monetaria, a pesar que en ese momento existía incertidumbre e incluso el escenario imperante entonces se estaba revirtiendo. Más aún, en el primer trimestre de 2012, el Consejo no volvió a reducir la TPM, y tal decisión no tuvo incidencia en nuestra economía.

El señor Beltrán de Ramón plantea que actualmente, a diferencia de lo ocurrido a fines del año 2011, los datos disponibles son más débiles y conducen a una desaceleración marcada de la actividad, que si bien podría revertirse, difícilmente ocurrirá. Además, el escenario externo se ha tornado más complejo en lo reciente, principalmente por la desaceleración que exhibe China y por la reacción de los países emergentes con los que se compara la economía chilena.

En razón de lo expuesto, y en la medida que el Consejo considere acordar una rebaja de la TPM en el mes de agosto o septiembre próximo, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón se permite sugerir la incorporación de algún sesgo en tal sentido en el Comunicado de la presente Reunión.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente de División Operaciones Monetarias señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín inicia su exposición señalando que el escenario económico internacional sigue mostrando vaivenes relevantes, con fluctuaciones importantes en el precio de los *commodities*, lo que ha provocado mayor incertidumbre en las economías exportadoras de estos productos.

En lo concerniente a la Zona Euro, hace notar que continúa exhibiendo caídas interanuales en diversos indicadores sectoriales y que la tasa de desempleo escaló a un nuevo máximo de 12,2% en el mes de mayo.

Destaca que en Estados Unidos de América, el Presidente de la Reserva Federal expresó recientemente su compromiso con las medidas de estímulo monetario en el futuro inmediato, lo que ha sido interpretado positivamente por los mercados; luego de haber manifestado que rebajaría el relajamiento cuantitativo probablemente a partir de la segunda mitad de este año.

Agrega que en Japón se sigue ejecutando el programa que busca duplicar la base monetaria hacia fines del año 2014 con el fin de estimular la actividad económica.

En China los datos sectoriales y las cifras de crecimiento de exportaciones del mes de junio dan cuenta de una desaceleración. En efecto, el PMI manufacturero oficial cayó en ese mes a 50,1 puntos, al borde de pasar a la zona de contracción. Además, en el sexto mes del año las exportaciones se contrajeron 3,1% anual, tras un aumento de 1% en el mes de mayo; y la inflación en junio se aceleró a 2,7% anual, tras el 2,1% del mes previo.

En este contexto, los últimos meses, el Banco Central Europeo y países como México, Colombia, Hungría, Israel, Polonia, Rumania, Australia, Corea, India y Tailandia han actuado con previsión, rebajando sus tasas de política monetaria.

En lo atinente al ámbito interno, menciona que las cifras confirman un escenario de desaceleración. En este sentido, la actividad económica creció solo 3,5% en el mes de mayo, menor que lo esperado por el mercado y el 4,4% de abril. Con este resultado, el crecimiento acumulado en 2013 es de 4%, cifra bastante menor al 5,6% del año 2012. Destaca que el desempeño de la economía ha afectado las expectativas de crecimiento de los agentes, ya que de acuerdo con la última Encuesta de Expectativas del Banco Central de Chile, se espera un crecimiento para el año 2013 de 4,4%, tras el 4,6% de la encuesta de junio y el 5% esperado en el mes de mayo.

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

Los síntomas de una desaceleración de la inversión se han manifestado con más fuerza. Hace notar que la formación bruta de capital fijo en el primer trimestre de este año se desaceleró a 9,6%, tras crecer 18,1% el trimestre anterior, lo que se explica por una

moderación tanto de la construcción como de maquinarias y equipos. Añade que las importaciones de bienes de capital crecieron solo 6,1% en el mes de junio, con lo que el segundo trimestre cerró con un aumento anual de 16%, inferior al 20,7% del trimestre previo y el 33,1% del cuarto trimestre de 2012.

Asimismo, consigna que el IMACON se ha desacelerado drásticamente en los primeros meses del presente año, pasando desde un crecimiento promedio de 10,5% en 2012 a tasas que apenas superan el 4% en abril. Además, de acuerdo con las últimas proyecciones de la Cámara Chilena de la Construcción, la inversión en construcción se desacelerará a 6,6% este año, tras crecer 9% en 2012. Esto revela que ambos componentes de la inversión en capital fijo siguen mostrando síntomas de desaceleración. Adicionalmente, la Inversión Extranjera Directa en Chile acumulada en doce meses registró una nueva desaceleración en mayo, pasando a US$27.619 millones en dicho mes, lo que significa una caída desde los US$34.181 millones de marzo último.

El señor Felipe Larraín destaca que en el mes de mayo se apreció un nuevo repunte del valor de las exportaciones de bienes totales y a la Unión Europea. Expresa que estas noticias son positivas, ya que las señales apuntan a una moderación del déficit de cuenta corriente. La balanza comercial acumulada en los últimos doce meses al mes de junio se ubicó en US$1.600 millones, levemente superior a los US$1.577 millones a marzo. Por otra parte, la caída del precio de la libra de cobre durante el segundo trimestre a un promedio de US$3,24, tras US$3,6 el trimestre previo, da indicios de una posible moderación del déficit de la partida de Renta de la cuenta corriente.

Indica que la inflación registró una variación mensual de 0,6% en junio, llegando a un nivel de 1,9% en doce meses y que en el resultado del citado mes destacó el aumento en el precio de la electricidad, que tuvo la mayor incidencia y de la gasolina, debido fundamentalmente al aumento del tipo de cambio en ese período.

Agrega que la inflación subyacente también se mantiene acotada, ya que el IPCX e IPCX1 están en niveles de 1,3% y 1,7%, respectivamente, lo que refleja que hay una contención generalizada de precios; y que las expectativas de inflación apuntan a que este indicador se ubicaría en 2,4% a fines de 2013 y anclado en 3% hacia fines de 2014, de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas del Banco Central de Chile.

Los datos muestran cada vez con mayor fuerza que la desaceleración económica se está produciendo más rápidamente y con una magnitud mayor que lo anticipado. Así, el mercado ya ajustó sus expectativas respecto de la tasa de política monetaria, por cuanto tanto la última Encuesta de Expectativas Económicas como la encuesta quincenal de Operadores Financieros del Banco Central de Chile esperan que esta baje 50 puntos base dentro de los próximos meses.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín expresa que en este escenario, y considerando los rezagos con que opera la política monetaria, se sugiere comenzar desde ya un nuevo ciclo de reducción de la tasa rectora, atendido que los riesgos que apuntan a un menor dinamismo se han intensificado con fuerza, la inflación se mantiene por debajo del rango de tolerancia y con este movimiento se contribuiría a frenar las presiones a la apreciación cambiaría, incentivando al sector exportador y permitiendo contrarrestar los efectos de una menor demanda agregada.

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

Al proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio al proceso de votación de las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios y, en primer término, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios, en particular la Minuta de Opciones, que, en su opinión, refleja muy bien la situación que se enfrenta en la actualidad.

Plantea que en líneas generales, el análisis presentado se enmarca adecuadamente dentro del cuadro correspondiente al escenario base de previsiones del IPoM que se dio a conocer días atrás. Sin embargo, destaca algunos elementos que, a su juicio, conviene seguir con atención.

A nivel internacional, los indicadores de actividad concuerdan con lo esperado para los países desarrollados. Sin embargo, considera que las novedades respecto de los países emergentes, especialmente China, apuntan a mayores riesgos de una desaceleración algo más acentuada, lo que se ha reflejado en menores precios de materias primas, así como en menores flujos de capitales hacia estos países. Agrega que las alzas de tasas en el tramo largo de la curva de rendimientos en Estados Unidos de América han impactado de manera importante a este grupo de países, siendo Chile una excepción por el momento, lo que también debería contribuir a su desaceleración en momentos que tienen menos espacios para políticas contracíclicas que en el año 2008.

En lo referente al ámbito interno, señala que la desaceleración de la inversión parece proceder en forma ordenada y más o menos en línea con lo previsto, mientras que el consumo mantiene su dinamismo, soportado principalmente por el elevado crecimiento de la masa salarial y expectativas de los hogares todavía muy optimistas, a pesar de su caída reciente. Añade que la inflación sigue una trayectoria acorde con lo esperado, ubicándose bajo el margen de tolerancia en el corto plazo, pero muy cerca de la meta en el horizonte relevante de la política monetaria.

En este contexto, y dado que se partió de un elevado déficit de cuenta corriente que es necesario rebajar frente a un riesgo de menor dinamismo de las economías emergentes, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que su voto es por mantener la TPM en 5% anual, nivel que se ubica en la parte baja del rango que normalmente se considera neutral.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención señalando que los principales patrones que se resaltaron en el último IPoM siguen vigentes, tal como se mencionó en esta Sesión de Política Monetaria.

En lo atinente al ámbito externo, estima conveniente destacar en primer término, la lenta recuperación en Estados Unidos de América, lo que ha intensificado los movimientos en los precios de activos y aumentado la especulación sobre la velocidad de los retiros del plan de estímulo. En este sentido, indica que aunque dicho retiro sea gradual y las alzas de tasa de política monetaria en ese país se anticipen para fines del año 2014, lo más sobresaliente de este escenario es que se mantendrá la volatilidad de los mercados. El otro fenómeno que corresponde destacar se refiere a los débiles datos de China, que más allá de la especulación sobre una desaceleración más intensa de su economía, confirman que su crecimiento estará en torno al 7,5% y que el espacio para crecer a un ritmo mayor es bastante reducido.

Hace presente que para efectos internos de nuestra economía, ello ha generado dos implicancias. La primera de ellas incide en la corrección del precio del cobre, que aunque se ha mantenido por sobre los US$3 la libra, da cuenta de un menor dinamismo en los mercados de materias primas, que probablemente se mantendrá. Indica que la otra, se

refiere a los términos de financiamiento externo, ya que si bien las tasas de interés largas en dólares de Estados Unidos de América han aumentado cerca de 100 puntos base y los *spreads* de los bonos soberanos chilenos lo han hecho en una magnitud menor, el acceso al financiamiento todavía permanece en condiciones que podrían calificarse como favorables, aunque resulta evidente que en los últimos meses las emisiones de deuda en el exterior han disminuido, constituyendo un cambio de escenario frente a las condiciones financieras muy favorables que se observaron a fines del año pasado y a comienzos del presente.

En lo atinente al ámbito interno, señala que las cifras de actividad y demanda estuvieron en línea con lo estimado en el IPoM, reflejando una desaceleración más relevante de la inversión y algo menor en el consumo. Agrega que se mantiene el dinamismo en la creación de trabajo y que se observan condiciones algo más restrictivas en el otorgamiento de préstamos, lo que se evidencia especialmente en el sector comercial y, en menor medida, en el crédito de consumo.

En materia de consumo, manifiesta que aunque las cifras siguen mostrando un dinamismo importante medidas en variación de doce meses, impulsado principalmente por el mercado laboral, la velocidad de algunos componentes ha disminuido. En su opinión, diversos indicadores van anticipando una desaceleración gradual, lo que es especialmente evidente al observar varios indicadores de expectativas, tanto empresariales como de consumidores, como asimismo, algunos otros indicadores de condiciones de crédito.

Por otra parte, consigna que la inflación estuvo en línea con lo anticipado internamente, aunque el registro subyacente fue algo menor que el esperado y las expectativas a dos años se mantienen cercanas al 3% anual.

A juicio del Consejero señor Sebastián Claro, los elementos expuestos confirman el escenario base del último IPoM, con un gradual menor dinamismo de la actividad y de los distintos componentes de la demanda. Añade que los antecedentes disponibles no muestran elementos que hagan variar este diagnóstico ni tampoco una reversión de la desaceleración.

En este sentido, manifiesta que cobran validez ambas opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, que son coherentes con un ajuste acotado de la TPM en el segundo semestre de este año y considera que hay elementos que justifican ambas opciones. Expresa que la opción de bajar la TPM se justifica sobre la base del conjunto de antecedentes que apuntan a la consolidación de la desaceleración tanto de la actividad como de la demanda, y que si bien ello se materializa con menor claridad en los indicadores de consumo, en general, los antecedentes indican que algunos de sus determinantes debieran comenzar a ceder en los meses venideros. En cuanto a mantener la TPM, ello se justifica en la medida que se pueda reunir mayor información que permita dilucidar de mejor manera la velocidad a la cual la economía se está desacelerando.

En su opinión, por ahora, todo parece indicar que se está en un proceso de normalización gradual de la actividad y de la demanda, por lo que la opción de esperar adquiere en el margen mayor fuerza, lo que justifica su voto de mantener la TPM en 5% anual, teniendo presente además que el riesgo de retardar la decisión de bajar la TPM es actualmente acotado. Sin embargo, estima que se va conformando un escenario en que una reducción limitada de la tasa rectora, que constituye el escenario base del IPoM, se justifica con más claridad y que el momento en que se materialice no debiera extenderse demasiado.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual y que considera importante introducir alguna señal sobre el ajuste futuro de dicha Tasa.

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

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

Indica que se llega a esta Reunión pocos días después de haber divulgado el último IPoM y que las noticias acumuladas desde entonces no son numerosas y están, en general, en línea con el escenario base contenido en dicho Informe.

Expresa que en el frente externo, las condiciones financieras siguen dando cuenta de un deterioro que se relaciona en parte, con la incertidumbre que genera en los mercados el inicio del retiro de los estímulos monetarios aplicados en Estados Unidos de América.

En materia de crecimiento, se reafirman las mejores perspectivas para Estados Unidos de América; Europa no presenta cambios relevantes; y las economías emergentes continúan en un tren de desaceleración.

Además, los precios de las materias primas han vuelto a bajar y el precio del cobre no ha sido la excepción. Por su parte, las monedas de las economías emergentes se mantienen en niveles depreciados.

Con todo, estima que los cambios observados en la economía global deben ser interpretados como avances, por cierto graduales y no exentos de riesgos, hacia una normalización del crecimiento y de las condiciones financieras. Agrega que este movimiento no obsta para que las condiciones se tornen más adversas en el corto plazo para las economías emergentes, como efectivamente ha ocurrido.

En lo atinente al frente interno, indica que las señales de desaceleración o normalización del crecimiento se han visto reafirmadas con el último IMACEC.

Hace notar que por el lado de la demanda, las señales de moderación también se extienden, si bien las cifras de consumo siguen mostrando un dinamismo sustentado fundamentalmente en el buen desempeño del mercado laboral.

Agrega que las condiciones financieras internas permanecen relativamente estables, y que el crédito evoluciona con moderación y continúa mostrando desaceleración en varios de sus componentes. En todo caso, es claro que el crédito no está ejerciendo un estímulo especial sobre el consumo.

Asimismo, consigna que el último registro de inflación es coherente con lo contemplado en el escenario base y que, con ello, la inflación se muestra en un proceso de normalización, en línea con expectativas de mercado en torno al 3% en el horizonte de política.

En lo concerniente a la TPM, plantea que las expectativas coinciden con las señales entregadas por el IPoM y anticipan un recorte acotado en el curso del segundo semestre del presente año.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que al igual que en las últimas Reuniones, las opciones que surgen con claridad son mantener o bajar la TPM en 25 puntos base, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios. Resalta que la novedad en este caso está en que ambas opciones aparecen bastante equilibradas en cuanto a su sustento y que por ello, la decisión resulta más compleja que la enfrentada en las últimas Reuniones.

Por un lado, los antecedentes para apoyar un recorte han adquirido mayor fuerza, atendido que los riesgos externos, particularmente los relacionados con China, se han tornado más relevantes, en especial para nuestra economía. Enseguida, el riesgo de un excesivo dinamismo del gasto o de una reversión de la desaceleración observada se ha ido reduciendo y, unido a ello, el riesgo de actuar con tardanza ha comenzado a surgir y a adquirir relevancia. A su juicio, todo ello apunta a recomendar que se proceda con prontitud.

Por otro lado, los argumentos para esperar siguen siendo bastante sólidos. En este sentido, la evolución del consumo y la estrechez del mercado laboral recomiendan proceder con prudencia. Enseguida, el mercado ha incorporado expectativas de ajuste en la política monetaria y, como resultado, los efectos que traería consigo ya han comenzado a operar por lo menos en parte, lo que le resta urgencia o dramatismo a la decisión que el Consejo debe adoptar en esta oportunidad. Menciona que un elemento adicional lo constituye el hecho que las expectativas para esta Reunión apuntan muy mayoritariamente a que se mantendrá la TPM, por lo que una acción de política distinta tendría riesgos que no parece prudente asumir.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que al sopesar todos los antecedentes expuestos, se inclina en el margen por la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria y que, en consecuencia, su voto es por dejarla en su actual nivel de 5% anual.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su presentación agradeciendo el análisis del *staff* por los antecedentes y análisis entregados en esta oportunidad, y manifiesta compartir la mayoría de ellos. Asimismo, expresa que también hace suyos los antecedentes que se contienen al comienzo de la Minuta de Opciones, con los siguientes comentarios y adiciones.

En lo atinente al ámbito internacional, percibe un deterioro en el margen respecto de las condiciones externas relevantes para Chile. Si bien estima que constituye una buena noticia el hecho que Estados Unidos de América esté dando señales de superar la crisis y la recesión que lo afectó, los vaivenes de corto plazo que se han generado y la volatilidad producen los efectos que expondrá.

En su opinión, la desaceleración de China tampoco debiera constituir una mala noticia en la medida que sea de carácter transitoria para reimpulsar un crecimiento elevado; no obstante, en el corto plazo, también ha redundado en una serie de efectos que han incidido principalmente sobre las economías exportadoras de recursos naturales.

A pesar de este deterioro en el margen, considera que los riesgos del escenario internacional se han incrementado de una manera preocupante. En primer lugar, el aumento esperado, provocado por la buena noticia de las tasas de interés largas en Estados Unidos de América, no resulta positiva para aquellos países cuyos sectores públicos o sus economías en su conjunto, están forzadas a emitir bonos actualmente y en el corto plazo para su financiamiento. A título ejemplar, señala que para las economías más afligidas de la Eurozona implica que con tasas de interés más elevadas y, además, con CDS y márgenes de riesgos soberanos que también han aumentado, tengan un menor rendimiento el mismo nivel de ajuste que exhiben hoy día.

En otras palabras, para obtener el mismo grado de ajuste necesario, se requiere de un mayor sacrificio; y dadas las condiciones de la Eurozona que son muy vulnerables, los riesgos implícitos son elevados. En este mismo sentido, indica que algunas economías latinoamericanas de importancia deberán emitir bonos en el futuro cercano, en un mercado internacional con tasas de interés que se han ido normalizando, razón por la cual lo expresado no constituye una buena noticia, por cuanto algunas de esas economías ya han entrado en un proceso de ajuste y es muy probable que otras se sumen al mismo.

Alude también a las circunstancias muy particulares políticas de Egipto, que han generado preocupación en una zona que es clave para la determinación de los precios del petróleo. De hecho, comenta que ya se ha materializado un incremento de dicho precio, que estaría explicado principalmente por esta situación, sobre la cual se desconoce si se disipará, mantendrá o empeorará en el futuro cercano.

Expresa que en cuanto a China, no se puede descartar que sea un ajuste puramente transitorio, ya que por tratarse de una economía que presenta cierta opacidad en la entrega de cifras sobre la situación de su sistema financiero, deba efectuarse un ajuste mayor en dicho sistema, lo que normalmente conllevaría a correcciones relevantes también en el nivel de actividad, tanto en su profundidad como en su duración.

En consecuencia, si bien existe un deterioro en el margen en el escenario internacional relevante para Chile, no obstante, a su juicio, los riesgos para nuestro país en torno a ese escenario están indudablemente a la baja.

Como resultado de lo expuesto precedentemente, manifiesta que el dólar de los Estados Unidos de América se ha apreciado y, por lo tanto, prácticamente todas las monedas se han depreciado en relación con dicha divisa. Añade que en términos relativos, las monedas que han tenido la mayor depreciación han sido las de las economías más intensivas en la exportación de recursos naturales distintos del petróleo. Destaca que en comparación con estos países, la depreciación del peso chileno no es de la intensidad de las de otras economías que tienen una canasta exportadora relativamente similar. En este sentido, consigna que algunas de ellas, como es el caso de Australia y Nueva Zelanda, presentan un profundo nivel de desalineamiento cambiario, que no corresponde al caso de Chile, por lo que se referirá a este aspecto particular.

En lo concerniente al ámbito interno, señala que el indicador que ha tenido mayores aciertos en predecir el comportamiento del consumo privado en lo más reciente se basa en las Encuestas de Expectativas de los Consumidores, las que han mostrado descensos por dos meses seguidos. En consecuencia, no debiera sorprender que el consumo, si bien se ha mantenido dinámico hasta esta fecha, comience a mostrar una desaceleración en breve tiempo.

Agrega que al igual que en otras economías, el peso chileno se ha depreciado respecto del dólar de los Estados Unidos de América, pero sin embargo, no lo ha hecho en términos multilaterales, por cuanto ha sido inferior a la del promedio de nuestros socios comerciales. Con todo, expresa que un aumento del tipo de cambio nominal podría traducirse en lo futuro en una presión inflacionaria, con motivo del traspaso del tipo de cambio a la inflación, o en un cambio en los precios relativos. Plantea que, idealmente, frente a un *shock* en los términos de intercambio y a un deterioro del escenario internacional, la mejor opción es que los precios relativos respondan con rapidez en términos reales, porque de esa manera los ajustes se concentran menos en las cantidades.

Sin embargo, frente a un eventual aumento de los precios relativos en favor del tipo de cambio, hay que considerar también los correspondientes a las contrapartes y, en este aspecto, se presentan dudas, ya que los salarios han mantenido un comportamiento muy dinámico y, hasta ahora, no dan muestras de debilitamiento. Agrega que los márgenes de comercio, los márgenes de los productores y de intermediación ya se han venido ajustando, por lo que no resulta claro si existe espacio aún para continuar con su ajuste; y, por último, aludió al margen de cambio entre precios de transables y no transables.

Con todo, señala que la preocupación que desea transmitir al formular esta prevención es que, idealmente y en estas circunstancias, debería esperarse una depreciación real, aun cuando no resultan claras las contrapartidas de esa depreciación, lo que se acentúa en un escenario en que ha aumentado el precio internacional del petróleo.

En este contexto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que, en su opinión, lo prudente es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 5% anual, a la espera de tener indicadores más ciertos acerca de la desaceleración interna para provocar el necesario y adecuado cambio en los precios relativos. Sin perjuicio de ello, manifiesta coincidir con varias de las opiniones emitidas previamente, en orden a que el Comunicado debiera ser mucho más explícito en un sesgo a la baja en el futuro cercano.

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

En lo concerniente al escenario externo, señala que se mantienen las turbulencias en los mercados debido fundamentalmente a la incertidumbre con respecto al inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos de América; y que la situación en Europa no ha cambiado mayormente. Agrega que se mantienen perspectivas negativas de crecimiento y con algunas dudas que han revivido, por distintas razones, en ciertas economías de la periferia, como es el caso de Portugal e Italia.

Hace notar que a lo expresado se suma un panorama menos auspicioso para los países emergentes, porque se han reducido las proyecciones de crecimiento para China, con toda la implicancia que ello tiene para la economía mundial, y porque en Brasil, Turquía, India y otros países emergentes también hay proyecciones a la baja en materia de actividad.

Expresa que todos estos antecedentes, junto a una caída en el precio de las materias primas, un incremento de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América y un aumento en los premios por riesgo, configuran un panorama menos promisorio para Chile. Asimismo, destaca la importancia de la fuerte baja que ha exhibido este año el mercado accionario en nuestro país, al presentar una de las mayores disminuciones entre un conjunto de países analizados en esta Reunión.

El Presidente señor Rodrigo Vergara indica que en Chile se consolida la desaceleración de la actividad que partió el primer trimestre del año. En efecto, en el mes de mayo, al igual que en abril, el IMACEC fue inferior al proyectado por el mercado; y la demanda interna, por su parte, habría presentado una importante desaceleración en el segundo trimestre del año, aunque explicada en forma principal por una menor acumulación de inventarios.

Resalta que tanto la inversión como el consumo mantienen dinamismo, aunque también se desaceleran. Plantea que en el caso de la inversión, la desaceleración está siendo menos intensa que lo que fue en el primer trimestre del año; y que tratándose del consumo, se mantiene la fuerza en su componente de bienes durables, explicada, entre otros motivos, por un mercado laboral que sigue estrecho, lo que queda de manifiesto con los altos crecimientos que exhiben las ventas del comercio.

No obstante, señala que comienzan a aparecer cifras que dan cuenta de que este dinamismo podría perderse en los meses venideros, ya que, por una parte, las expectativas de consumidores se han ajustado fuertemente a la baja en los dos últimos meses y se acercan a territorio neutro; y por otra parte, las colocaciones de créditos de consumo se desaceleran y las condiciones del crédito son, en general, más estrechas. Además, las ventas de automóviles se estancan en el margen y se empiezan a ver aumentos en doce meses más moderados. Con todo, parece prudente esperar a que estas señales, que son muy recientes, se consoliden.

Hace presente que tal como se esperaba, la inflación se acercó en el mes de junio a la parte baja del rango de tolerancia del Banco Central de Chile, mientras que la inflación subyacente, IPCSAE, se mantiene en torno a 1% anual. Se espera que la primera, se encuentre muy pronto dentro del rango de proyección, mientras que la subyacente, aunque aumentará, seguirá bajo el límite inferior del rango de tolerancia a fines de año y convergería a la meta en el año 2014. Por su parte, los salarios nominales se mantienen estables, con una moderación en el margen.

Expresa que todo ello indica que la desaceleración de la demanda final continuará en adelante, reduciendo los riesgos de mediano plazo para variables tales como la cuenta corriente, lo que se podría considerar como una normalización del escenario interno luego del fuerte dinamismo de los últimos años. En este sentido, indica que, hasta ahora, todos los antecedentes muestran una desaceleración moderada tanto de la actividad como del gasto, lo que permite mantener las condiciones monetarias. No obstante, no se puede descartar que las señales más recientes del consumo se intensifiquen, lo que ameritaría un cambio en dichas condiciones.

Con todo, destaca que la desaceleración es consistente con lo que el Banco proyecta en el reciente IPoM del mes de junio.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que las señales que apuntan a la desaceleración de la actividad y la inversión son ya más persistentes, por lo que cada vez se hace más difícil pensar en reversiones abruptas y significativas. Por otra parte, es natural tener dudas sobre cuán persistentes son las variables en la dirección de una desaceleración del consumo. Con todo, dado que no parece haber indicios de un ajuste a nivel agregado que sea inminente y de una magnitud importante, conjuntamente con la existencia de variables que siguen dinámicas, hay espacio para esperar más información antes de actuar.

En este sentido, indica que las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios son las más razonables, ya que mantener la TPM es consistente con una economía que en diversas variables aún exhibe dinamismo, como en las ventas del comercio, el consumo y el mercado laboral. Por otra parte, bajar la tasa en 25 puntos base es coherente con un escenario externo más negativo, con una desaceleración de la actividad más pronunciada que la esperada, con la inflación y sus expectativas contenidas, y con la posibilidad que la desaceleración del gasto tome una dinámica superior a la anticipada.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel de 5% anual, dejando en claro que se consolidan las señales de desaceleración mencionadas en el Comunicado y la Minuta de la Reunión pasada, y que de mantenerse estas tendencias, tendrá impacto en la política monetaria.

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

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

N° 200-01-130711 - Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, las condiciones financieras globales se tornaron más restrictivas, en especial para las economías emergentes, principalmente ante señales de un retiro más temprano del estímulo monetario en Estados Unidos. Los antecedentes recientes para esta economía son positivos y anticipan su recuperación gradual. Se mantiene la recesión de la Eurozona, mientras que las perspectivas de crecimiento para China siguen ajustándose a la baja, al igual que en otras economías emergentes. Los precios de alimentos y metales, incluido el cobre, retrocedieron en las últimas semanas, en tanto que los de los combustibles aumentaron. El dólar se apreció en forma generalizada en los mercados internacionales.

En el plano local, los antecedentes recientes muestran que continúa la desaceleración gradual de la actividad y de la demanda interna, especialmente de la inversión. El mercado del trabajo sigue ajustado. El consumo se mantiene dinámico, pero la evolución de las condiciones crediticias y las encuestas de confianza anticipan un menor impulso de esta variable. La inflación total se acercó al rango de tolerancia, de acuerdo a lo previsto, mientras que las medidas subyacentes continúan en valores cercanos a 1% anual. Las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta en el horizonte de política.

La consolidación de las tendencias delineadas en el último IPoM podría requerir de ajustes en la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:05 horas.

MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente

RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda

JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe