



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 173 celebrada el día martes 14 de julio de 2011

En Santiago de Chile, a 14 de julio de 2011, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también:

Gerente General
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don Rodrigo Cifuentes Santander;
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 Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 173, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2012 para el día 12 de ese mes.

El Presidente señor José De Gregorio informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá al análisis de las opciones y adopción de acuerdos de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.



El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). En primer término, señala que tras un fugaz optimismo por el plan de ajuste griego, predominan las caídas en los mercados financieros y la percepción de mayor incertidumbre.

En segundo lugar, destaca que los indicadores de actividad en las economías desarrolladas dan cuenta de un mayor crecimiento en el segundo trimestre respecto del primero, pero que, en general, este es más débil que lo previsto. Agrega que China mantiene un dinamismo relativamente elevado.

Por último, comenta que las expectativas inflacionarias se mantienen altas para este año, pero tienden a reducirse hacia el próximo, y que el precio de los cereales retrocede y suben los del cobre y gasolina.

Respecto de los indicadores de actividad, hace presente que si bien se observa, en general, que los números son inferiores a lo esperado, los datos en el margen, particularmente de producción industrial y nuevas órdenes industriales, son superiores a los registros del mes anterior, dando cuenta de un segundo trimestre que podría ser algo más dinámico. Añade que en Estados Unidos, el sector servicios mantiene cierta debilidad.

En relación con Europa, indica que los números también son inferiores a lo proyectado, con excepción de Alemania, que mantiene su dinamismo, especialmente su sector industrial.

En cuanto a Japón, plantea que las cifras todavía registran algún rebote tras las disrupciones producto del terremoto. Especifica que estas son más altas que lo anticipado y exhiben una recuperación en V luego de esa catástrofe.

Con respecto a China, destaca que la producción industrial ha sido algo mayor que lo esperado. De hecho, informa que el PIB, publicado el día anterior, resultó algo superior a lo previsto.

El señor Sergio Lehmann informa que la producción industrial en las economías emergentes se desaceleró en el segundo trimestre. No obstante, hace notar algunas diferencias, ya que Asia emergente se desaceleró en el margen, China mantiene una suerte de aceleración y América Latina aparece bastante plana. Por último, reitera que en las economías avanzadas se advierten mejores registros en el margen.

En relación con el PMI manufacturero, menciona que se ha desacelerado en las economías emergentes y que exhibe cierta heterogeneidad en las economías desarrolladas. Al respecto, precisa que en Estados Unidos, el dato del último mes fue algo mejor, mientras que en algunas otras economías, particularmente en la Zona Euro, fueron algo inferiores a lo esperado. Añade que el PMI servicios, en general, se muestra bastante débil.

El Consejero señor Sebastián Claro, haciendo referencia a la recuperación del sector industrial y a la debilidad del consumo en los países en desarrollo, consulta si las evaluaciones de los analistas apuntan a que los inventarios en Estados Unidos y Europa se han acumulado deseada o indeseadamente.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann responde que no se cuenta con información respecto de la evolución esperada de los inventarios. No obstante, indica que una de las hipótesis planteadas meses atrás respecto de la evolución del sector industrial es que fue particularmente afectado por las disrupciones y por la cadena de suministro de Japón, arrojando números negativos hace un par de meses a consecuencia de ello. Explica que se estimó inicialmente que ello sería de carácter más bien transitorio; sin



embargo, se ha observado que parte de ese proceso de normalización se ha materializado efectivamente, pero de una manera algo más débil que lo previsto.

En materia de inventarios, el señor Sergio Lehmann señala que se efectuará un análisis detallado.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que ese análisis podría sugerir que las disrupciones en Japón generan una desacumulación de inventarios y que la diferencia para alcanzar su nivel normal debe ser recuperada en dos o tres meses. Agrega que esa cota puede no ser tan amplia.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que esa es la interpretación que se tiene al respecto, esto es, que hay un efecto por la situación de Japón que genera una disrupción transitoria. Hace presente que si bien se observa una recuperación, hay otros factores que están incidiendo, como es el caso de las ventas finales, que siguen débiles.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, señalando que el mercado inmobiliario de Estados Unidos continúa débil. Sobre el particular, precisa que las ventas de viviendas no se han recuperado; que las ventas de viviendas existentes muestran, de hecho, caídas respecto de períodos anteriores; y que los créditos de consumo, que habían anotado cifras positivas, han tendido a revertirse.

Plantea que el elemento que atenta contra la recuperación de las economías desarrolladas es el sector empleo. Al respecto, hace presente que las economías emergentes muestran tasas de creación trimestrales móviles estabilizadas en el margen que son bastante más altas que en las economías avanzadas. A título ejemplar, indica que en Estados Unidos, el dato de creación de empleo publicado la semana previa fue más débil que lo esperado y dio cuenta de que la creación de empleo en el sector privado fue significativamente más baja que el mes anterior y que la destrucción de empleo en el sector público se repite desde hace ya varios meses, tras un aumento importante que se materializó a propósito de la crisis y de los efectos del censo realizado el año pasado. Hace notar, además, que en el caso del sector privado, la creación de empleo ha aumentado a una tasa bastante débil, por debajo, de hecho, de las observadas en períodos de recuperación tras recesiones.

En materia de crecimiento, menciona que la información disponible y las proyecciones para el segundo trimestre dan cuenta de un crecimiento de las economías emergentes y avanzadas algo mayor que el registrado en el primer trimestre. No obstante, reitera que en el caso de estas últimas, si bien el crecimiento es algo mayor que el previsto para el segundo trimestre, está por debajo de lo anticipado algunos meses atrás.

Explica que un elemento importante que ha estado aportando al crecimiento mundial se refiere a China. Sobre el particular, alude a su dato de crecimiento en doce meses, publicado el día anterior, que alcanzó a 9,5%, superando la cifra anticipada. Sin embargo, advierte que el dato trimestre a trimestre fue algo inferior a 9%, reflejando de que a pesar del mayor crecimiento registrado en el segundo trimestre, se observa una desaceleración que, de alguna manera, está siendo anticipada también por el PMI manufacturero, que ha disminuido y se ha acercado al pivote 50. Añade que para los próximos meses se espera una desaceleración adicional del crecimiento anual y una recuperación a tasas algo inferiores a 9% hacia el año 2012.

A continuación, el señor Gerente de Análisis Internacional presenta el *heat map* de actividad, que incorpora las proyecciones de crecimiento para el tercer trimestre del año en curso. Detalla que si bien las economías desarrolladas mantienen una situación por debajo de sus niveles de tendencia, exhiben signos de holguras menos negativos, como es el caso de Japón, Australia y Nueva Zelanda; que en Asia predomina aún una situación de sobrecalentamiento; que China tendió a moderarse tras el cuarto trimestre del año pasado,



pero que sigue en una situación de crecimiento sobre tendencia; que en América Latina tiende a moderarse la situación de estrechez de holguras y que Brasil pasa de una situación de brechas positivas a una algo menos marcada que el trimestre anterior.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que *The Economist*, en su *heat map* publicado días atrás y que es elaborado sobre la base de diez indicadores, mostró que Argentina es, en este momento, la economía más sobrecalentada del mundo.

El señor Sergio Lehmann indica que la metodología utilizada por *The Economist* es claramente distinta, ya que considera un conjunto de variables, mientras que internamente solo se utiliza la actividad proyectada para el tercer trimestre. Respecto de Argentina, señala que la Gerencia de Análisis Internacional anticipa una desaceleración importante hacia el tercer trimestre del presente año.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta si se utiliza un filtro para elaborar este *heat map*. El señor Lehmann responde que se emplea un filtro de HP.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si es posible incorporar a Chile en este *heat map*.

El Presidente señor José De Gregorio expresa que su inclusión permitiría verificar la metodología utilizada para su elaboración.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera enfatiza que el *heat map* tiene por objeto contar con un pantallazo general de los distintos países y que Chile se excluyó a propósito, porque no se quería resumir la evaluación de sus brechas en un simple filtro de HP. Indica que se acogerá la solicitud de incluir a Chile en el análisis.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, refiriéndose a la inflación. Sobre el particular, comenta que en las economías desarrolladas, la inflación total se ha desacelerado en el margen, como es el caso de Estados Unidos y Europa, mientras que en Japón continúa bastante plana; que las subyacentes se mantienen más bien planas, incluso tendiendo a subir en Estados Unidos; y que en las economías emergentes, en tanto, se observan inflaciones estables.

En cuanto a las velocidades, hace notar que los últimos datos de Europa emergente muestran un salto importante. Explica que ello tiene su origen en Turquía, que cambió su metodología de cálculo, pero no revisó las cifras anteriores, distorsionando la lectura de inflación en algún grado. En todo caso, señala que es destacable que las cifras subyacentes tienden a moderarse, lo que da cuenta de una suerte de estabilización en lo que se refiere a inflación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere que se utilice la mediana, a fin de eliminar esa distorsión.

El señor Sergio Lehmann presenta, a continuación, el *heat map* inflacionario, que muestra que los registros de inflación respecto de la meta mantienen signos de preocupación en un número importante de economías. En el caso de las economías desarrolladas, indica que varias de ellas están por sobre los niveles que se consideran razonables o aceptables para sus niveles inflacionarios; que los niveles de inflación en América Latina aparecen en la parte superior del rango meta; que la situación es más heterogénea en Europa emergente, donde Polonia figura con niveles de inflación particularmente más altos; y que en Asia se observa que Corea está por sobre su meta y Tailandia lo está aún más. Por último, destaca que la inflación de Israel también está claramente muy por sobre su meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 173

Página 5 de 29

El Presidente señor José De Gregorio señala que las metas de inflación y rangos de tolerancia difieren entre las distintas economías, por lo que sugiere elaborar un gráfico con la meta en el centro de una banda que tenga 10% o un porcentaje de tolerancia mayor para hacer comparables las economías analizadas en materia de inflación.

Con respecto al *heat map*, el señor Presidente comenta que su mensaje es que la inflación subyacente en el mundo se ha aquietado. Hace presente, además, que las perspectivas inflacionarias estaban subiendo por las alzas de los *commodities*, pero que ahora llama la atención la sensación de mayor optimismo en el mundo entero, incluso en Chile, a pesar de que el ajuste de los precios de los *commodities* es leve aún. Consulta por las razones detrás de este mayor optimismo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera indica que el elemento central es el cambio a partir de los *commodities*. Menciona que en muchas economías, incluido Chile, hubo resultados inflacionarios muy altos en el primer trimestre, explicados por las alzas de los alimentos y el petróleo, que no se repitieron en el segundo. Reconoce, en todo caso, que la inflación sigue alta. Acota que algunos países aumentaron la tasa rectora, mientras que otros se apreciaron.

El señor Presidente señala que los tipos de cambio pueden explicar en parte este fenómeno, ya que las apreciaciones han sido masivas en el mundo entero. Añade que el tipo de cambio redistribuye inflación, pero lo hace desde las partes con menos presiones subyacentes a aquellas con mayores presiones subyacentes, contribuyendo a la contención inflacionaria global.

El Consejero señor Sebastián Claro cree que ha habido una discusión generalizada y quizás demasiado optimista respecto de que el mundo emergente está sobrecalentado. En su opinión, al analizar la situación en perspectiva, hay menos evidencia de ello, ya que, en general, la inflación ha subido algo menos que lo esperado y hoy día las economías se han ido acercando a una velocidad importante a la denominada brecha cero, que es sustancialmente menor que la de 4 o 5 años atrás. Plantea que ello pudo haber contribuido a la percepción de que la inflación aumentaría considerablemente. Destaca que los datos no lo han corroborado de esa manera, y que con una economía mundial tan débil, resulta difícil tener proyecciones tan optimistas para el mundo desarrollado y en desarrollo.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, refiriéndose a las proyecciones de inflación. Señala que estas tienden a mantenerse durante el año en curso, con una ligera caída en América Latina y sin grandes cambios en el caso de Asia y Europa, pero que hacia el año 2012 se observan ligeras reversiones, particularmente en América Latina y Europa del Este, y estabilidad en Asia emergente y en las economías desarrolladas.

Respecto de las tasas de política monetaria (TPM), indica que el Banco Central Europeo elevó su tasa rectora en 25 puntos base, de acuerdo con lo anticipado; que algunas economías han comenzado a introducir algunas pausas, como es el caso de Perú, México, Australia, Noruega; y que otras economías emergentes han continuado con sus procesos de normalización, como India, Tailandia y Colombia, y particularmente China, que está observando mayor presión inflacionaria.

En cuanto a eventuales movimientos futuros, hace presente que se espera una moderación en las alzas en las economías desarrolladas durante lo que queda del año y ligeros aumentos hacia el año 2012, contrastando con lo registrado en la RPM anterior. Agrega que una situación similar se observa en el Reino Unido y en Estados Unidos, mientras que Japón aparece sin variación alguna.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 173

Página 6 de 29

El Presidente señor José De Gregorio consulta si la situación de Estados Unidos, expuesta precedentemente, corresponde a la esperada antes del discurso pronunciado por el Presidente de la Reserva Federal señor Ben Bernanke el día anterior. El señor Sergio Lehmann responde afirmativamente.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comenta que la prensa interpretó este discurso como muy expansivo, mientras que, en su opinión, el señor Bernanke no fue muy enfático, ya que no manifestó inclinación por ninguna de las dos hipótesis, esto es, por aquella que apunta a que la recuperación sería lenta o aquella de que podría ser más rápida y pudiera iniciarse un ajuste monetario. Menciona, además, que agregó dos condiciones, una de las cuales es la implementación de un eventual QE3, que representa la debilidad y riesgos deflacionarios.

A juicio del Presidente señor José De Gregorio, no se está anunciando un QE3, sino que se están entregando señales de que habrá alzas de la tasa rectora.

El señor Sergio Lehmann finaliza este punto, acotando que en las economías emergentes, se observa una diferencia marginal en el caso de Asia y Oceanía, que se ven algo más activos en materia de normalización de sus TPM.

En materia de tasas de interés, hace presente que las tasas largas mostraron bastante volatilidad desde la última Reunión. Al respecto, reitera que tras cierto optimismo en los mercados, a propósito del plan de ajuste griego, se observaron aumentos de las tasas de instancia, pero, posteriormente, luego de una percepción de mayor incertidumbre y lecturas del mercado más bien negativas respecto de cómo Grecia daría viabilidad a sus obligaciones, y más recientemente los efectos que esto ha tenido sobre Italia y España, se han advertido caídas importantes en las tasas a 10 años, lo cual refleja básicamente *flight-to-quality*, esto es, la búsqueda de protección de los inversionistas frente a un escenario más incierto.

En cuanto a las monedas, destaca la depreciación del euro, que alcanzó a alrededor de 2%, así como el fortalecimiento del franco suizo, que es una moneda refugio. Añade que algunas monedas asiáticas también se han apreciado, particularmente las de Corea, Japón y de algunos países latinoamericanos.

En relación con la situación de la Europa periférica, el señor Sergio Lehmann señala que persisten las dudas respecto de los planes que le den viabilidad a las obligaciones de estas economías. Destaca que el caso particular de Grecia ha golpeado los mercados, traduciéndose en aumentos importantes de las primas por riesgo. Asimismo, reitera que tras un fugaz optimismo luego del plan de ajuste griego, que llevó a una caída en los CDS, estos han vuelto a aumentar con fuerza, alcanzando nuevos récords históricos.

Comenta, además, que los bancos representativos de las economías periféricas también exhiben CDS muy elevados. Subraya que en Italia alcanzan máximos históricos, en torno a 300 puntos base, reflejo de la preocupación de los mercados sobre las obligaciones que debe enfrentar en el futuro cercano. Precisa que este es el caso del banco italiano UniCredit y de los bancos Santander y BBVA. Añade, a modo de referencia, que los CDS del Deutsche Bank bordean los 100 puntos base.

El señor Sergio Lehmann entrega, a continuación, algunos datos específicos sobre Italia y España, dado que ambas economías han aparecido en el radar de los inversionistas con mayor fuerza en el último tiempo. Hace presente que Italia enfrentará obligaciones por alrededor de 100 billones de euros durante el segundo semestre del año y mucho más cuantiosas durante el año 2012, y que en España se advierte una concentración importante de vencimientos en los próximos dos años.



Agrega que el PIB de Italia y España alcanzan a 2 y 1,5 trillones de euros, respectivamente, y que la deuda del primero representa el 120% de su producto y la de España al 60% de su PIB.

En cuanto a los déficits fiscales, menciona que el de Italia, en torno a 4% este año, es bastante más manejable que el de España, como también lo es el de cuenta corriente, lo que da cuenta de que en Italia hay un sector privado que ha ahorrado y ha contribuido a financiar las obligaciones que enfrenta su gobierno.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que el esfuerzo que debe hacer Italia por concepto de su saldo fiscal primario es bastante elevado en el corto plazo. Explica que si se considera que su costo de financiamiento aumentó 200 puntos base, significa que el déficit fiscal se incrementará en 2% por ese solo hecho en el largo plazo, en la medida que su saldo primario sea igual a cero.

El Consejero señor Sebastián Claro alude al título de la lámina 19, que señala que "Italia y España entran con más fuerza en el radar de los inversionistas, por las abultadas necesidades de financiamiento en lo que resta de 2011 y 2012". Al respecto, consulta por las novedades provenientes de la banca o de los gobiernos español e italiano que desencadenaron una salida de bonos tan significativa y que tuvieron este impacto en la actual crisis, en especial, dado su tamaño y relevancia en el concierto económico global. Manifiesta que con respecto a España, duda que sea la necesidad de abultar el financiamiento, porque su situación era muy conocida desde hace bastante tiempo, mientras que en cuanto a Italia, estima que los problemas entre su Primer Ministro y el Ministro de Finanzas, respecto del ajuste fiscal, podrían haber desencadenado ciertas dudas en los inversionistas.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que las únicas novedades son un informe negativo sobre Italia, emitido por una agencia clasificadora de riesgo, y los conflictos entre su Primer Ministro y el Ministro de Finanzas. El señor Sergio Lehmann confirma que las clasificadoras de riesgo revisaron a la baja a varios bancos italianos.

A juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán, se están valorando más los riesgos de cola. Señala que estos serían altos en el caso de Italia, porque el superávit primario alcanza a alrededor del 2,5% del PIB, es decir, a una cifra muy baja si se considera que la deuda de esta economía es equivalente a su PIB.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace referencia al plan de ajuste fiscal adicional en Italia aprobado ese día, que tiene por objeto reducir su déficit y llevarlo a balance de aquí al 2014.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, en su opinión, el escenario más probable es que se solucionarán todos los problemas mencionados, pero que, por el momento, los efectos que está generando la incapacidad en Estados Unidos de llegar a acuerdos para resolver su déficit fiscal están rebotando incluso en Europa.

El Presidente señor José De Gregorio señala que tres semanas atrás le comentaron que el problema radica en Italia, donde se espera un punto menos de crecimiento.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, indicando que la volatilidad tendió a caer tras un período fugaz de optimismo, pero ha vuelto a niveles algo más altos que hace un mes. Agrega que las primas por riesgo soberano y corporativo han tenido un comportamiento similar.



En materia de mercados bursátiles, informa que han seguido el mismo patrón, esto es, se han registrado aumentos en los mercados y caídas posteriores a propósito de la mayor incertidumbre. Añade que los flujos de capitales se han mantenido relativamente estables en las últimas semanas.

En cuanto a los *commodities*, destaca la caída en los precios del trigo y el maíz desde la última Reunión, que alcanzan a 12 y 14%, respectivamente, y el aumento de 6% registrado por el cobre y de 4% en el caso de la gasolina.

Precisa que el incremento del precio del cobre se debe, en parte, a la lectura de las cifras de crecimiento de China, que resultaron ser algo más positivas que lo esperado, y, en alguna medida también a las situaciones de oferta, tanto de las mineras chilenas como de otras regiones del mundo y a los datos de producción algo más bajos que lo previsto a raíz de la ley del mineral.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que los meses de cosecha de trigo y maíz en el hemisferio norte son entre julio y septiembre, siendo, por tanto, normal y habitual que estos precios caigan por estacionalidad pura y simple. Plantea que el dato relevante sería la diferencia de precios respecto de lo que se esperaba. Agrega que, de acuerdo con los antecedentes disponibles, estos precios habrían registrado una caída mayor que lo anticipado, por una serie de eventos favorables en las cosechas y en los inventarios,

El señor Sergio Lehmann confirma que la caída de estos precios ha sido más favorable de lo esperado. Asimismo, y respondiendo a una consulta del Consejero señor Rodrigo Vergara, informa que el alza del precio del azúcar obedece a la menor producción en Brasil, que es el mayor productor mundial de esta materia prima, así como al hecho que este país ha estado incentivando su uso para la producción de etanol.

El señor Sergio Lehmann prosigue, indicando que en materia de agregados de *commodities* se observa una relativa estabilidad en el caso de los metales y en los combustibles.

Destaca que en esta oportunidad se han agregado los precios internacionales de la lana y el algodón, porque sus precios internacionales alcanzan hoy máximos históricos desde el año 2000 a la fecha y están, de alguna manera, ejerciendo cierta presión sobre el valor de textiles y, por ende, sobre los precios del vestuario. De hecho, informa que en China, los registros de inflación más recientes dan cuenta de un aumento en este componente de la inflación, lo que podría tener implicancias en la mirada local del IPC.

En cuanto a las razones de estas alzas, explica que ha habido una menor producción de lana en Australia y Nueva Zelanda, que son los mayores productores mundiales, porque han redireccionado el uso de las ovejas hacia carne. El señor Luis Óscar Herrera acota que ha habido una sustitución, aumentando la crianza de vacunos y disminuyendo la de ovejas, que ha comenzado a afectar el precio de la lana. Agrega que lo curioso es que, a diferencia de los datos internos, que muestran caídas marginales en vestuario incluso en el caso de China, se observan hoy día aumentos en la inflación de vestuario en doce meses, en circunstancias que siempre habían sido negativos.

El señor Sergio Lehmann informa, además, que se mantiene el desalineamiento entre el petróleo WTI, el Brent y otros petróleos de referencia, esperándose que ello persista en el mediano plazo. Explica que eso ha generado distorsiones en el cálculo de los márgenes de refinación, llevando a la Gerencia a su cargo a construir un *crack spread* ajustado, que se calcula sobre la base del promedio ponderado del petróleo WTI —con una ponderación de 20%— y del petróleo de Lousiana, que pondera el 80% restante, de acuerdo con la capacidad de refinación de los distritos relevantes para cada tipo de petróleo en Estados Unidos.



El señor Lehmann exhibe, además, la evolución de los futuros de este *crack spread*, donde se observa que el *crack spread* habitual sobre WTI se encuentra marcadamente por sobre sus niveles promedios, producto de la distorsión de precios. Agrega que el de Europa se parece al *crack spread* ajustado, particularmente durante el 2011.

Al finalizar su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere a los índices FAO de alimentos y de cereales, indicando que las estimaciones de ambos perfiles de precios cayeron desde el último Informe de Política Monetaria (ICOM).

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y ofrece la palabra para comentarios o preguntas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que hay elementos cualitativos en el escenario internacional que deben ser mencionados por su complejidad. En primer término, alude a la hasta ahora aparente ideologización del debate fiscal en Estados Unidos, que darían cuenta de que las posiciones sobre los impuestos y los gastos son más importantes que darle solución al *impasse* que se acerca y cuya fecha límite es el próximo 2 de agosto.

En segundo lugar, hace presente que las agencias clasificadoras de riesgo no solo han puesto un "Outlook negativo" para la deuda soberana de Estados Unidos, sino que también advierten un panorama futuro negativo, porque esta situación reviste riesgos. Indica, además, que la caída de las tasas *forward* en las economías desarrolladas también dan muestras de que el panorama futuro se ve mucho más melancólico. De hecho, manifiesta su interés en revisar las tasas de interés a plazos más largos, con el objeto de saber si ellas dan cuenta de un problema transitorio o de uno de carácter más estructural.

Agrega que la actitud en Europa pareciera ser poco proclive a tomar las decisiones que ayudan efectivamente a resolver los problemas existentes y que, por lo tanto, las percepciones sobre el futuro serán más negativas en la medida que estos no se solucionen.

A juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán, estas son malas noticias para Chile, porque, estratégicamente, conviene que Estados Unidos y Europa tengan buenos resultados.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón comenta que el Presidente de Estados Unidos tiene la facultad de aumentar el techo de la deuda, aunque el Congreso se lo niegue. Informa que ha declarado su deseo de llegar a un acuerdo con el Senado, por lo que el riesgo de *default* estaría salvado, no así el *outlook* negativo de las agencias.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que dicha situación es similar a las discusiones del presupuesto en Chile, donde el Poder Ejecutivo siempre tiene la facultad de mantener el presupuesto enviado al Congreso. Al respecto, comenta que esa facultad no se ha ejercido nunca, pero que en caso de que estuviera próxima a usarse, sería visto como una situación muy difícil, por un problema de falta de legitimidad de una decisión mayor.

El Presidente señor José De Gregorio alude a lo expresado por el Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke, quien manifestó que había opciones para evitar el *default* y alternativas para cumplir con los pagos comprometidos.



El Consejero señor Sebastián Claro menciona que, en Europa, la propuesta francesa de reestructuración, que era bastante inminente en su momento, habría perdido fuerza, por el freno que imprimieron las agencias clasificadoras de riesgo. A su juicio, ha habido, entonces, un retroceso muy significativo respecto de cualquier opción de solución en el corto plazo.

El Presidente señor José de Gregorio resume que la situación europea no es promisorio y que Estados Unidos marcha con lentitud.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán alude a dos de los titulares de la lámina 3 de la presentación, específicamente a aquellos que señalan que los indicadores de actividad en las economías desarrolladas dan cuenta de un mayor crecimiento en el segundo trimestre y que las expectativas inflacionarias tienden a reducirse hacia el año 2012. Al respecto, expresa que para efectos del Acta de la presente Reunión, estima que es bueno señalar que, con la excepción del primero, la información disponible de carácter más cualitativo da cuenta de un panorama algo más riesgoso.

El señor Sergio Lehmann señala que se debe tener presente que el primer titular mencionado pondera claramente más que los otros tres incluidos en la referida lámina 3.

El Presidente señor José De Gregorio agradece las distintas consultas y comentarios y, a continuación, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que presente el escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación, mencionando los hechos destacados del escenario interno desde la última Reunión.

En primer lugar, indica que la actividad se mantiene dinámica, pero con algunos indicadores que dan cuenta de algunas moderaciones en el ritmo de crecimiento en el margen, en línea con lo anticipado en el IPoM.

En segundo lugar, destaca que los salarios y la inflación presentaron registros algo por debajo de lo esperado.

Agrega que las encuestas reflejan una disminución adicional en las expectativas de inflación, en tanto que las compensaciones inflacionarias se mantienen en la mitad superior del rango de tolerancia.

Por último, señala que para esta Reunión, el mercado piensa mayoritariamente que la TPM se va a mantener y que se acordaría un alza en la del mes de agosto.

Con respecto a los indicadores de actividad, precisa que el Imacec de mayo, de 7,3%, es plenamente coherente con las proyecciones realizadas para el IPoM, no así con lo esperado por el mercado, ya que la anterior encuesta de expectativas, había arrojado un 6,1% para el mes e, incluso, esta cifra se había ajustado a 6,8% una vez conocidos los indicadores del mes.

En todo caso, hace notar que en materia de velocidades, se observa una cierta atenuación en el margen en las variaciones mes a mes del Imacec que va más allá de la volatilidad que tienen estos indicadores, dando cuenta de una leve disminución en el ritmo de expansión.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si las proyecciones internas de actividad consideran una desaceleración más significativa hacia el segundo semestre que el mercado.



El señor Claudio Soto responde que la Encuesta de Expectativas se corrigió al alza, hasta 6,5%, mientras que algunos analistas proyectaban esa misma cifra antes de conocer el dato de Imacec. Agrega que al considerar el promedio de las expectativas, hubo una sorpresa que llevó a una corrección al alza de un par de décimas, pero en línea con lo proyectado internamente.

En materia de indicadores de consumo, destaca una cierta atenuación en el ritmo de expansión en el margen. Sobre el particular, especifica que las ventas de automóviles, más allá de los vaivenes, están más bien planas desde hace algunos meses; y que sus importaciones registran caídas en el margen, pero su promedio aparece sin mayor variación. Añade que las importaciones de bienes de consumo, en general, se aceleraron hace un par de meses, pero en el margen han experimentado un cierto retroceso.

Por otra parte, menciona que las colocaciones de consumo exhiben una caída en las variaciones mes a mes, mientras que las tasas de crecimiento interanual, un cierto aplanamiento en la punta, más bien en línea con el diagnóstico de que el consumo se estaría desacelerando en el margen.

A continuación, el señor Claudio Soto presenta los indicadores de seguimiento marginal, contruidos a partir de varios indicadores duros del INE —por ejemplo, ventas de bienes y datos de importaciones—, que permiten efectuar un seguimiento de la velocidad del consumo. Hace notar que los registros desde marzo hasta mayo dan cuenta de una cierta desaceleración tanto en el consumo habitual como en el de bienes durables.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita que se explique el gráfico de la izquierda de la lámina 33, referido a combinación de ecuaciones.

El señor Claudio Soto explica que este indicador combina una serie de ecuaciones que vinculan el comercio habitual durable con indicadores del INE sobre ventas, importaciones de bienes de capital y varias series relacionadas, y que la combinación resultante permite tener un diagnóstico de lo qué está aconteciendo con los últimos registros.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán pregunta si la desaceleración efectiva del consumo resultó ser similar a la esperada. El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera responde afirmativamente y acota que este es un desarrollo bienvenido.

El señor Claudio Soto prosigue con su exposición, señalando que la inversión, tanto la parte de construcción como la de maquinarias y equipos, mantiene su dinamismo. Al respecto, menciona que en el sector construcción, el indicador de permisos de edificación ha crecido con bastante fuerza y los despachos de cemento exhiben también una tendencia al alza, en tanto que los últimos registros de las inversiones en maquinarias y equipos dan cuenta de una cierta recuperación, luego de haber caído por razones más bien puntuales.

El señor Soto hace presente que, en línea con la desaceleración del consumo, se observa una atenuación en el ritmo de expansión del comercio minorista, mientras que el sector industria registra una cierta recuperación, impulsada por los sectores transables. No obstante, advierte que podría registrarse un cierto retroceso en el mes de junio, ya que las exportaciones industriales cayeron con fuerza ese mes debido a situaciones puntuales, como el paro que hubo en Lirquén, que afectó las exportaciones y pudo haber tenido alguna incidencia también en la producción. Añade que el consumo de energía eléctrica, que permite hacer un seguimiento algo anticipado de lo que acontece en ese sector, también muestra una caída en junio, por lo que se podría observar una incidencia negativa en industria en junio de carácter transitorio, que no es relevante como para corregir mayormente la proyección.



El señor Claudio Soto indica, a continuación, que las expectativas de las empresas y consumidores han retrocedido. Sobre el particular, especifica que las primeras se mantienen en niveles bastante optimistas, mientras que las expectativas de los consumidores están levemente por debajo del pivote 50, esto es, en niveles más bien neutrales. Respecto de estas últimas, hace notar que la percepción respecto de la situación del país en los próximos doce meses es la que ha caído con más fuerza en el último tiempo.

El Presidente señor José De Gregorio comenta haber visto un índice de difusión que daba cuenta de un deterioro en las expectativas de las empresas. El señor Claudio Soto manifiesta que, desde hace algunos meses, ese índice ha estado bastante más pesimista que el de Adimark exhibido precedentemente, y que no cuenta con una historia lo suficientemente larga como para evaluarlo adecuadamente.

El señor Claudio Soto informa, a continuación, que el día anterior se dio a conocer la Encuesta de Créditos. Respecto de sus resultados, señala que por el lado de la oferta tiende a haber una cierta estabilización en las condiciones de crédito, por cuanto no refleja un aumento del riesgo de expansividad, mientras que por el lado de la demanda, todavía se percibe un fuerte dinamismo.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta si la lámina 38, que titula "Condiciones financieras se han vuelto menos expansivas, pero se mantiene percepción de alto dinamismo en la demanda por crédito", fue publicada con esa leyenda.

El señor Claudio Soto responde que esta lámina se hizo pública con un título más benigno. El Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria señor Enrique Orellana precisa que la comunicación señalaba que se fortalecía la demanda por crédito y que la oferta seguía expandiéndose. El señor Luis Óscar Herrera, en tanto, aclara que las láminas aparecen sin leyendas.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta que en el mercado se menciona que los créditos de consumo se han desacelerado, no así los comerciales, que mantienen su dinamismo.

El Presidente señor José De Gregorio indica que las condiciones de demanda de créditos de consumo están mejorando, lo cual es confirmado por el señor Claudio Soto, quien acota que las condiciones de oferta están cercanas a cero, lo que significa que no hay cambios respecto del trimestre anterior.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta por la razón detrás de la afirmación que las condiciones financieras se han vuelto menos expansivas.

El señor Claudio Soto aclara que la percepción es que las condiciones de demanda por crédito se han acelerado y que lo correcto sería señalar que las de oferta no han cambiado.

El señor Claudio Soto continúa, refiriéndose a las proyecciones. Sobre el particular, señala que los antecedentes disponibles solo llevan a efectuar una pequeña corrección a la baja en el sector industria, desde 4,6 a 4,5%, y que, por lo tanto, se mantiene la idea de que el crecimiento del tercer trimestre estará en torno a 5,5%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara sostiene que las cifras expuestas suponen una aceleración del crecimiento entre el segundo y tercer trimestre del año en curso.

El señor Claudio Soto hace presente que las referidas cifras están afectadas por un problema netamente estadístico. Explica que la Gerencia a su cargo trabaja con doce factores estacionales, que son los más parecidos a los publicados por Cuentas Nacionales, que mostrarían una aceleración significativa en el primer trimestre, una cierta caída en las



velocidades después y, luego, una leve aceleración. Agrega que si Estudios cambia los factores estacionales y los desestacionaliza, considerando solamente el período 2003 hasta ahora, se observa una caída más monótonica en las velocidades del PIB. Plantea, en consecuencia, que el diagnóstico debe hacerse a partir de los promedios de las velocidades semestrales. En su opinión, eso es lo más adecuado, dada la incertidumbre que hay respecto de los factores estacionales. Por último, indica que la variación trimestral desestacionalizada del PIB, de 1,6% para el primer trimestre del presente año, cambiará en agosto, una vez que se publiquen los datos correspondientes a las cuentas nacionales.

A continuación, el señor Claudio Soto destaca que la proyección de demanda se corrige al alza, explicada por el dinamismo de la inversión comentado precedentemente, en especial por lo que se refiere a maquinarias y equipos y, en menor grado, la construcción. Agrega que no varía el diagnóstico respecto de una desaceleración paulatina del consumo.

Por otra parte, señala que la sorpresa del mes estuvo dada por los salarios. Sobre el particular, precisa que el IREM registró una caída, mientras que en el caso de los CMO, la variación fue nula. Manifiesta que a nivel sectorial, la mayor incidencia negativa provino de los salarios en el sector construcción, que obedecería más bien a un efecto de composición en las empresas, que estarían contratando trabajadores más baratos. Acota que, en el pasado, cuando los salarios del sector construcción cayeron, al mismo tiempo se registraron incrementos en otros sectores de la economía, pero ello no ha ocurrido con tanta fuerza en esta oportunidad. Llama la atención al respecto, dados los actuales niveles de empleo.

En relación con este tema, informa que la tasa de desempleo original se ha estabilizado en niveles bajos, mientras que la tasa desestacionalizada registra una pequeña caída. Plantea que la creación de empleos se ha atenuado con bastante fuerza, debido a la desaceleración de la creación del empleo agrícola, que no se compensa con el aumento en otros sectores de la economía.

El señor Claudio Soto destaca, además, la recomposición que se está observando en el mercado laboral en los últimos meses desde el empleo asalariado al empleo por cuenta propia. Indica que ella podría estar explicando la desaceleración de los salarios en la punta, que podría estar marcando una suerte de quiebre de tendencia. Señala que esta situación se seguirá monitoreando.

En cuanto a la inflación, el señor Claudio Soto subraya que la variación del IPC de junio, que alcanzó a 0,2%, estuvo por debajo del 0,3% esperado tanto por el mercado como internamente. Hace notar que si se excluyen los alimentos y la energía, la variación resulta ser negativa, fundamentalmente por lo que sucede con los electrodomésticos y el vestuario.

Respecto de las sorpresas en materia inflacionaria, aclara que en el caso de la proyección interna no hay un ítem particular donde se hubiese concentrado alguna diferencia, sino que estas fueron más bien generalizadas en términos de magnitud. A título ejemplar, menciona que los alimentos registraron un alza significativa, pero menor que la anticipada internamente, mientras que en el caso del equipamiento para la vivienda, la caída de precios fue mayor que la prevista.

En relación con las proyecciones, informa que se prevé que el precio de la gasolina se mantendrá sin mayores variaciones, mientras que para el Transantiago se está anticipando un alza que tendría alguna incidencia en el mes de agosto. Hace el alcance que esta alza ya está internalizada, porque algunos senadores ya le sugirieron al Gobierno que entregue un bono para compensar este posible aumento de su tarifa.



Hace presente, además, que el precio de la gasolina aumentó \$10 pesos el día anterior, luego que en las dos primeras semanas de julio acumulara una caída de alrededor de \$30. De esta forma, el promedio del mes será algo inferior al de junio, pero se revertirá en los próximos meses por razones de carácter estacional.

El Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que en razón de los antecedentes expuestos, se está corrigiendo a la baja la proyección de IPC para toda la trayectoria, con lo que el año terminaría con un IPC de 3,9%, que está bastante en línea con lo estimado por el mercado. Agrega que los seguros de inflación están más bajos y que las encuestas esperan una cifra de 4%.

Señala que es importante destacar que en julio se deberían observar nuevamente registros de inflación de 0,2%, dada la incidencia de las liquidaciones de vestuario, que se van a ver reflejadas en el índice de este mes. De hecho, anticipa una variación muy leve en el IPCX1, así como un alza importante en el IPC en septiembre, debido a los elementos estacionales vinculados con los fines de semana del 18, que tienen un impacto en el transporte interurbano y en los alimentos, entre otros.

El señor Claudio Soto destaca, a continuación, que las expectativas de inflación han seguido retrocediendo. A título ejemplar, señala que el IPEC, que consulta si los precios van a subir mucho o no, ha seguido cayendo, pero en perspectiva histórica, todavía se percibe que los precios subirán significativamente en los meses venideros. Agrega que en el caso del IMCE, que pregunta a las empresas por los precios y los costos futuros, también anticipan estabilidad de los precios y retrocesos en los costos, pero en una perspectiva histórica, ambos continúan en niveles elevados.

Respecto de las encuestas a operadores financieros y a analistas, informa que esperan caídas en los registros y caídas más importantes en la inflación a un año. Agrega que también se observa una caída importante en la compensación inflacionaria a un año, mientras que la 1 en 1 se mantiene sin mayor variación, en parte, porque la caída de la compensación a un año determina que la pendiente no caiga de manera tan importante hacia el próximo año.

Con ello, destaca que el indicador sintético de expectativas sigue disminuyendo —aunque aún se mantiene por sobre los valores promedio observados durante el año 2010—, ya que varias encuestas continúan altas en términos históricos.

En materia de tipo de cambio, plantea que tendió a apreciarse durante el mes, en respuesta a nuevos aumentos en el precio del cobre. Agrega que ello refleja, además, un movimiento más idiosincrásico del peso, es decir, que más allá de los movimientos del dólar, se tiene una apreciación del tipo de cambio multilateral.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si parte del aumento idiosincrásico del precio del cobre tiene relación con restricciones en su producción. Al respecto, manifiesta desconocer si la situación particular de Codelco tiene un impacto relevante en los volúmenes de producción, pero que otras minas con problemas climáticos sí estarían incidiendo en ellos.

El señor Claudio Soto indica que hubo dos noticias en el mes al respecto. Por una parte, comenta que el dato de producción de mayo sorprendió al alza, pero que, por otro lado, hubo paro en El Teniente y Codelco. Aclara que al combinar ambos elementos, la proyección no fue corregida mayormente. De todas maneras, advierte que se está frente a un escenario con baja producción para el año y, de hecho, con tasas de crecimiento negativas.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que la apreciación del tipo de cambio también podría deberse a la depreciación del euro y del dólar en los mercados internacionales. En otras palabras, sostiene que la caída de las tasas de interés *forward* en Europa, en Estados Unidos y en todos los países desarrollados, en general, afecta al tipo de cambio en Chile.

El Gerente de División Estudios señala que el *broadening* del dólar de Estados Unidos, que explica que está compuesto por una apreciación del dólar respecto del euro y una depreciación respecto a las otras monedas, esto es, al peso, al real y a otras monedas, se mantuvo estable respecto del mes pasado.

El señor Claudio Soto indica que a partir del modelo que utiliza la Gerencia a su cargo, se tiene que, respecto de la RPM pasada, el cobre estaría incidiendo en la apreciación del peso, como también el *EMBI* y el *Dow Jones*. Agrega que el diferencial de tasas *per se* no tiene un impacto muy significativo, en parte porque la regresión no aparece como una variable muy significativa en la parte estadística.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que esa regresión le genera demasiadas dudas, porque ella no da cuenta de que la discrepancia entre las tasas internas e internacionales se amplió y, por tanto, no habría un efecto sobre el tipo de cambio. Expresa que su propia regresión muestra que sí es mucho más relevante un diferencial de tasas de corto plazo para entender los vaivenes del tipo de cambio en un plazo similar.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea, por último, que, en forma adicional y complementaria a lo presentado por el señor Claudio Soto, cabe hacer presente que el diferencial de tasas se amplió de manera sorpresiva y que ello también puede relacionarse con el comportamiento del peso respecto de las restantes monedas.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que en la lámina 17 presentada por el señor Sergio Lehmann, se muestra que la apreciación respecto de la RPM de junio es algo menor, de hecho, a la apreciación que registran otros países de características similares a Chile, como es el caso de Australia, que se apreció 0,8%; Perú, que lo hizo en 0,7%; o Canadá, cuya apreciación alcanzó a 1%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que ninguno de ellos, salvo Perú, se ha apreciado como consecuencia del alza del precio del cobre, pero todos sí tienen diferenciales de tasas de interés más altas que las observadas hace un mes respecto de Estados Unidos y la Zona Euro. En consecuencia, estima que al *Broad Index* se le debiera quitar el euro, dado que el dólar se apreció en términos reales respecto del euro. Agrega que si el *Broad Index* no ha variado en el último mes, significa que el dólar se depreció respecto de todas las restantes monedas, lo cual valida su argumento.

El señor Sergio Lehmann plantea que se debe tener presente además que el euro es la moneda que tiene más peso en ese cálculo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que por las razones expuestas, correspondería agregar ese componente como elemento que explica la apreciación del peso.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, refiriéndose al mercado bursátil. Al respecto, destaca que el colapso de la empresa de *retail* La Polar, poco después de la RPM pasada, impactó de manera negativa a la bolsa local, pero que luego se recuperó, alcanzando niveles muy similares a los que observados antes de esa Reunión. Agrega que el ajuste bursátil fue bastante más intenso a comienzos de año, mientras que el causado por esta empresa ha sido bastante acotado.



Respecto de las tasas de interés, indica que han permanecido bastante planas, con excepción de aquellas en UF a dos años, que han tendido a aumentar coincidentemente con la caída de las medidas de expectativas de inflación.

Comenta, asimismo, que dado que las tasas no se han movido en términos generales, la trayectoria de la TPM esperada, que se extrae de la curva *forward*, tampoco muestra cambios significativos respecto de lo observado en la RPM pasada y en el IPoM. Explica que se sigue haciendo un *pricing* de eventuales alzas adicionales y que la TPM podría llegar a un nivel cercano a 6% a comienzos del próximo año.

Menciona, además, que las encuestas de expectativas siguen anticipando que la tasa de instancia llegaría a 5,75% a fines del presente año; que la Encuesta de Expectativas Económicas espera alzas hasta llegar a una tasa de 6% a mediados del próximo año; y que de acuerdo con la Encuesta a los Operadores Financieros, esta permanecería en 5,75% hasta fines del horizonte que recoge la encuesta.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto informa que para la presente Reunión, el mercado se ha inclinado por la mantención de la tasa rectora. Precisa que el 60% de los analistas respondieron que el Consejo la mantendrá, mientras que menos del 40% de ellos piensa que podría acordarse un alza de 25 puntos base. Para la próxima Reunión, en tanto, la mayoría del mercado cree que habrá un alza de 25 puntos base.

Al concluir su presentación, el señor Soto hace referencia a la noticia sobre gasto público. Al respecto, comenta que la noticia de crecimiento del gasto no constituye ninguna novedad respecto de lo contemplado en el IPoM. Explica que la Dirección de Presupuestos, sobre la base de los supuestos de inflación que había al momento que formular la Ley de Presupuestos, tenía considerado un crecimiento de 5,5% para este año.

Manifiesta, además, que en marzo se anunció la rebaja de gastos por 700 millones de dólares, que representa alrededor del 1,3% de lo presupuestado, que se compensa, en parte, con un 0,8% de menor ejecución durante el año 2010 respecto de lo contemplado en la Ley de Presupuestos, determinando que la tasa de crecimiento interanual se mantenga en 4,6%, que es, por lo demás, una cifra cercana a la incluida en el IPoM.

En conclusión, precisa que, por una parte, hay una rebaja del gasto, que se anunció como medida de apoyo macroeconómico, y, por otra parte, una menor base de comparación, determinando que la tasa de crecimiento interanual se mantenga más bien inalterada.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación de Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, suspende la Reunión y señala que esta se reanudará a las 16 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 173, incorporándose a ella el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor José De Gregorio concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, refiriéndose a los principales antecedentes acumulados desde la última RPM.

En relación con la economía internacional, indica que los problemas fiscales y financieros en las economías periféricas de la Zona Euro se han agudizado, contagiando a España e Italia; que se ha observado una exacerbación de la volatilidad financiera,



incluyendo mayores premios de crédito y menores valores bursátiles, particularmente en esa zona europea; y que los datos de actividad han sido mixtos, ya que dan cuenta de algunas señales de repunte en el sector manufacturero, pero también de debilidad en los sectores de servicios, ventas minoristas y creación de empleos en las economías desarrolladas. Agrega que los movimientos en los precios de las materias primas también han sido mixtos y que si bien los registros inflacionarios aún muestran aumentos a nivel internacional, particularmente en China, las expectativas inflacionarias a mediano plazo tienden a estabilizarse o a mostrar leves descensos.

Hace presente, además, que las tasas de política monetaria continúan ajustándose al alza en las economías emergentes y en la Eurozona, pero que las perspectivas respecto de la trayectoria futura de la política monetaria a nivel internacional presentan un aplazamiento de las expectativas de normalización en las economías desarrolladas.

Por último, menciona que, en este contexto, el dólar se ha mantenido sin variación en los mercados internacionales, mientras que el euro se ha depreciado.

En cuanto a Chile, el señor Luis Óscar Herrera informa que los datos de actividad económica y consumo privado muestran una moderación de su dinamismo, en línea con lo proyectado en el IPoM de junio, en tanto que la inversión se estima algo más dinámica; que los antecedentes del mercado laboral, esto es, empleo y salarios, también muestran una moderación en el margen, mientras que la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos en términos históricos; que, en junio, la inflación evolucionó algo por debajo de lo esperado y que las encuestas mostraron un descenso de las expectativas, mientras que las compensaciones inflacionarias se mantienen estables, pero aún en la mitad superior del rango de tolerancia; y que el peso se ha apreciado respecto del dólar en un 1%, aproximadamente, y que similar comportamiento se evidencia en el tipo de cambio real.

Finalmente, destaca que las expectativas para la TPM no presentan cambios relevantes, anticipando alzas adicionales en los próximos meses, hasta llegar a niveles de 5,75% hacia fines de año en el caso de las encuestas; y que para esta Reunión, la mayoría de los encuestados anticipa una pausa.

El Gerente de División Estudios manifiesta que este conjunto de antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes un alza de 25 puntos base de la TPM, hasta 5,50%; o su mantención en 5,25%.

El señor Luis Óscar Herrera señala que esa Gerencia de División considera que ambas opciones de política son coherentes con la trayectoria que se delineó en el último IPoM y con las noticias que se han visto en el margen, que no difieren sustancialmente de lo previsto en dicho Informe. No obstante, indica que la recomendación, en esta oportunidad, es por la segunda opción, es decir, por mantener la tasa rectora, en razón de los fundamentos siguientes.

En primer término, recuerda que en el último IPoM, el Banco señaló que los riesgos para la inflación y el crecimiento eran significativos, pero equilibrados.

Al respecto, hace presente que con el correr de los meses, los riesgos inflacionarios que se detectaban a principios de año se han ido atenuando, al tener menores presiones de materias primas, una reducción de las expectativas de inflación en Chile y un traspaso acotado de las presiones de materias primas sobre los precios internos. Sin embargo, plantea que estos riesgos siguen siendo relevantes, considerando la volatilidad de los precios internacionales de materias primas, el estrechamiento de las holguras internas y que las expectativas inflacionarias aún están en la mitad superior del rango de tolerancia.



Comenta, asimismo, que los riesgos relacionados con el crecimiento de la economía chilena y la intensidad de uso de los factores continúan vigentes, aunque no se exacerbaron durante el último mes; y que los datos recientes muestran señales de moderación en el consumo privado y empleo, lo que es un desarrollo bienvenido y en línea con lo proyectado en el último IPoM.

El señor Luis Óscar Herrera informa que se mantiene como hipótesis de trabajo que las brechas de capacidad en la economía chilena están cerradas y que, por lo tanto, el crecimiento de la economía debe converger a un ritmo compatible con su potencial. Al respecto, explica que la proyección interna contempla que una parte del dinamismo reciente de la demanda refleja un componente transitorio, producto del ajuste de *stocks* de bienes durables de consumo e inversión y que, por otra parte, el comportamiento de la demanda aún no refleja el pleno impacto de la normalización de la política monetaria, que se ha impulsado durante el último año. Sin embargo, tal como se indicó en el último IPoM, estima que la consolidación de este proceso requerirá probablemente de alzas adicionales de la TPM, en línea con las expectativas de mercado.

Al mismo tiempo, plantea que los antecedentes recientes son insuficientes para descartar la hipótesis alternativa de un mayor dinamismo de la demanda interna que perdure por un tiempo mayor, impulsado tanto por la tracción del mercado laboral como del mercado del crédito. Señala que si este fuera el caso, no se podría descartar que más adelante se requiera un ajuste más pronunciado de la política monetaria.

Hace presente que los desarrollos recientes observados en el ámbito internacional apuntan en sentido contrario. Sobre el particular, especifica que las noticias y datos han provocado mayor inquietud respecto de las perspectivas para la economía mundial, aunque sus consecuencias aún son difíciles de precisar; y que existen factores puntuales que incidieron negativamente sobre el crecimiento mundial del primer semestre del año, pero que ya comienzan a quedar atrás, como los efectos del terremoto de Japón y el alza del precio del petróleo a principios de año. No obstante, indica que, al mismo tiempo, estos se combinan con otros desarrollos más duraderos, relacionados con la debilidad de los balances de gobiernos, bancos y consumidores en las economías desarrolladas, que continúan frenando la recuperación de la demanda en este grupo de economías. En este sentido, precisa que en Europa, los problemas fiscales y financieros de las economías periféricas se han agudizado y extendido a otras economías de la región, creando condiciones financieras menos favorables en los mercados internacionales y una presión por un mayor ajuste fiscal en esa región; y que en Estados Unidos, el consumo permanece deprimido, afectado por el alto nivel de desempleo y la continuación de la deflación en los precios de viviendas.

Finalmente, destaca que en China y otras economías emergentes continúan vigentes los riesgos derivados de las mayores presiones inflacionarias y la posibilidad de un freno más abrupto y sorpresivo en el crecimiento de estas economías, con consecuencias negativas sobre los precios de las materias primas y el crecimiento de otras regiones.

El Gerente de División Estudios señala que, por el momento, el escenario central supone que los efectos del mayor pesimismo externo sobre la economía chilena serán transitorios y acotados, tanto en lo que se refiere a los términos de intercambio, crecimiento de socios comerciales y disponibilidad de financiamiento externo. Manifiesta que esta es una hipótesis de trabajo que deberá continuar revisándose con cuidado a la luz de estos datos y de las noticias internacionales.



En este contexto, plantea que la recomendación de realizar una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria es coherente con un escenario en que los riesgos para la inflación aparecen más equilibrados, da tiempo para que fluyan los efectos de los ajustes ya realizados a la TPM sobre la demanda agregada, y también para afinar el diagnóstico respecto de las consecuencias de los desarrollos recientes en el ámbito externo sobre la economía chilena. En lo que respecta a los próximos pasos para la política monetaria, indica que si bien el escenario central contempla alzas adicionales de la TPM, en línea con las expectativas de mercado, este proceso deberá calibrarse según se desenvuelva la economía chilena y sus proyecciones, así como el escenario externo.

Con respecto a las consideraciones tácticas, señala que la opción recomendada en esta oportunidad coincide con la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que no debería producir una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés o para otros precios financieros. Asimismo, y en materia comunicacional, indica que la recomendación de la Gerencia de División Estudios es la de mantener la última frase del Comunicado, que se refiere al sesgo de la política monetaria, sin cambios respecto del anterior.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier plantea que los antecedentes mostrados durante la mañana muestran un escenario internacional mixto, donde las noticias favorables provenientes de Estados Unidos, referidas específicamente al ISM manufacturero, las que dicen relación con el PMI servicios en Alemania y la aprobación del plan de austeridad y ayuda del FMI y la Unión Europea a Grecia, marcaron una primera quincena con expectativas favorables. No obstante, informa que estas fueron revirtiéndose en los días más recientes con las cifras de empleo en Estados Unidos, la agudización de los problemas fiscales de Europa periférica y la propagación de sus efectos hacia otros países de la región.

En cuanto al mercado local, menciona que los precios de los títulos de deuda, los *swaps* y las expectativas de los agentes financieros reaccionaron a la publicación del IPoM y, especialmente, a la cifra de inflación en junio. Agrega que las tasas nominales proyectan una trayectoria de política monetaria que sería algo más pausada en el corto plazo que lo indicado en las diferentes encuestas de expectativas y que las compensaciones inflacionarias de 1 y 2 años muestran importantes movimientos a la baja, especialmente tras el dato de inflación.

De esta manera, destaca que el mercado ha ido alineando sus expectativas al escenario base plasmado en el IPoM, lo cual también ha sido reforzado por los datos más recientes de actividad y consumo privado.

Por lo anterior, sostiene que en la medida que ambas opciones presentadas por el Gerente de División Estudios son coherentes con la trayectoria delineada en el IPoM, ninguna de las anteriores representa una sorpresa relevante para el mercado.

El señor Matías Bernier señala que hay un aspecto que parece oportuno destacar, y es que el mercado tiene proyecciones de inflación de corto plazo que son inferiores a las estimadas por el Banco, especialmente para los meses de agosto, septiembre y diciembre. En su opinión, de validarse las cifras del Banco, esto es, inflaciones por sobre lo que el mercado anticipa, este último percibirá sorpresas positivas en los meses siguientes y podría reaccionar esperando una trayectoria de tasas algo más aceleradas. Frente a esto, cree que un alza en la TPM en esta oportunidad o un sesgo marcado de futuras alzas podrían otorgar márgenes de acción apropiados para las próximas RPM, sin que ello signifique alejarse de la política monetaria definida en el IPoM.



El Presidente señor José De Gregorio agradece la intervención del Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda inicia su presentación, señalando que el escenario económico ha tenido algunos cambios desde la RPM de junio pasado.

Indica que en Europa, las tensiones financieras en algunas economías han aumentado en forma considerable y que, de hecho, *Moody's* rebajó recientemente la calificación crediticia de Irlanda al nivel de "bono basura", corriendo la misma suerte de Portugal y Grecia. Hace presente que a ello se suma la demora en la respuesta para concretar un nuevo plan de rescate a Grecia, con lo que los temores se han contagiado a todas las economías europeas altamente endeudadas, llevando los *CDS* a 5 años a niveles históricamente altos en varias de ellas y especialmente en Italia, donde han aumentado a niveles cercanos a 300 puntos base en los últimos días.

Manifiesta que en Estados Unidos, en tanto, también existen dudas acerca de la recuperación, sobre todo a partir de los datos del mercado laboral. Al respecto, precisa que la cifra de empleo del mes de junio arrojó una creación mensual de solo dieciocho mil puestos de trabajo, bastante menor que los noventa mil esperados por el mercado, constituyendo este el segundo mes consecutivo de escasa creación de empleo, ya que en mayo solo se generaron veinticinco mil. Por su parte, comenta que la tasa de desempleo se elevó a 9,2%, desde el 9,1% de mayo. Destaca que a este escenario se suma el debate interno acerca del aumento del techo de deuda para el Fisco, que ha redundado en que, recientemente, *Moody's* advirtiera que podría bajar la calificación crediticia de Estados Unidos en caso de no concretarse este aumento y de no existir progresos en la elaboración de un plan para reducir el déficit fiscal en el mediano plazo.

En cuanto a China, menciona que la cifra de inflación de junio en 12 meses se ubicó en 6,4% y que el Banco Central elevó el 6 de julio la tasa rectora en 25 puntos base, hasta 6,56%. Por otra parte, indica que el crecimiento económico durante el primer semestre se ubicó en 9,6%, con cifras de 9,7% para el primer trimestre y 9,5% para el segundo, mostrando una desaceleración algo menor que la esperada, pero abriendo la posibilidad a nuevos aumentos de la tasa rectora en ese país.

En opinión del señor Ministro de Hacienda, este es un escenario en que se han intensificado las turbulencias en la economía internacional y emergen mayores dudas acerca de la recuperación global.

Por otro lado, subraya que el escenario interno muestra que la actividad económica exhibe un dinamismo más persistente que lo anticipado. Al respecto, especifica que el Imacec de mayo registró un crecimiento interanual de 7,3%, resultado superior a lo esperado por el mercado, y que con esta cifra se registra un crecimiento interanual de 8,5% durante los primeros cinco meses del año.

Sin perjuicio de ello, advierte sobre una cierta moderación en los datos provenientes del lado de la demanda, particularmente del consumo. De hecho, señala que las cifras de mayo confirman que las ventas de bienes de consumo y, en particular, las de bienes durables, registran una moderación sustancial; y que las ventas del comercio minorista del INE crecieron 8,5% en mayo, tras el 8,7% de abril y el 16,4% de marzo. Agrega que las cifras de la Cámara Nacional de Comercio muestran un panorama similar, con las ventas del comercio minorista en la Región Metropolitana, creciendo solo 3,1 % en mayo, tras el 15,2% de abril y el 12,3% de marzo.



El Ministro de Hacienda hace presente, además, que los índices de expectativas, que entregan cierta información acerca del comportamiento futuro del consumo privado, muestran moderación. De hecho, precisa que el IPEC ha disminuido durante el presente año, ubicándose en 35,9 puntos en junio, lo que implica una importante disminución desde los 44,7 de enero; y que el subíndice de expectativas de consumo de artículos para el hogar se ubicó en 56,1 puntos en junio, lo que contrasta con los 62,8 de enero.

No obstante lo anterior, comenta que, a la fecha, el consumo se ha visto favorecido por una mayor capacidad de gasto de los consumidores, gracias al dinamismo del mercado laboral. Al respecto, señala que de acuerdo con las últimas cifras, se han creado 472.280 empleos en un año y que la tasa de desempleo se ubicó en 7,2% en el trimestre marzo-mayo de 2011, nivel no observado desde el trimestre noviembre 2007 - enero 2008. A su juicio, esta vigorosa creación de empleo ha presionado los salarios al alza en los últimos meses, a pesar de que en mayo hubo una desaceleración de los salarios nominales y reales, que crecieron 5,3 y 2,0%, respectivamente.

Advierte, sin embargo, que el mercado laboral comienza a mostrar signos de moderación, lo que también anticipa una moderación en las cifras de consumo en los próximos trimestres.

El señor Felipe Larraín expresa que estos datos llevan a pensar que la normalización de la política monetaria está rindiendo frutos y está evitando riesgos de aceleración de la inflación debido a presiones de la demanda interna. En su opinión, si la tasa de política es negativa en términos reales, puede seguir estimulando un incremento del crédito y, por ende, del gasto, contribuyendo a generar presiones inflacionarias. Sin embargo, destaca que la tasa de política monetaria pasó de 0,5% en mayo del año 2010 a 5,25% en junio del 2011, aumentando un 2% real, y que este rápido incremento ha contribuido a moderar el gasto y así, a controlar la inflación, lo que es importante, en especial, porque anticipa una futura moderación en la demanda agregada, dado que la tasa rectora actúa con rezagos.

El Ministro de Hacienda subraya que todo este escenario se confirma al observar los datos relacionados con las condiciones financieras y del mercado del crédito.

Menciona que un indicador para evaluar cuán excesiva es la expansión del crédito en la economía es la diferencia entre la tasa de crecimiento de las colocaciones y la del PIB. Al respecto, hace presente que la evolución de este indicador muestra que el crecimiento del crédito en la economía no puede considerarse excesivo o insostenible, y que, de hecho, al mes de mayo, el diferencial era de apenas 0,4%, por lo que la situación puede considerarse de bastante normalidad.

El Ministro de Hacienda plantea que todo ello se ha traducido en que las presiones inflacionarias siguen bajo control y las expectativas de inflación se han ido moderando, acercándose paulatinamente al centro del rango meta del Banco Central. Sobre el particular, precisa que en junio se registró una cifra de inflación de 0,2% mensual y de 3,4% en 12 meses, levemente menor que lo esperado por el mercado; y que el IPCX anotó un aumento mensual de 0,1%, al igual que el IPCX1, con lo que las mediciones en 12 meses se ubican en 2,4 y 0,9%, respectivamente.

Hace presente, además, que las expectativas de inflación para el año 2011 se han ajustado a la baja, ya que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas de julio, la inflación esperada para el presente año se ubica en 4,0%, inferior al 4,2% de la encuesta de junio, y que para el próximo se sitúa en 3,3%, al igual que el mes previo. De igual forma, indica que las expectativas de inflación, medidas a través de las compensaciones inflacionarias, muestran importantes reducciones. En efecto, hace notar que las tasas de



mercado, esto es, las de los BCP y BCU a 2 años, arrojan en la actualidad un valor de 3,17%, cifra inferior al 3,47% promedio de junio y bastante menor a los niveles de 4,6% de comienzos de marzo.

Como elemento adicional, señala que en el análisis, el Ministerio de Hacienda reitera su compromiso de normalizar la política fiscal y, así, contribuir a atenuar las presiones inflacionarias. Hace presente que la normalización de la política fiscal se está efectuando paulatina, pero también rápidamente, y que de acuerdo con las últimas proyecciones de esa cartera, el gasto fiscal crecerá 4,6% en el año 2011, inferior al 5,5% proyectado en el Informe de Finanzas Públicas de octubre de 2010. Destaca, además, que el hecho que el crecimiento del gasto en el presente año sea bastante menor que el crecimiento económico de 6,6% proyectado por ese Ministerio, permitirá continuar disminuyendo la razón gasto público a PIB que, medida a precios corrientes, se ubicó en 24,8% en el año 2009, pasando a 23,5% en el año 2010, proyectándose que, por el momento, puede disminuir a 22,5% en el año 2011. A título de complemento, precisa que durante el primer trimestre del año en curso, dicha razón se ubicó en solo 19,7% y que estos son niveles no se alcanzaban en frecuencia trimestral desde el segundo trimestre de 2008.

En este escenario, expresa que a juicio de esa Secretaría de Estado, la tasa rectora debiera mantenerse en el nivel actual, estableciendo una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria y validando así las expectativas del mercado. Añade que en un contexto de moderación del panorama inflacionario externo y de fuerte disminución de las expectativas inflacionarias internas, esto evita una potencial desaceleración futura de la economía.

Por último, plantea que esta medida va en línea con el aumento de la incertidumbre sobre la evolución de las economías desarrolladas y sus consiguientes trayectorias de política monetaria, evitando un desalineamiento respecto al resto del mundo y, por ende, una mayor presión sobre el tipo de cambio.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

Al proseguir con la Reunión, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comienza su intervención, agradeciendo al staff por la excelente presentación.

Señala que las noticias en el frente externo han sido, en el margen, negativas, ya que se han agudizado los problemas fiscales en los países periféricos de Europa y se ha extendido la volatilidad financiera a países tan claves como Italia, todo lo cual conlleva una sensación de mayor incertidumbre. Hace presente que la indefinición fiscal en Estados Unidos también ha agregado a esta mayor volatilidad, así como los datos, muy especialmente de empleo, que dan cuenta de que dicha economía sigue débil. Por último, indica que el mundo emergente sigue en general con buenos registros, aunque con indicios de desaceleración.

En cuanto a Chile, plantea que los indicadores de actividad han seguido de acuerdo con lo previsto y que se empiezan a observar señales de desaceleración, también de acuerdo con lo anticipado, que dicen relación con cifras de actividad, de consumo y también de empleo. Agrega que los salarios y el costo de la mano de obra se desaceleraron por segundo mes consecutivo y que hoy su incremento en doce meses es un punto porcentual menor que el de hace dos meses; que la inflación de junio fue inferior a lo proyectado y se siguen revisando a la baja las inflaciones esperadas a distintos plazos; que el tipo de cambio ha bajado y los precios de alimentos y combustibles han caído o, al menos, se han



estabilizado; que la inflación, particularmente la subyacente, muestra registros acotados; y que el IPCX1 está por debajo de 1% en doce meses.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que, en este escenario, de las dos opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios, la de mantención se impone claramente. Argumenta que después de un período largo de alzas de tasas, en que las expectativas de inflación han bajado y se ven contenidas, y en que se observan los primeros signos de desaceleración, lo razonable es darse una pausa para aquilatar la situación y esperar que los efectos de la política monetaria más restrictiva y también del incierto panorama internacional, se manifiesten más plenamente. Añade que ello es aún más claro en un ambiente donde las tasas largas de los países desarrollados han caído y resurgen presiones a la apreciación sobre las monedas de países emergentes.

Advierte, por cierto, que sigue presente el riesgo, tal como se planteó en el IPoM pasado, que la actividad y la demanda mantengan un ritmo más allá de lo sostenible y que, finalmente, ello se traduzca en mayor inflación. No obstante, estima que los acontecimientos recientes reducen la probabilidad de que este riesgo se materialice.

El Consejero señor Rodrigo Vergara se inclina en esta oportunidad por mantener la TPM en su nivel actual. En su opinión, es la mejor opción, dada la trayectoria reciente de la TPM y los nuevos antecedentes relativos a la economía internacional y nacional, además que ello sigue siendo consistente con la estrategia preventiva seguida hasta ahora. Agrega que es evidente que se está ya en un rango donde las pausas serán más frecuentes y en que las decisiones serán más dependientes de la nueva información que se vaya recibiendo.

Por último, indica que también es partidario de mantener el último párrafo del Comunicado. En ese sentido, señala que no le parece adecuado innovar en las actuales circunstancias, sobre todo —y tal como lo mencionó precedentemente—, porque hay riesgos que siguen presentes. Plantea que si a futuro se disipan dichos riesgos, cabría también innovar en esa materia.

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

El Consejero señor Sebastián Claro destaca que el ambiente de mayor volatilidad en el exterior que ha caracterizado el mundo durante las últimas semanas se combina con datos internos que, en lo grueso, son coherentes con el escenario planteado en el último IPoM.

Hace presente que la situación internacional ha dado muestras de elevada incertidumbre, aun cuando algunos datos entregados podrían ser calificados como mixtos. Resalta, por un lado, que la recuperación en algunos segmentos de la actividad industrial derivados de la normalización de la actividad en Japón, así como las cifras en China, que dan cuenta de un crecimiento vigoroso, aunque a una velocidad cercana o algo superior al 8% por dos trimestres consecutivos; pero, por otra parte, advierte que las cifras de empleo en Estados Unidos resultaron más débiles que lo esperado, que las tasas de interés de papeles públicos de ese país y Alemania mostraron importantes caídas, y que la incertidumbre en los mercados de deuda en Europa han incrementado de manera sustancial los costos de financiamiento de algunos gobiernos y bancos, aumentando las dudas sobre la solución de los problemas en Europa y sus repercusiones sobre el crecimiento.

Con todo, expresa que el conjunto de señales externas ha sido negativo. En su opinión, ello no constituye una señal suficientemente poderosa para alterar el escenario de un dinamismo bajo, pero estable a nivel internacional, pero que sí se va corroborando y configurando un escenario de debilidad persistente.



Menciona que en Chile, la cifra de actividad estuvo en torno a lo esperado internamente, confirmando ya por dos meses una convergencia a una velocidad de crecimiento más acorde con tasas de tendencia, en tanto que las cifras más detalladas muestran una desaceleración en ciertos componentes del consumo y un mayor dinamismo en la inversión. A su juicio, este fenómeno, de mantenerse en el tiempo, es positivo.

Asimismo, señala que aun cuando la inflación fue algo menor que la esperada, se va configurando un panorama donde la convergencia de la inflación subyacente a la meta prosigue lentamente, reflejando que las condiciones para su normalización subsisten, sin que existan presiones excesivas derivadas de una actividad o demanda muy dinámicas. Sostiene que esto es coherente con una normalización gradual de las condiciones de crédito y con una normalización de las condiciones en el mercado laboral, donde las tasas de crecimiento del empleo y de los salarios han tendido también a normalizarse.

Con todo, indica que no existen por ahora razones suficientes para desviarse del escenario central planteado en el IPoM, donde la convergencia de la política monetaria a rangos neutrales se ha producido en gran parte y donde es esperable algún ajuste adicional durante el segundo semestre.

Expresa que después de alzas importantes de la TPM en los últimos trimestres, y sobre la base de los antecedentes discutidos, se valida, en su opinión, la opción de mantener la tasa en esta oportunidad, ya que la economía da muestras de dinamismo, pero no de un dinamismo excesivo; la política monetaria se encuentra en un rango similar al promedio histórico; y la demanda interna, aunque continúa dinámica, da cuenta de una normalización. A su vez, estima que las condiciones externas plantean la necesidad de mucha prudencia en las próximas decisiones.

Por último, hace presente que sigue siendo válido un escenario donde no se pueden descartar alzas futuras de la TPM, aunque, a su juicio, no es claro el *timing* que estas pudieran tener.

Considerando lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que vota en esta oportunidad por mantener la tasa en 5,25%.

El Presidente agradece la presentación del Consejero señor Sebastián Claro y, para continuar 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 brindado, y señalando que el escenario macroeconómico no ha cambiado en forma importante desde la divulgación del último IPoM y que la principal novedad es el deterioro adicional que se ha observado en Europa.

Indica que en el frente externo persiste la percepción de debilidad y vulnerabilidad que afecta a las economías desarrolladas, alimentada por algunos datos poco alentadores, pero fundamentalmente por los serios problemas financieros en Europa. Agrega que, por el momento, todo ello ha encontrado reflejo principalmente en los mercados financieros.

En cuanto a las economías emergentes, destaca que siguen creciendo en forma importante, pero que las dudas sobre si ello se podrá sostener o se requerirán ajustes siguen muy presentes.



A su juicio, la evolución de los precios de las materias primas refleja en parte importante este deterioro de los sentimientos. Al respecto, comenta que el precio del cobre ha experimentado un alza, pero impulsado principalmente por factores de oferta.

Añade que si bien los registros de inflación han seguido subiendo en varias economías, las expectativas de inflación se han atenuado, con matices según regiones, como resultado de estos desarrollos.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, la evolución de las condiciones externas, que se han mantenido en niveles favorables en el último tiempo, debe ser monitoreada con atención por sus implicancias internas. Subraya que, por el momento, lo claro es que han aumentado los riesgos con potenciales efectos adversos o negativos.

En el frente interno, indica que la actividad sigue mostrando un elevado dinamismo, que responde en lo fundamental al comportamiento de la demanda interna. Sin embargo, plantea que las perspectivas de una moderación en los próximos trimestres, que están contempladas en el escenario base, parecen encontrar apoyo en las cifras más recientes. En ese sentido, señala que el empleo asalariado ha atenuado su ritmo de crecimiento anual; que la tasa de variación de las remuneraciones ha sorprendido a la baja; y que el crédito bancario, si bien ha dado señales de creciente normalización, sigue mostrando tasas de expansión por debajo de las observadas en fases expansivas previas.

Hace presente, además, que el último registro mensual de inflación resultó acotado y sorprendió levemente a la baja y que, con ello, las cifras anuales de inflación se muestran bastante estabilizadas en un nivel levemente por sobre la meta, aunque las perspectivas apuntan a un aumento acotado en los próximos meses. Agrega que la inflación subyacente ha seguido normalizándose, pero se mantiene todavía en niveles relativamente bajos. Con todo, hace notar que persisten diferencias significativas en el comportamiento de los distintos componentes de la canasta del IPC. Estima que todo ello debe ser monitoreado con atención, teniendo en cuenta, además, que las holguras de capacidad se encuentran cerradas, lo que se ve refrendado por un relativamente bajo nivel de desempleo.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta también que las expectativas inflacionarias permanecen estables, con leves ajustes a la baja. Destaca que la política monetaria ha hecho una muy positiva contribución en tal sentido, apoyada además por la evolución de los precios de las materias primas y la posición más bien apreciativa del tipo de cambio. Añade que las expectativas para la TPM también han experimentado ajustes marginales y que para esta Reunión, las opiniones de mercado se inclinan mayoritariamente por una pausa.

En suma, plantea que el escenario es similar al visualizado un mes atrás, con una actividad que si bien da señales incipientes de moderación, muestra todavía bastante dinamismo, y una inflación estabilizada en el corto plazo, pero que presenta riesgos de mediano plazo no completamente disipados. Concluye de todo ello que la política monetaria debe mantenerse vigilante.

El Consejero señor Enrique Marshall coincide con la Minuta de la Gerencia de División Estudios en que las opciones plausibles en esta oportunidad son hacer una pausa transitoria o subir la TPM en 25 puntos base.

Al respecto, indica que si bien la TPM se ubica ya en un rango de valores normales, queda cierta brecha por cerrar, lo que obliga al Consejo a proceder con prudencia y medir bien los pasos que se van dando.



Hace presente que en el último Comunicado se manifestó que, en el escenario más probable, serían necesarios aumentos adicionales en la TPM, pero que también se indicó que la oportunidad de los mismos dependería de la evolución de las condiciones económicas externas e internas. Más aún, señala que al presentar el IPoM, el Consejo fue explícito al sostener que habría pausas en los próximos meses.

Teniendo en cuenta lo anterior y, por cierto, los antecedentes acumulados en el último mes, estima que fluye con claridad la conveniencia de hacer una pausa en esta oportunidad, ya que un alza de 25 puntos base podría ser evaluada como poco coherente con las comunicaciones previas del Consejo y, además, generaría confusión sobre la lectura que el Banco está haciendo de los datos económicos más recientes.

Plantea que una pausa da tiempo para evaluar si las señales de moderación observadas en el frente interno se confirman, como se espera, y permite, además, contar con mayores antecedentes sobre los desarrollos en curso en el frente externo y sus potenciales implicancias internas.

En todo caso, expresa que esta pausa debe ser entendida como transitoria y que no implica cambios o modificaciones en la visión del Consejo sobre el curso futuro de la política monetaria y que, por esta razón, el sesgo del Comunicado anterior debería mantenerse. Hace presente, además, que una pausa es la decisión que espera mayoritariamente el mercado y nada indica que sea conveniente o necesario sorprenderlo en esta oportunidad.

En consecuencia, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la TPM en su actual nivel de 5,25%.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, y señala que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, como también las adiciones que fueron incorporadas en la lectura efectuada por el Gerente de División Estudios precedentemente, a lo que añade lo siguiente.

En primer lugar, plantea que respecto de la RPM anterior, los contratos a futuro apuestan por tasas de política monetaria significativamente menores en la Zona Euro, Estados Unidos y el Reino Unido y que, con ello, se amplió el diferencial de tasas entre esas economías y las emergentes para su registro más corto, lo que, a su juicio, explica la apreciación más o menos generalizada en el resto del mundo, incluyendo Chile.

En segundo término, expresa que lo anterior está en línea con lo que manifestó en la dos RPM anteriores, esto es, que se estaría consolidando un escenario para las economías desarrolladas de bajo crecimiento durante un período prolongado, donde la política monetaria probablemente se mantendrá expansiva a medida que se sigan reduciendo los grados de libertad de la política fiscal. Enfatiza que si bien las expectativas aún no dan cuenta de esto, se ha avanzado en esa dirección. Además, insiste en creer que hay un problema estructural que, en la medida que se refleje en las expectativas y en las decisiones de economías más desarrolladas, pudiera tener efectos relevantes en el resto del mundo, especialmente en materia de sus tipos de cambio.



En tercer lugar, menciona que desde la última RPM, los CDS de Italia muestran un aumento de la prima de riesgo soberano superior a 100 puntos base, mientras que la de España se mantiene elevada y que aumentó en el margen. Subraya que España e Italia son economías periféricas de la Zona Euro desde una perspectiva estrictamente geográfica, pero que desde una económica, se trata de economías de relevancia sistémica, tanto para la Zona Euro como para la economía global.

En cuanto a Estados Unidos, subraya que se acerca la fecha del 2 de agosto, límite para que pueda elevarse la autorización de endeudamiento del Gobierno Federal. A su juicio, la falta de voluntad política para alcanzar un acuerdo puede tener repercusiones económicas más que relevantes, incluso si el gobierno utilizara atribuciones constitucionales extremas a su alcance. Añade que la edición de esta fecha de *The Economist*, en su columna Lexington, advierte, por segunda semana consecutiva, su escepticismo respecto de un eventual acuerdo y también acerca del daño económico que pudiera estar comprometido. El Vicepresidente señor Manuel Marfán declara compartir ese enfoque.

Señala que de lo anterior se concluye que la situación económica de las economías más desarrolladas está en una posición muy vulnerable y reitera que, de ninguna manera, esta situación puede ser indiferente para Chile.

Expresa que en lo interno, por el contrario, la evolución reciente muestra tendencias que tienden a consolidar el escenario planteado en el último IPoM. Indica que el consumo, con registros menos acelerados, da cuenta precisamente de esa tendencia que se planteara como escenario base en el último IPoM. Sostiene que la inflación, en tanto, ha estado marginalmente por debajo de lo previsto.

A juicio del señor Manuel Marfán, el estímulo monetario tendrá que seguir siendo retirado en los próximos meses y que ello debe quedar claro en el Comunicado.

Hace presente, además, que en la RPM anterior, el Consejo consideraba que no podía descartarse una pausa en esta Reunión, aunque, a su juicio, lo más probable era que se elevara la TPM en 25 puntos base. Al respecto, cree que la información acumulada en el último mes tiende a confirmar el análisis presentado en la Minuta de Opciones del día de hoy, que lo comparte plenamente.

En mérito de lo expuesto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán vota por mantener la TPM en esta oportunidad, manteniendo el sesgo en la frase final del Comunicado.

Al finalizar su intervención, el Vicepresidente señor Manuel Marfán cree relevante, además, llamar la atención sobre los acontecimientos internacionales. En su opinión, no basta con señalar que la economía internacional se ha agravado, sino que se tiene que poner un matiz que dé cuenta de que existe una situación de vulnerabilidad más allá de lo que, al menos, los analistas en Chile han advertido.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la intervención del Vicepresidente señor Manuel Marfán.

Para concluir con el proceso de votación, el Presidente señor José De Gregorio señala que el escenario macroeconómico, tanto en actividad como inflación, ha estado evolucionando conforme a las estimaciones del último IPoM, aunque se observan algunas diferencias que si bien no cambian en lo fundamental dicho escenario, son importantes de destacar. Indica que por el lado de la demanda agregada, el consumo se ha estado moderando en el margen, tal como se anticipó. Por otra parte, menciona que la inversión, tanto en maquinarias y equipos como la construcción, siguen creciendo con vigor y algo por encima de lo anticipado. Con todo, subraya que la actividad sigue en línea con el



IPoM y que debiera converger a tasas de crecimiento más coherentes con la tendencia de largo plazo, lo que reafirma un escenario en el cual la economía chilena seguirá operando en torno a su plena capacidad.

El Presidente señor José De Gregorio comenta, además, que la inflación ha sido algo menor que la esperada, en particular, por el alivio que se ha producido por el lado del precio de los combustibles y alimentos. Al respecto, sostiene que si bien estas desviaciones no son significativas, ellas permitirían que la inflación no supere el techo del rango de tolerancia. Agrega que lo anterior ha sido acompañado de caídas en las expectativas inflacionarias registradas en las encuestas. Destaca que estas noticias permiten concluir que el ajuste monetario que el Consejo ha estado llevando a cabo desde el año pasado está rindiendo frutos, a pesar de los importantes desafíos que han resultado del aumento de los precios de las materias primas. En este escenario, manifiesta que las recientes noticias, respecto de la evolución de los salarios, también reafirman un panorama auspicioso en materia inflacionaria.

En su opinión, las noticias más relevantes del entorno macroeconómico son de origen externo. Al respecto, sostiene que si bien los indicadores y las perspectivas de actividad son positivos, el ambiente global es de un aumento importante de los riesgos hacia una recuperación más lenta y volátil; que las tensiones financieras en Europa se han intensificado y ya se están sintiendo en economías gravitantes dentro de la región; y que ello ocurre debido a que no hay un panorama cierto de cómo se resolverán los problemas fiscales y financieros en Europa y cuáles serán sus implicancias sobre la economía global. Por lo pronto, advierte que es esperable que estas tensiones continúen e, incluso, se puedan intensificar.

Hace presente, además, que la economía de los Estados Unidos también muestra signos de preocupación. En ese sentido, señala que, por un lado, los indicadores de actividad y empleo, a pesar de algunos datos puntuales, revelan que la recuperación ha perdido *momentum* desde hace algunos meses y que no es del todo claro si este es un fenómeno transitorio o tendrá más persistencia; y que a ello se agregan las dificultades que ha encontrado el gobierno de los Estados Unidos para aumentar su límite de deuda, lo cual también se agrega a las tensiones financieras globales.

El Presidente señor José De Gregorio advierte que la economía mundial está en un punto de alto riesgo, que podría no solo debilitar el crecimiento de las economías desarrolladas, sino que también tener efectos negativos importantes en las economías emergentes. Expresa que si bien este es, por ahora, un escenario poco probable, habrá que monitorearlo con mucha atención y de manera particular, sus implicancias para la política monetaria.

Con todo, estima que sigue vigente la evaluación de que se debe continuar con el ajuste monetario. De hecho, indica que el mejor panorama inflacionario y la reducción de las expectativas, con sus consecuencias sobre la inflación actual, constituyen, en gran medida, los resultados de la política monetaria actual y esperada, la cual es consistente con aumentos adicionales de la TPM.

Señala, por lo tanto, que las opciones de política relevante hoy es si se sube la tasa en esta Reunión en 25 puntos base o se espera a las siguientes. Plantea que desde el punto de vista de las condiciones monetarias, estas pueden parecer opciones indiferentes y que, más aún, se podría argumentar que, dado que el alza de la TPM es algo que ocurrirá con una altísima probabilidad en los meses venideros, no habría razones para postergarla. Hace presente que a esto se agregan los mayores márgenes de maniobra que un alza de la TPM hoy día podría dar ante un escenario futuro tan incierto. Es decir, mantenerse adelante de la curva da mayor flexibilidad. No obstante, indica que la estrategia de política monetaria que el Consejo ha comunicado contempla la realización de pausas en este proceso, la que, tal como se ha señalado, dependerá de la evolución de los datos. Agrega que no habiendo



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 173

Página 29 de 30

hecho pausas con anterioridad, esta parece ser una buena oportunidad, por cuanto es coherente con un escenario levemente más benigno en materia inflacionaria, y así lo ha interpretado el mercado. Plantea que si ya hubiera habido pausas, el argumento de esperar para el siguiente ajuste se debilita, pero dado que ellas no han ocurrido, cree que hoy día es la mejor decisión.

Por último, enfatiza que se debe comunicar con mucha claridad que esta es una pausa que no puede interpretarse como el término del ajuste, y que es por ello que su voto es por mantener la TPM en 5,25% y mantener exactamente el mismo párrafo final en el Comunicado.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que el Consejo acuerda, por unanimidad, mantener la tasa de política monetaria en 5,25% anual.

En virtud de lo anterior, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

173-01-110714 – 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 5,25% anual.

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 5,25% anual.

En el ámbito externo, los indicadores de actividad confirman un ritmo de crecimiento algo más lento en Estados Unidos y Europa. Asimismo, la preocupación respecto de los riesgos fiscales y financieros de estas economías se han acentuado, particularmente en la Zona Euro. Se observa un aumento en las primas de riesgo de diversos activos. A nivel global, las expectativas inflacionarias de mediano plazo muestran una moderación. Las perspectivas de normalización de las tasas de interés en las economías avanzadas se han aplazado nuevamente. Por otra parte, varias economías emergentes han continuado reduciendo su impulso monetario. Los precios de materias primas se mantienen en niveles elevados.

En el plano interno, las cifras de actividad, demanda y del mercado laboral evolucionan con dinamismo y muestran señales de moderación coherentes con el escenario base del último IPoM. Los registros anuales de inflación del IPC se han mantenido en torno a 3% y los de inflación subyacente permanecen acotados. Las expectativas inflacionarias privadas muestran un descenso, aunque algunas de ellas se mantienen por sobre la meta.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, serán necesarios aumentos adicionales en la tasa de política monetaria, cuya oportunidad dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Con ello, seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."



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



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

