



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.



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





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 174 celebrada el día jueves 18 de agosto de 2011

En Santiago de Chile, a 18 de agosto 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 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,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesor de la Presidencia,
don Felipe Labbé Castillo; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 174, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2012 para el día 14 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, destaca que los débiles datos de actividad en las economías desarrolladas, particularmente en Estados Unidos, las mayores tensiones en Europa y la rebaja en la calificación de la deuda de Estados Unidos han llevado a una alta volatilidad en los mercados financieros. Especifica que todo ello derivó en fuertes caídas en las bolsas, reducciones de las tasas de interés, aumentos de las primas por riesgo y menores precios de los productos básicos.

Bajo este contexto, manifiesta que las expectativas inflacionarias han tendido a moderarse.

En segundo lugar, menciona que la Reserva Federal anunció que mantendrá la tasa de política en su mínimo por los próximos dos años.

En tercer lugar, comenta que Estados Unidos dio a conocer su plan de ajuste fiscal por US\$2,5 trillones para los próximos diez años y que Europa también anunció recortes adicionales en el gasto público.

Por último, señala que este escenario ha llevado a que las proyecciones de crecimiento para el segundo semestre de 2011, y también para el 2012, se hayan revisado a la baja, con especial fuerza en el caso de economías desarrolladas.

Al continuar con su presentación, el señor Lehmann indica que la actividad más débil y el escenario más turbulento llevaron a una fuerte caída en los mercados bursátiles de las economías desarrolladas y emergentes. Agrega que en materia de flujos de capitales, y coherente con las caídas en los mercados bursátiles de economías emergentes, se observó una salida neta bastante significativa, al menos hasta la semana previa.

Con respecto a la volatilidad, señala que, en Estados Unidos, el VIX alcanzó niveles cercanos al 50% y que en los mercados europeos la volatilidad también aumentó de manera importante. Añade que esta tendió a moderarse en algún grado en los últimos días, llegando a alrededor de 35%, pero que en el curso de la presente jornada ha vuelto a niveles en torno a 45%.

Además, el señor Gerente de Análisis Internacional informa que las primas por riesgo corporativo de las empresas norteamericanas se han incrementado de manera significativa. Al respecto, precisa que las *high yield* de las economías desarrolladas sobrepasaron los 700 puntos base, en tanto que las primas de las empresas clasificadas en categoría A han bordeado los 150 puntos base. Hace presente que una situación similar se observó en el caso de los bonos soberanos y corporativos de las economías emergentes. De hecho, especifica que los aumentos registrados en América Latina han sido del orden de los 100 puntos base y de magnitudes algo mayores en Europa emergente, producto de las tensiones que vive ese continente. Agrega que los premios por riesgo corporativo se ubicaron en torno a 500 puntos base en el caso de las empresas asociadas a Europa emergente y cercanos a 400 puntos base en las latinoamericanas y de Asia emergente, con reversiones muy menores en el margen.

Agrega que las primas por liquidez también han exhibido incrementos y que estos han sido especialmente significativos en el caso de Europa, donde el aumento ha sido del orden de los 80 – 100 puntos base para las operaciones a doce meses, dando cuenta de la preocupación respecto de la banca europea.



El Consejero señor Enrique Marshall consulta si el gráfico "Zona-Euro: *Spread Libor-OIS*" se refiere al mercado en dólares.

El señor Sergio Lehmann responde que se refiere a la Libor dólar OIS para la Zona Euro. El Presidente señor José De Gregorio plantea que tratándose de la Zona Euro, debiera considerarse la *Euribor* y la *Eonia*. El señor Lehmann se compromete a revisar el gráfico, en tanto que el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que considerar el *spread Euribor-Eonia* arroja los mismos resultados que el *spread Libor-OIS*.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que su comentario apunta a que ante turbulencias, los mercados en dólares se tornan más complejos en Europa y que, por tanto, los *spread Euribor-Eonia* podrían ser menores que los *spread Libor-OIS* para esa zona en un escenario como el indicado.

El señor Luis Óscar Herrera enfatiza que los resultados obtenidos son iguales al considerar uno u otro *spread*.

El señor Sergio Lehmann, a propósito del comentario del Consejero señor Enrique Marshall, indica que las noticias apuntan a que las tensiones en los mercados interbancarios en dólares son mayores que en aquellos en euros. De hecho, informa que el Banco Central Europeo amplió las líneas de liquidez a seis meses y que resulta extraño que ello no se vea reflejado en el *spread Libor - OIS* en euros a ese plazo. Agrega que condiciones masivas de liquidez aumentan la liquidez de los bancos y afecta al mercado interbancario.

El Consejero señor Enrique Marshall recuerda que durante la crisis, el mercado que más se tensionó en Europa fue, precisamente, el mercado de dólares.

Al respecto, el señor Luis Óscar Herrera comenta, al respecto, que los bancos europeos giraron dólares al Banco Central Europeo contra la línea *swap* que tiene la Reserva Federal. Agrega que estas líneas siguen efectivas y que, de hecho, el Wall Street Journal reporta en la edición del día que un banco giró US\$500 millones de ella.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan explica que una parte importante del financiamiento en dólares de los bancos europeos proviene de los fondos mutuos norteamericanos. En consecuencia, cuando hay tensiones, los fondos mutuos deshacen posiciones en Europa, generando presiones de liquidez en dólares en ese continente. Acota que para los bancos europeos es algo más difícil acceder al fondeo en dólares que en euros.

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann indica que los *CDS* de las economías europeas registraron aumentos importantes, particularmente los *CDS* de los bonos soberanos hasta el momento en que se tomó la decisión de rescatar a Grecia. Agrega que los *CDS* de Italia y España también alcanzaron niveles en torno a 400 puntos base, pero que disminuyeron una vez que el Banco Central Europeo decidió comprar bonos de ambas economías.

Hace notar, además, que los *CDS* de bancos también registraron un aumento importante y una caída posterior. Informa que, probablemente, se estén produciendo movimientos al alza durante la presente jornada, producto de las turbulencias más recientes y las preocupaciones acerca de los problemas que siguen latentes en el caso de los bancos europeos. A título ejemplar, comenta que los *CDS* del banco Société Générale, respecto del cual hay hoy día algún grado de cuestionamiento, se mantuvieron en un nivel levemente elevado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 174

Página 4 de 27

El señor Sergio Lehmann señala que, en este contexto, las expectativas de inflación para las economías desarrolladas, medidas por compensaciones inflacionarias, han tendido a caer de manera relativamente importante. Al respecto, precisa que este es el caso del Reino Unido, Francia y Alemania, donde se observan caídas en torno a 50 puntos base. Agrega que en Estados Unidos, al considerarse dos mediciones, esto es, la *forward* a 5 - 10 años y la diferencia directa entre la TIP y el bono nominal a 5 años, también se observan movimientos importantes a la baja.

Destaca que este contexto, más el anuncio de la Reserva Federal de mantener plana su tasa de política por los próximos dos años, han llevado a que los contratos futuros permanezcan planos, particularmente en el caso de Estados Unidos. Hace presente que una situación similar ocurre en la Zona Euro, que no recoge aumentos en los próximos trimestres, y también en el Reino Unido.

Informa que en las economías emergentes, en tanto, se observan movimientos algo heterogéneos, ya que en América Latina no se advierten cambios respecto de un mes atrás, Europa emergente exhibió una trayectoria más plana y en el caso de Asia y Oceanía hay un ligero movimiento al alza, influido por datos inflacionarios, particularmente en el caso de Corea y China, que fueron negativos.

En materia de tasas de interés, indica que las tasas largas han caído de manera muy significativa. Precisa que en el caso de las tasas a 2 años, tal caída está asociada a una política monetaria más laxa de aquí a 2 años, tanto en Estados Unidos como en Europa. Especifica que las tasas a 10 años en Estados Unidos y Alemania no solo han caído de manera muy importante, en torno a 50 - 70 puntos base, sino que al día de hoy están en los mínimos históricos alcanzados en el año 2009, en medio de la crisis tras la quiebra de Lehman.

Menciona que, en este contexto, aparecen pausas en el proceso de normalización de la política monetaria en las economías emergentes en general, con excepción de las alzas de 50 puntos base en India y de 25 puntos base en Brasil y Colombia.

En cuanto a paridades, comenta que la mayoría de las monedas han tendido a depreciarse con respecto al dólar, en un contexto de *flight-to-quality* y toma de resguardo en economías más seguras. Hace notar que la excepción está dada por las monedas refugio, como es el caso del yen y del franco suizo, que se apreciaron en torno a 3% respecto de la Reunión de julio último.

El señor Sergio Lehmann agrega que el franco suizo exhibió apreciaciones en torno a 10% semanas atrás, pero una acción bastante importante en materia de entrega de liquidez en dicha moneda y rumores o discusiones respecto de la posibilidad de que se anclara al euro, lo llevaron a una depreciación importante, concluyendo con una apreciación en torno a 3% respecto de la última RPM.

El Consejero señor Enrique Marshall destaca que en el cuadro de la lámina 13 de la presentación, Chile no solo aparece con una apreciación de solo 0,1% respecto a diciembre del año pasado, sino que esta sería menor que la de países como Colombia y Perú.

El Presidente señor José De Gregorio hace notar que de los países incluidos en ese cuadro, solo Israel y Turquía se han depreciado respecto a diciembre último.

El señor Sergio Lehmann exhibe, a continuación, el cuadro resumen con los indicadores de actividad del mes de julio, que da cuenta de un predominio absoluto de los colores rojos, es decir, cifras inferiores a las esperadas, especialmente en el caso de Europa y Alemania.



Respecto de Estado Unidos, menciona que hubo algunos indicadores mixtos, pero que uno de los más significativos correspondió al PIB, que fue menor que lo anticipado. Agrega que el dato de producción industrial conocido el día anterior fue algo mejor que lo proyectado, pero dio cuenta de un importante grado de desaceleración. Indica, asimismo, que a comienzos de la presente jornada fueron dados a conocer algunos indicadores adicionales de ventas de viviendas, que fueron muy negativos, así como el *Philly Fed*, que da cuenta de los indicadores del sector industrial para el Estado de Nueva York, y que fue particularmente negativo. Al respecto, el señor Lehmann explica que ese es un indicador o probable alimentador del ISM del mes siguiente, por lo que se prevé que el ISM será negativo después de un dato rojo para el mes de julio, ligeramente superior a 50 y que comenzó a generar una percepción bastante negativa respecto de las perspectivas de actividad.

Subraya que la excepción está dada por Japón, que ha registrado un rebote algo mayor que el esperado tras el terremoto de marzo último. Cita también el caso de China, donde los indicadores también resultaron ser más bien negativos.

A modo de resumen, menciona que, en este contexto, la producción industrial se desaceleró en junio en la mayoría de las regiones; que los PMI, tanto manufacturero como de servicios, se mantienen a la baja; que la confianza de los consumidores continúa en niveles bajos e, incluso, por debajo de los promedios históricos y con excepcional diferencia en el caso de las economías avanzadas; que las tasas de desempleo se mantienen en niveles altos en las economías avanzadas y emergentes y que luego de haber mostrado una tendencia a la baja, han tendido a estabilizarse; que la creación de empleo, en coherencia con estas tasas de desempleo, se mantiene elevada a nivel agregado, y que en las economías desarrolladas el ritmo es extremadamente bajo.

El Consejero señor Rodrigo Vergara repara en que las tasas de desempleo de las economías emergentes alcance a 5%.

El Presidente señor José De Gregorio hace el alcance que esa tasa corresponde a un promedio simple de Brasil, China, Chile, México y Corea. Además, el señor Sergio Lehmann aclara que las regiones están ponderadas a PPP.

El señor Lehmann prosigue, comentando que el mercado inmobiliario continúa particularmente débil en Estados Unidos; que los precios de las viviendas se mantienen en niveles bajos, sin mostrar posteriores repuntes tras las angustias del bienio 2008 – 2009; y que las ventas de viviendas no solo se mantienen también particularmente débiles, sino que el dato conocido a comienzos de la jornada dio cuenta de una caída, revelando que este mercado sigue siendo uno de preocupación.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de actividad, que fue actualizado con los datos del segundo trimestre y que incluye las proyecciones para el tercer trimestre, basadas en información de Bloomberg y debidamente revisadas. Al respecto, señala que, en general, se observan brechas menos positivas en las economías emergentes y más negativas en las desarrolladas.

El Presidente señor José De Gregorio recuerda que en la última Reunión se solicitó incluir a Chile en este *heat map*. El Gerente de División Estudios indica que ello obedece a una omisión y el Gerente de Análisis Internacional agrega que, utilizando la misma metodología, Chile aparecería en rojo.

En materia de proyecciones de crecimiento, el señor Lehmann presenta un resumen de las últimas revisiones efectuadas por JP Morgan, Deutsche Bank, Barclays, Goldman Sachs y el *Global Projection Model* del Fondo Monetario Internacional, todas las cuales dan cuenta de un ajuste importante para el segundo semestre del presente año y para el año 2012. Comenta, además, que horas antes de esta Reunión fue dado a conocer un



informe de Morgan Stanley, que también da cuenta de un ajuste sustancialmente importante para el crecimiento del año 2012.

Al respecto, especifica que, según JP Morgan, Estados Unidos tendría un crecimiento en torno a 2,2% en el año 2012, mientras que el Deutsche Bank es algo más optimista y estima que alcanzará a 2,6%. En todo caso, destaca que ambos ajustaron sus proyecciones de manera significativa, ya que el 15 de julio último, el primero proyectó un crecimiento de 2,7% y Deutsche Bank uno de 3,7%.

Agrega que en el caso de Zona Euro también se observan ajustes importantes a la baja. En cuanto a Deutsche Bank, que se supone que analiza con mayor cuidado a Europa, es más pesimista que las demás instituciones y proyecta un crecimiento de solo 1,5% para el próximo año.

En términos generales, indica que se observa un crecimiento que se ajusta a la baja en torno a tres décimas hacia el año 2012, específicamente desde 4,6 a 4,3%, en promedio.

Por último, destaca que el dato de Morgan Stanley, publicado a comienzos de la jornada, proyecta un crecimiento para Estados Unidos de 2,1%, de solo 0,5% para Europa y de 3,9% para el mundo.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las proyecciones discutidas en la reunión del Informe de Política Monetaria (IPoM) del día viernes 12, a lo cual el señor Lehmann responde que para el año 2012 se espera un crecimiento de 1,5% para Estados Unidos, de 1% para Europa y de 8% para China.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por las últimas proyecciones de Consensus Forecasts para Estados Unidos. El señor Lehmann responde que estima un crecimiento de 2,4% para el año 2012 y de 1,8% para el presente año.

El señor Sergio Lehmann continúa con su presentación, refiriéndose al precio de los *commodities*. Sobre el particular, señala que predominan las caídas y que alcanzan a 8% en el caso de los combustibles y cobre, y en torno a 10% en el caso del petróleo WTI. Sin embargo, agrega que se observan aumentos marginales en algunos productos agrícolas, como el trigo y el maíz, mientras que el oro aumentó 13%. En cuanto a los índices agregados de granos y cereales, informa que exhibe un aumento de 5%, en tanto que los de metales y energía caen 8 y 9%, respectivamente.

Con respecto a los indicadores FAO de alimentos y cereales, comenta que al cierre de julio dio cuenta de un aumento de 2% y una caída de 3%, respectivamente.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que los indicadores contenidos en el Informativo Diario muestran que los precios de los alimentos no están cayendo, por lo que solicita una aclaración al respecto.

El señor Luis Óscar Herrera confirma que los datos reportados el día viernes 12 del mes en curso no dan cuenta de una caída en tales precios. Hace presente que, a diferencia de los precios de energía y metales, que normalmente han experimentado bajas en los episodios de turbulencias financieras, los agrícolas no lo han hecho, ya sea porque los ciclos considerados son más cortos, porque tienen un comportamiento bastante más disperso o no tienen un movimiento marcado a la baja, como es el caso del resto de los precios en estos períodos de turbulencias financieras.



En cuanto a las explicaciones particulares, señala que en el caso particular del trigo, hubo problemas de sequía que afectaron a las cosechas del sur de Estados Unidos, así como problemas de lluvia excesiva en primavera, afectando los cultivos en la zona norte de ese país. Agrega que el Departamento de Agricultura de Estados Unidos emitió un reporte el día anterior, informando que las expectativas y las proyecciones de cosechas de trigo son significativamente menores que las proyectadas anteriormente, lo cual impacta en los precios. En todo caso, reitera que los precios de los alimentos no han tenido una reacción importante a la baja en estos períodos.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que otra explicación a ese fenómeno se puede extraer del cuadro de la lámina anterior, referido a las proyecciones de crecimiento para este y el próximo año. Explica que las correcciones en las proyecciones son significativas en el caso de los países desarrollados y muy leves en las economías en desarrollo, lo que afecta más a ciertas materias primas que a otras, dada la composición de demanda.

El Presidente señor José De Gregorio sostiene que otro factor bastante discutido es la existencia de actores financieros ETF para el sector metales, no así para el de alimentos, que puede explicar también que la volatilidad de los precios obedezca no solo a las perspectivas de crecimiento.

El Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que el precio del cobre, que está más asociado al crecimiento de China, también está cayendo fuerte, no así el precio de los alimentos.

El señor Luis Óscar Herrera señala que se tiene una discrepancia respecto de episodios anteriores. Indica que en este perfil de correcciones, la del cobre, que está más asociado a China, ha sido más intensa que la del petróleo, que normalmente lo está mayormente a las economías desarrolladas.

Hace presente, además, que si bien las proyecciones convergen hacia el 2%, respecto a las proyecciones anteriores de estos bancos de inversión, que eran bastante más optimistas e iban de un rango de entre 2,7 y 3,7%, son del orden de un punto en el caso de las economías de Estados Unidos y de medio punto para Europa. Luego, hay que considerar que las correcciones que se observan en el margen no solo son algo más significativas, sino que todavía están en evolución.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación y señala que al revisar la evolución de los precios de los *commodities* en los últimos doce meses, se observa que los metales tienden a caer, en general, con excepción del oro, que marca la diferencia.

Agrega que en cuanto a los índices FAO de alimentos y de cereales, se advierte, efectivamente, una corrección a la baja respecto de las estimaciones previas, influida por factores climáticos que han afectado las cosechas de cereales.

Respecto del precio petróleo, indica que al comparar la trayectoria que se tenía en el IPoM de junio y la que se obtiene al utilizar los datos promedio de futuros de los últimos diez días, se observa un ajuste significativo tanto en el precio del petróleo WTI como del petróleo Brent.

Con ello, destaca que la inflación ha tendido a disminuir en las últimas observaciones para las economías desarrolladas, esto es, para Estados Unidos, Zona Euro y Japón. Añade que durante la presente jornada se dio a conocer el dato de inflación para Estados Unidos, que fue algo mayor que lo anticipado, lo que estaría reflejando un ligero rebote.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 174

Página 8 de 27

En materia de los agregados en doce meses, hace notar que se advierte bastante estabilidad, mientras que en los subyacentes movimientos más bien heterogéneos, esto es, caídas en el caso de Zona Euro y aumentos en Estados Unidos y Japón. Agrega que en las economías emergentes se observa algo similar, ya que las velocidades tienden a desacelerarse, hay estabilidad en las medidas en doce meses y los registros subyacentes también tienden a mostrar caídas en términos de velocidad.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional exhibe el *heat map* de inflación, al cual se han agregado los últimos registros. Indica que se observan movimientos hacia los centros de los rangos meta respectivos, particularmente en la Zona Euro y en algunas economías de la región, con alguna excepción en el caso de Brasil, que sigue algo por sobre el techo de su rango meta.

En materia de proyecciones, indica que para el presente año se observa una moderación en las expectativas inflacionarias y revisiones a la baja para Asia emergente. Agrega que para el año 2012, en tanto, se advierte bastante estabilidad y algunas revisiones al alza en el caso de Asia emergente, probablemente muy influido por lo que fueron los datos de inflación para China y Corea que, de hecho, fueron superiores a lo anticipado. No obstante, manifiesta que se espera que en la medida que se mantengan los bajos precios de los *commodities* o caídas adicionales, se observará alguna revisión en la proyección.

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 Consejero señor Sebastián Claro señala que, a su juicio, ha aumentado significativamente la probabilidad de que Europa enfrente problemas severos.

Al respecto, indica que hay dos puntos abordados en la presentación que le llaman la atención y que, por lo tanto, convendría profundizar más. Precisa que el primero dice relación con que los problemas de deuda en Europa requieren de una acción mucho más decidida, por lo menos transitoriamente, ya sea del Banco Central Europeo o del *European Financial Stability Facility*. No obstante, manifiesta que los cálculos efectuados por ellos es que una vez que aumentan significativamente estos fondos, entonces los países garantes comienzan a tener problemas, como es el caso de Francia, que ha sido mencionado con más fuerza últimamente. Agrega que los problemas de la banca francesa y las dudas y discusiones respecto de la calidad o capacidad crediticia del gobierno francés, han abierto una duda muy significativa respecto del devenir de esta crisis en el segundo semestre.

En segundo lugar, señala que parte de los programas de Grecia deberán renovarse en los próximos meses y que es muy probable que esa economía no cumpla con las exigencias originales respecto de crecimiento y déficit fiscal, entre otros. Por lo tanto, dentro de los próximos dos meses volverá la discusión respecto de un nuevo *haircut* de los tenedores de bonos griegos y, por consiguiente, un espacio para que se agudice tal situación y se traspase a otras economías europeas.

De acuerdo con lo planteado, manifiesta que no sería extraño que en los próximos meses se abra el debate acerca de la fórmula para facilitar la salida de Grecia del euro, de una manera más o menos ordenada. En cuanto a la manera conceptual de materializarlo y de los mecanismos que pudieran emplearse para tal efecto, señala que hay una nube de dudas respecto de cuáles son las alternativas más viables para ello.

Para resumir, el Consejero señor Claro enfatiza en la necesidad de profundizar respecto de esta situación porque, en su opinión, su probabilidad de ocurrencia ha aumentado significativamente.



El Presidente señor José De Gregorio indica que la probabilidad de un evento negativo de aquí a fin de año es igual a uno y que Grecia, con un *haircut* de 20%, no sobrevive. Plantea que si Grecia no puede cumplir sus compromisos, deberá ser apoyada por el Fondo Monetario Internacional, pero que ello no será suficiente para mantener a esa economía. En su opinión, el escenario financiero por los próximos 12 o 24 meses será uno en que cada tres meses se observe un episodio como el actual y en el que Grecia sale del euro.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que el hecho de que Grecia sale del euro forma parte casi del escenario base. Acota que el punto estaría en qué ocurre si se produce un escenario más negativo aún.

El Presidente señor José De Gregorio señala que ese escenario base, que acompañará durante la discusión del próximo IPoM, es uno que considera explosiones limitadas, trimestrales, y la salida de un país del euro. Hace presente que también existe un escenario de riesgo negativo, que contempla una explosión similar a la crisis derivada de Lehman, que afecta fuertemente al crecimiento de Estados Unidos y Europa, y que deriva, a su vez, en problemas de las economías emergentes y en una situación final más cercana en materia de actividad al bienio 2008-2009. En su opinión, si bien los problemas financieros y de financiamiento son relativamente acotados desde el punto de vista de su implicancia en el largo plazo, su inconveniente mayor es que afecta la confianza.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera precisa que el escenario que está en revisión y que se reexaminará el día lunes 22 del mes en curso, incorpora el lento crecimiento que se observa en algunas economías desarrolladas y una inercia respecto de ese lento crecimiento, asociada a las debilidades fundamentales que son bien conocidas. Enfatiza que ese no es un escenario de explosión financiera, de eventos mucho más turbulentos o de una permanencia por más tiempo y agudización de los problemas observados en días recientes, sino que más bien uno de continuidad de lo aprendido sobre las economías durante el primer semestre y su proyección e inercia hacia los próximos datos. En resumen, indica que, de cierta forma, este escenario presume que la situación continuará con estos exabruptos, pero que no se va a agudizar significativamente.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si ese escenario considera la salida de Grecia del euro.

El señor Luis Óscar Herrera sostiene que ello es relevante en la medida que su eventual salida genere daños colaterales a otros mercados y precipite una serie de otros ajustes, como ajustes en el riesgo soberano de Francia, problemas mayores en algunos bancos europeos y un episodio continuado y agudo de estrés financiero. Subraya que eso puede tener, por sí mismo, consecuencias mayores aún sobre las perspectivas de la economía mundial.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que, con todo, las cifras de crecimiento para el mundo no son dramáticas, ya que son del orden de los promedios observados en la primera parte de los años 2000 e, incluso, podrían superar los promedios de los años 90. Manifiesta que, tal vez, la interrogante es si el mundo emergente, como China y América Latina, sigue creciendo. A su juicio, mientras ello sea así, el escenario general no sería tan negativo.

Agrega que en materia financiera se advierte mucha convulsión, porque el mundo viene saliendo de una crisis financiera y hay mucha liquidez y riqueza. Comenta que las bolsas han caído, pero luego de un alza significativa. Destaca que ese es el caso de la bolsa chilena, que ahora se está ajustando ante la volatilidad e incertidumbre reinante desde la crisis financiera. Agrega que si bien se observan problemas como, por ejemplo, los del banco Société Générale y se reconoce que hay muchas tareas pendientes y alta volatilidad, en general, la situación no es tan compleja. Afirma que sí lo sería si el crecimiento de China cae a tasas de 3,5 o 4% anual.



El señor Luis Óscar Herrera reitera que el escenario que se está preparando es coherente con esta continuidad de crecimiento lento y considera una salida ordenada de Grecia, si es que llega a materializarse. Subraya que no es un escenario de explosión financiera.

En opinión del Consejero señor Rodrigo Vergara, lo complejo de este escenario son las nulas capacidades que los gobiernos europeos, específicamente el alemán y el francés, han demostrado políticamente para ponerse de acuerdo.

El Presidente señor José De Gregorio señala que los políticos en Europa van a actuar cuando vean que están al borde del precipicio, como fue el caso cuando quebró Lehman. En este sentido, indica que cuando Grecia afecte seriamente a Alemania, recién entonces reaccionará.

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 puntos destacados del escenario interno.

En primer lugar, señala que las turbulencias financieras en los mercados internacionales tuvieron un impacto relevante a nivel doméstico, tanto en las medidas de riesgo como de liquidez.

En segundo término, indica que la bolsa cayó con fuerza y que el tipo de cambio se depreció de manera moderada.

Además, comenta que las expectativas y la proyección de inflación se ajustaron con fuerza a la baja, principalmente por la caída del precio de los combustibles y por menores alzas en los precios de alimentos.

Asimismo, subraya que si bien la actividad y la demanda del primer semestre se corrigieron al alza, se anticipa una desaceleración más marcada hacia fin de año respecto de lo considerado anteriormente.

A título de último hecho relevante, informa que, para esta Reunión, el mercado apunta mayoritariamente por una mantención de la tasa de política monetaria (TPM) y por pausas en los meses venideros, y que los precios de los activos financieros indicarían, incluso, algunas rebajas de tasas.

Al proseguir con su exposición, el señor Claudio Soto hace presente que la incertidumbre mundial generó aumentos en las medidas de riesgo local. De hecho, destaca que durante la semana previa se intensificaron las medidas de *spread*, llegando a un nivel máximo el día 12 de agosto y retrocediendo posteriormente, como es el caso específico del *EMBI* y de las medidas de *CDS* y de los bonos corporativos. Además, hace notar que los niveles alcanzados no solo superan los promedios históricos del período comprendido entre noviembre de 2003 y junio de 2007, sino que se ubican por sobre el promedio del año 2010.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que la tensión mundial también se ha visto reflejada en las medidas de liquidez en pesos y en dólares. Al respecto, precisa que la *prime-swap* registró un significativo aumento durante los primeros días del mes de agosto, alcanzando el nivel máximo el día 10 y retrocediendo a partir de esa fecha. Agrega que el *spread on-shore* también anotó un incremento, pero bastante más acotado que los movimientos observados en otras medidas y que incluso su nivel actual es inferior a los valores registrados un par de meses atrás.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 174

Página 11 de 27

Junto con lo anterior, el señor Claudio Soto indica que se observaron caídas significativas en las tasas de interés, especialmente en las nominales —tasas de los swaps y de los BCP—, cuya variación alcanzó a alrededor de 50 puntos base en la semana. Añade que si bien estas registraron una leve reversión en los últimos días, se han mantenido, en general, en niveles bastante más bajos que los exhibidos antes de dicha caída.

En relación con las tensiones en los mercados monetarios mencionadas, el Consejero señor Sebastián Claro señala que información reciente da cuenta de que ha aumentado la liquidez de los bancos norteamericanos, que ellos han constituido más reservas y que, en el caso doméstico, se observa cierta tensión en la tasa interbancaria. De hecho, indica que en el Informe Diario de la Gerencia de División Operaciones Financieras se observa, por primera vez en un año, una operación repo muy significativa que, supone, obedece a una percepción de mayor tensión en la liquidez interbancaria. Al respecto, consulta si las situaciones norteamericana y chilena corresponden al mismo fenómeno.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier explica que se han observado concentraciones no balanceadas de liquidez en los bancos y que la referida operación repo obedeció a que dos bancos registraron mucha liquidez y a que otros, teniendo la liquidez necesaria para cumplir con el encaje exigido, solicitaron, transitoriamente, recursos adicionales. Destaca que la tasa no se vio afectada al vencimiento de dicha operación y que, posteriormente, el Banco colocó un Depósito de Liquidez con el fin de drenar los excesos de liquidez existentes hacia finales del referido período de encaje. Enfatiza que se trató de fenómenos de carácter más bien transitorio, de concentraciones temporales de liquidez en dos bancos, más que de una situación generalizada, como sería la hipótesis planteada.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera sostiene que esas situaciones de concentración temporal de liquidez, que reflejan un mercado más trabado, se producen cuando los bancos comienzan a intermediar contra el Banco Central.

En opinión del señor Matías Bernier, se puede considerar que el mercado está trabado cuando una situación como la descrita se extiende a lo largo de todo el período de encaje. Subraya que no fue el caso, puesto que este episodio obedeció a una situación muy puntual de dos bancos, que se explica por ventas de dólares o por alguna operación de compensación. Hace el alcance que si ello se repite y se transforma en episodios más frecuentes en la mitad del período de encaje, pasaría a ser un tema que ameritaría mayor preocupación.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que las AFP se han constituido en uno de los principales impulsores del mercado en las últimas semanas, ya que han deshecho posiciones en el exterior por montos significativos. Al respecto, el señor Cowan precisa que al 11 de agosto pasado, las AFP habían vendido US\$400 millones de inversiones en el exterior y que en julio estas ventas alcanzaron a US\$2.300 millones, generando presión de venta de dólares y liquidez a algunos bancos. Añade que estos, a su vez, han deshecho coberturas, han tomado depósitos bancarios e invertido en instrumentos de renta fija, y que esta situación se ha profundizado en la última semana.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón subraya que, a pesar de ello, no han caído las tasas de interés de los depósitos.

El señor Kevin Cowan plantea que las tasas de interés de los depósitos han caído menos que la tasa *swap* promedio de cámara. Agrega que las AFP no están vendiendo acciones, pero sí están deshaciendo posiciones en el exterior, lo cual estaría generando algunos bolsones de liquidez en algunos bancos y que, con ello, ciertos límites interbancarios se vean afectados.



El Gerente de Estabilidad Financiera señor Luis Opazo comparte lo señalado por el señor Kevin Cowan, en el sentido que la tasa *swap* promedio de cámara ha registrado una caída mayor que los costos a los cuales se captan fondos. Añade que en períodos anteriores, cuando se han registrado movimientos importantes en las tasas *swap*, la *prime-swap* no ha experimentado variación inicialmente, sino que se ha ajustado después. Indica que siendo ello así, en esta oportunidad se podría estar en presencia de un ajuste más que ante un tema de liquidez.

El señor Kevin Cowan hace presente que en otros períodos de mayor turbulencia ha aumentado significativamente la dispersión entre las tasas de interés de los depósitos transados en bolsa, lo que no ha ocurrido en esta oportunidad. Por lo tanto, estima que si bien hay elementos en el mercado que ameritan atención, ciertos indicadores dan cuenta de que la situación financiera actual no constituye un cuadro de tensión sistémica.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación y señala que, junto con el incremento de los indicadores de riesgo aludidos, se registró una fuerte caída en la bolsa, que tendió a recuperarse de manera significativa durante la última semana, pero que volvió a caer en la presente jornada. En todo caso, subraya que, en general, la caída de la bolsa chilena ha sido menor que las de las economías latinoamericanas y que, de hecho, no solo presenta una mejora con respecto a estas, sino que ha estado bastante en línea con los movimientos de las bolsas mundiales. Por último, acota que la caída de la bolsa chilena ha sido bastante generalizada, ya que ningún sector estuvo inmune a las turbulencias de la semana anterior.

En materia inflacionaria, el señor Claudio Soto comenta que las expectativas de inflación se han corregido fuertemente a la baja. De hecho, indica que aquellas a diciembre del presente año, que se desprenden de los seguros de inflación, comenzaron a caer de manera muy importante antes de la fuerte baja en el precio del petróleo, lo que significa que, de alguna manera, los seguros incorporaron menores presiones inflacionarias en respuesta a la situación mundial más que por el precio de los *commodities* o de los combustibles.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita que se confirme que la revisión a la baja en las expectativas de inflación se explica mayormente por factores distintos de la caída en el precio del petróleo. El señor Claudio Soto señala que la revisión que se recoge de los seguros de inflación así lo indica. En su opinión, estos seguros están reflejando la sensación de debilidad mundial que afecta a los *commodities* y a los precios en general, sin que necesariamente se haya observado una caída en los precios.

El señor Claudio Soto agrega que no solo las expectativas de inflación de corto plazo se han ajustado a la baja, sino que también las de mediano plazo que se derivan de encuestas y precios de activos. Sobre el particular, especifica que la Encuesta de Expectativas Económicas, las compensaciones *spot* a uno y dos años y la compensación uno en uno dan cuenta de una caída más generalizada en las expectativas de inflación en adelante.

Por otra parte, hace presente que el tipo de cambio se depreció de manera importante desde la última Reunión, pero que ha tendido a apreciarse en los últimos días. Agrega que desde una perspectiva más histórica, la depreciación es más bien acotada hasta ahora y ha coincidido con una caída importante en el precio del cobre y con los aumentos de las primas por riesgo mencionadas anteriormente.

A continuación, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a las cifras de actividad y demanda del primer semestre, publicadas recientemente, que dan cuenta de una corrección al alza tanto en la demanda interna como en el PIB respecto de las publicaciones del primer trimestre y de la proyección efectuada internamente. Detalla que la importante corrección de la demanda interna obedeció a una corrección significativa de las



inversiones en maquinarias y equipos y, en menor grado, del sector construcción. Por el contrario, informa que en el segundo trimestre, el consumo exhibió una desaceleración algo más marcada en su componente habitual respecto de lo considerado inicialmente, mientras que el consumo durable registró un dinamismo algo mayor.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las cifras de velocidad de la demanda interna y del PIB, informadas en el IPoM de junio. El señor Claudio Soto responde que la velocidad de la demanda interna fue de 7% en el segundo trimestre. En todo caso, el señor Gerente precisa que ella no es perfectamente comparable por un problema con sus factores, ya que las inversiones en maquinarias y equipos aparecen con velocidades positivas, en circunstancias que podrían registrar algunas caídas en el trimestre en curso.

Respecto de los indicadores de consumo, como las importaciones y ventas de automóviles, señala que venían creciendo con fuerza, pero han tendido a estabilizarse en el margen. Hace notar que una situación similar exhiben las importaciones de bienes de consumo, ya que más allá de los vaivenes observados desde el año pasado, muestran cierta estabilización en los niveles. Indica que ello estaría dando cuenta de una atenuación de las velocidades hacia el tercer y cuarto trimestre del presente año.

El señor Claudio Soto resalta que los menores indicadores de consumo contrastan con los datos de colocaciones de consumo que, en el margen, siguen creciendo con fuerza, a pesar de que el caso de La Polar pudo haber generado alguna corrección en los datos. De hecho, indica que, en promedio, las variaciones mes a mes superan los registros de fines del año 2010. Agrega que, en términos interanuales, las tasas de crecimiento de estas colocaciones bordean el 17%, mientras que las de vivienda se han mantenido más bien planas y estables desde hace ya varios meses.

En cuanto a los indicadores de inversión, destaca que los correspondientes a la construcción, específicamente los permisos de edificación, despacho de cemento y venta de materiales, reflejan un importante dinamismo. Respecto de la inversión en maquinarias, plantea que los retrocesos observados podrían marcar un cierto quiebre en las tendencias de crecimiento de las importaciones de bienes de capital; no obstante, las cifras muestran que ellas no solo mantienen su dinamismo, sino que se corrigen al alza el primer trimestre y hacia adelante también. Por último, hace notar que lo único que apunta en la dirección contraria es el dato del catastro, que se corrige a la baja, fundamentalmente en el segundo semestre de este año, y tendrá alguna incidencia en la corrección de la proyección.

Respecto de la proyección para el año, el señor Claudio Soto informa que se mantiene una tasa de crecimiento de 6,6%, a pesar de la corrección al alza del primer semestre. Sobre el particular, señala que detrás de la proyección hay una desaceleración más marcada en los sectores Resto, explicada por la debilidad que se observa en el mundo. A título ejemplar, menciona que esta debilidad ya se advierte en algunos indicadores de producción industrial, cuya velocidad ha disminuido. Asimismo, indica que al supuesto de una desaceleración más marcada en consumo, con una incidencia en los sectores servicios y comercio, se ha sumado la corrección del catastro, que tiene un impacto en construcción no tan asociada a la desaceleración mundial, sino que, en parte, a problemas ambientales que han llevado a un atraso de una serie de proyectos, respecto de lo contemplado anteriormente.

En cuanto a la corrección de la demanda, hace presente que el consumo privado estuvo bastante en línea con el cambio en la composición. No obstante, plantea que en adelante se observa una desaceleración algo más marcada, ya que el consumo crecería en torno a 4%, en parte, como consecuencia de los posibles impactos de las turbulencias de los mercados financieros sobre la velocidad de estas variables.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si el consumo registraría una velocidad negativa en el último trimestre del año.



El señor Claudio Soto responde que la velocidad del consumo no es negativa, ya que fue de 6,6% en el segundo trimestre y se proyecta que alcanzará a 4,4% en el tercero y a 3,6% en el cuarto trimestre del presente año.

Respecto del mercado laboral, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que luego de que el dato de salarios de junio sorprendiera a la baja, el de julio volvió a rebotar. De esta forma, los salarios continúan creciendo, en términos reales, en torno a 3% anual.

Manifiesta que el empleo, por su parte, se ha mantenido con cierto dinamismo en el margen, y subraya que la tasa de desempleo continuaría en niveles históricamente bajos, ya que se observa una creación de empleo, en especial en la parte de servicios, que compensa, de alguna manera, la caída en el empleo del sector agrícola debido a factores más bien estacionales.

Con relación al IPC, el señor Claudio Soto destaca que el dato de julio, de 0,1%, hizo descender transitoriamente la inflación a 2,9% en doce meses. Al respecto, hace presente que la base de comparación es algo engañosa, por cuanto el Impuesto de Timbres y Estampillas subió transitoriamente en julio del año pasado, generando un fuerte aumento en el IPC de ese mes.

El señor Claudio Soto informa que las únicas sorpresas importantes, respecto de lo proyectado internamente, se registraron en vestuario y en transporte. Menciona que la primera, que fue al alza, fue de carácter más bien transitorio y obedeció a cierta modificación en el patrón estacional. Por el contrario, comenta que la segunda fue negativa, se registró en el sector transporte y sería más perdurable, por cuanto la caída sistemática en los precios de los automóviles persistiría en los meses venideros. En todo caso, subraya que la noticia más importante del mes fue la significativa caída en los precios de combustibles.

En cuanto a los cambios en la proyección interna de inflación, especifica que los dos componentes más relevantes son la corrección a la baja en el precio de los combustibles y de perecibles. Respecto de estos últimos, plantea que se han observado algunas sorpresas a la baja, que serían de carácter más perdurable. En el caso de los combustibles, en tanto, informa que el escenario que se presenta contempla una baja de \$7, inferior a la reducción de \$25 anunciada por la ENAP el día anterior.

De acuerdo con lo anterior, manifiesta que la inflación de agosto sería de 0,1% y de 3,3% en diciembre, bastante más baja que el 3,9% proyectado anteriormente. Subraya que si se considera la baja de precios anunciada por la ENAP, la inflación de agosto sería de 0% y no de 0,1%.

Con respecto a las bajas en los precios de los combustibles, agrega que se deben tener presente dos consideraciones. Indica que la primera de ellas dice relación con que, en el pasado, las bajas significativas de precios anunciadas por la ENAP no se veían reflejadas en el INE. Ello, en parte, porque las estaciones de servicio no siempre efectúan los trasposos al público de manera íntegra. Agrega que la segunda se refiere a que si bien se contempla una baja de menor magnitud —de \$7 y no de \$25—, se proyectaban bajas sucesivas en las próximas cuatro semanas. Luego, con el nuevo escenario de precios internacionales, se advierte una fuerte caída de precios en la semana en curso y estabilidad de precios en adelante, por lo que ello no incide significativamente en la proyección de septiembre. Agrega que, de hecho, no cambia esta proyección con el nuevo escenario anunciado por la ENAP. De todas maneras, destaca que esta baja de combustibles, que incide en una décima en agosto, se perpetúa hasta fines del horizonte y constituye, además, una baja en el nivel de precios, por lo que este año finalizaría con una inflación aproximada de 3,2%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 174

Página 15 de 27

A continuación, el señor Claudio Soto hace referencia a las correcciones más importantes efectuadas a la proyección de inflación desde la última RPM. Al respecto, destaca que la corrección actual es la más significativa desde la RPM de junio, lo que se explica fundamentalmente por la corrección a la baja en el precio de los combustibles, seguida por una corrección a la baja no despreciable en los precios de frutas y verduras. Hace presente que cuando se supo que una sequía podría afectar la producción de frutas y verduras, se asumió un escenario algo más conservador respecto de los precios de estos ítems, pero que, en general, ellos han sorprendido algo más a la baja, explicando, entonces, una corrección más importante hacia el resto del año.

Ante una consulta del Consejero señor Sebastián Claro, agrega que los precios internacionales de la carne también registrarían un menor crecimiento, impactando los precios domésticos. En todo caso, reitera y enfatiza que, en términos de magnitud e incidencia, las correcciones más importantes afectan a los combustibles y a las frutas y verduras.

El Gerente de Análisis Macroeconómico informa que, para esta Reunión, el mercado espera casi unánimemente una mantención de la TPM y que en la Encuesta de Expectativas Económicas, una fracción considerable de los consultados respondió que habría un alza en septiembre. De todas maneras, destaca que la mayoría piensa que habrá una pausa de dos meses, por lo menos, y algunas alzas más adelante. Agrega que la Encuesta de Operadores Financieros, en tanto, no arrojó futuras alzas de tasas, sino que una mantención en los niveles actuales hasta fines del horizonte de respuesta que considera esa encuesta.

Por último, hace presente que las tasas que se desprenden de los precios de activos dependen de la inclusión de los precios de los bonos. En tal sentido, indica que la *forward* que considera los bonos da cuenta de una reducción transitoria de la TPM hasta 5% y una reversión hacia 5,5% e, incluso, 5,75% hacia fines de 2013. Añade que la *forward* que se construye con los *swaps*, en cambio, da cuenta de una reducción de la tasa hasta un nivel de 4,8%, aproximadamente, y luego una pequeña reversión hasta 5%, por lo menos en ese horizonte.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y no habiendo consultas o comentarios, señala que se suspende la presente Reunión hasta las 16 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 174, 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 han continuado los problemas fiscales y financieros en la periferia de la Zona Euro; que se ha acentuado el contagio de algunas de las mayores economías de esa región; y que a ello se ha sumado la rebaja de la clasificación de riesgo de los bonos del Gobierno de los Estados Unidos.

Asimismo, el señor Herrera menciona que las cifras recientes han confirmado la desaceleración de las economías desarrolladas y que esta situación probablemente continuará durante la segunda mitad del año y también en el 2012, según las proyecciones de mercado que se han conocido en las últimas semanas.



Destaca que este conjunto de situaciones ha originado un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales y mayor aversión al riesgo.

Subraya, además, que cayó el precio del petróleo y del cobre en forma significativa, pero no así los precios de productos agrícolas, y que los registros inflacionarios internacionales muestran reducciones leves en el último mes, que probablemente se acentuarán en los próximos meses.

Por último, comenta que las expectativas respecto de un alza de las tasas de política monetaria en las economías desarrolladas se han postergado nuevamente, influidas por el reciente anuncio de la Reserva Federal.

En cuanto a Chile, el señor Gerente de División Estudios señala que los datos de actividad económica y demanda han continuado evolucionando en una trayectoria de moderación, aunque en forma algo más lenta que lo proyectado en el IPoM de junio, en tanto que las condiciones en el mercado laboral se han mantenido estrechas.

Agrega que la inflación en julio evolucionó algo por debajo de lo esperado y que todas las mediciones de expectativas dan cuenta de una significativa reducción de las expectativas inflacionarias en todos los plazos relevantes.

Asimismo, indica que los mercados financieros locales han reaccionado a los desarrollos internacionales. En este sentido, especifica que el peso y, en menor medida, el tipo de cambio real, se depreciaron en las últimas semanas; que la bolsa local mostró una disminución relevante; que las tasas de los bonos de largo plazo, nominales y reajustables, presentaron bajas; y que se observaron efectos acotados sobre los premios de financiamiento, así como un normal funcionamiento del mercado monetario.

Finalmente, destaca que las expectativas de mercado para la trayectoria de la TPM se han aplanado durante el último mes y que, incluso, algunas tasas de mercado se ubicaron por debajo de la TPM vigente, a pesar de que es difícil distinguir la incidencia de las expectativas respecto de los premios de riesgo en estos precios.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes para esta Reunión la mantención de la TPM en 5,25%, conservando el sesgo restrictivo, y la mantención de la TPM en 5,25%, eliminando dicho sesgo. Hace presente que, en esta oportunidad, la recomendación es por la segunda opción, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, señala que en el IPoM de junio, el Banco estimaba que probablemente serían necesarias alzas adicionales de la TPM, con el fin de moderar el crecimiento de la economía hacia una situación y trayectoria coherente con su potencial. Menciona que también se indicó que los riesgos para la inflación y el crecimiento se estimaban equilibrados, compensándose los riesgos expansivos provenientes del dinamismo de la demanda interna con los riesgos negativos derivados del escenario internacional. Precisa que desde entonces a la fecha, la TPM se ha elevado en 25 puntos base, mientras que los riesgos para la inflación y el crecimiento se han inclinado a la baja como consecuencia del deterioro de la economía internacional.

En segundo lugar, manifiesta que los datos de actividad mundial confirman que durante el segundo trimestre se produjo una nueva desaceleración en el crecimiento de las economías desarrolladas. Al respecto, plantea que más allá de algunos factores puntuales que incidieron negativamente en el crecimiento del segundo trimestre en dichas economías, las proyecciones que se han ido conociendo en las últimas semanas anticipan que este menor dinamismo se mantendrá en la segunda mitad del año y también hacia el año 2012. Más aún, advierte que no se puede descartar que una continuación de las recientes turbulencias financieras agudice el deterioro de la confianza global y las perspectivas de crecimiento



mundial. Informa que las proyecciones internas, aún preliminares, rebajan el crecimiento esperado de los socios comerciales en lo que resta del año 2011 y el 2012, además de anticipar menores tasas de interés externas y menores precios del cobre y el petróleo. Sin embargo, expresa que la Gerencia de División de Estudios reconoce que el abanico de posibles escenarios negativos es amplio.

En opinión de esa Gerencia de División, si bien aún es temprano para ver los efectos de los desarrollos externos sobre la economía nacional, el menor crecimiento mundial, la caída de los términos de intercambio y los mayores premios financieros probablemente contribuirán a restar impulso al crecimiento interno en los próximos trimestres, atenuando la tracción del mercado laboral y el crédito sobre el consumo privado. En efecto, especifica que desde junio a la fecha, las expectativas privadas ya recogen una reducción de 0,3 puntos porcentuales en el crecimiento esperado del PIB para 2012, desde 5,3% a 5,0%. Agrega que las proyecciones internas preliminares, respecto de la economía chilena para el segundo semestre del año y el próximo año, también indican una leve moderación de la velocidad de expansión del producto, algo por debajo del 5%, como consecuencia del empeoramiento del escenario externo. Hace notar que esta evolución permitiría mantener brechas cerradas de capacidad, compensando el mayor crecimiento observado durante la primera mitad del año.

En relación con la inflación, el señor Luis Óscar Herrera sostiene que las expectativas privadas y también las proyecciones internas indican una trayectoria más moderada para la inflación en el corto plazo, finalizando el año levemente por encima del 3% anual, en lugar del 4% anual que se esperaba en junio último. Con respecto a las perspectivas de mediano plazo para la inflación, indica que las holguras de recursos en la economía se han estrechado en forma algo más intensa que lo contemplado en el IPoM de junio; no obstante, y aunque no es posible descartarlo totalmente, la probabilidad de que esta situación se mantenga o se profundice en los próximos trimestres ha disminuido como consecuencia del escenario externo. Añade que las expectativas inflacionarias han descendido y se han alineado con la meta de 3% anual en los horizontes de mediano plazo.

En este contexto, manifiesta que la recomendación de mantener la tasa de política monetaria en esta Reunión es coherente con un escenario en que las perspectivas y riesgos de corto plazo para la inflación se han reducido considerablemente y las perspectivas para la economía mundial son más negativas.

En lo que respecta al sesgo para la política monetaria, señala que la mantención de una orientación restrictiva en el párrafo final del Comunicado podría justificarse ante la evidencia de una moderación más lenta de la demanda interna, un estrechamiento más intenso de las holguras de capacidad, el riesgo de una eventual aceleración de las presiones inflacionarias ante mayores costos laborales y/o márgenes de comercialización, y la expectativa de una pronta normalización de la volatilidad que se observa hoy en los mercados financieros internacionales.

Por su parte, expresa que la eliminación del sesgo restrictivo podría justificarse en que el abanico de riesgos negativos para el escenario externo aún es muy amplio; que sus consecuencias sobre el crecimiento y la inflación de la economía chilena, aunque aún inciertas, podrían ser significativas; y que las dificultades políticas que se observan para resolver los problemas fundamentales que afectan a Europa y Estados Unidos probablemente continuarán arrastrándose en los próximos meses, lo que continuará afectando negativamente la confianza de los inversionistas, empresarios y consumidores, y acelerando también la recuperación de estas economías.

El señor Luis Óscar Herrera indica que en opinión de la Gerencia de División a su cargo, los riesgos asociados al escenario externo predominan sobre aquellos asociados al dinamismo interno y ameritan eliminar el sesgo restrictivo para la política monetaria, adoptando una orientación neutral que permita reaccionar con flexibilidad ante cambios significativos del escenario interno o externo, en una u otra dirección.



Con respecto a las consideraciones tácticas, manifiesta que la opción recomendada en esta oportunidad coincide con la expectativa mayoritaria del mercado. Asimismo, plantea que la decisión de quitar el sesgo restrictivo a la política monetaria también se ha incorporado en las expectativas que se deducen de las encuestas y las tasas de mercado. Al respecto, señala que si bien algunas de estas tasas de mercado se han ubicado marginalmente por debajo de la TPM, es difícil distinguir la incidencia de fenómenos de expectativas respecto de eventuales premios financieros. En todo caso, hace el alcance que esta situación de tasas aún es muy volátil y que las diferencias de los datos más recientes respecto de la TPM vigente son marginales.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón manifiesta que concuerda con la Minuta de Opciones, en el sentido de que la opción, en esta ocasión, es de mantener la TPM y retirar el sesgo, porque otorga flexibilidad para volver a subirla en caso que la situación económica y financiera internacional se calme y la actividad se acelere o, lo que es más probable, que ella empeore y las tasas de interés comiencen a bajar. Reitera, por lo tanto, que esa opción da plena flexibilidad futura al Consejo para tal efecto.

Señala que la justificación para optar por esa alternativa es que la economía mundial se está desacelerando, principalmente en las economías desarrolladas. Destaca que la resiliencia del crecimiento chino protege a la economía chilena, pero no la libera de una desaceleración que puede ser inminente. Agrega que Chile es la economía más abierta de América Latina y una situación como la descrita la afectaría indudablemente.

En cuanto a los datos internos informados en el curso de la mañana, estima que si bien no muestran aún un cambio de tendencia, en algunos ya se aprecia una moderación, como es el caso de las ventas de automóviles y las importaciones de bienes de consumo.

Llama la atención que las colocaciones se vean aún vigorosas. En su opinión, debieran moderarse en las próximas semanas si se consolidan las noticias y los datos negativos, y si se amplifican las tensiones en la liquidez que han aparecido tímidamente, tanto en la demanda de créditos corresponsales como en el mercado interbancario de la banca nacional. Al respecto, hace presente que se tienen distintas interpretaciones en cuanto a si corresponden a historias particulares o si es alguna tendencia que comienza a visualizarse.

Advierte que una desaceleración del mundo aún más profunda, que es un escenario al que le atribuye de cierta probabilidad, llevaría al Banco Central a cambiar su sesgo a negativo o bajista en los próximos meses.

Por último, indica que la magnitud de respuesta del Banco Central dependerá de si se produce una desaceleración mundial o también si presentan serios problemas de solvencia en los bancos y en los países de Europa, que provoquen una crisis de confianza mayor y que acerque al mercado a un escenario como el registrado en el año 2008. Enfatiza que ello aún no acontece, pero que tampoco se puede descartar.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín plantea que el escenario económico se ha vuelto menos benigno desde la Reunión de Política Monetaria de julio pasado.



Respecto del escenario internacional, especifica que Estados Unidos ha generado fuertes turbulencias en el mercado, producto de la debilidad de su economía y de la rebaja de la clasificación crediticia desde AAA a AA+ por parte de Standard & Poor's, y porque a pesar de que se elevó el techo de la deuda, existen serias dudas respecto de la intensidad y plazos de ejecución del ajuste fiscal anunciado por dicho país. En este contexto, destaca que la Reserva Federal ha optado por una mayor agresividad, afirmando en la última reunión que la tasa de política monetaria se mantendría en sus niveles actuales al menos hasta mediados de 2013.

Con respecto a Europa, indica que las tensiones financieras en algunas economías altamente endeudadas siguen presentes y han generado algún grado de contagio sobre otras economías que hasta ahora no presentaban problemas, debido a la elevada conexión interregional del sistema financiero. De esta forma, comenta que se ha pasado de un escenario en que el problema fiscal se circunscribía a economías de la periferia europea a otro en que las economías del centro de Europa empiezan a mostrar signos de alto riesgo. Hace presente que esto se ha traducido en que los CDS a 5 años han subido fuertemente en Francia y Alemania, pasando de niveles promedio de 41 y 79 puntos base en junio, respectivamente, a 79 y 153 puntos base en la actualidad.

El Ministro de Hacienda subraya que debido a la fragilidad de la situación, el Banco Central Europeo decidió comprar bonos soberanos a Italia y España, mediante intervenciones en el mercado secundario.

Por último, menciona que en China, la cifra de inflación de julio en doce meses se ubicó en 6,5%, su mayor nivel desde junio de 2008, pero que las caídas observadas en los precios de los *commodities* han alejado por el momento el riesgo de nuevas alzas en la tasa rectora. Por otra parte, resalta que el crecimiento económico se mantiene sólido, alcanzando un 9,6% en el primer semestre.

En consecuencia, el señor Ministro de Hacienda estima que este es un escenario en que se han intensificado las turbulencias en la economía internacional y emergen mayores riesgos de una desaceleración mundial, y donde el elemento de mayor riesgo es la Zona Euro y, en menor medida, Estados Unidos. Sostiene que este escenario, en el corto plazo, se ha traducido en una notoria disminución de los precios de los *commodities*, en especial del petróleo.

Por otro lado, plantea que el escenario interno muestra que la actividad económica exhibe aún un elevado dinamismo. De hecho, precisa que el crecimiento de 8,4% en el primer semestre revela un mayor dinamismo que lo delineado por los analistas y el mercado en general. Sin perjuicio de ello, advierte que los datos de demanda agregada muestran desaceleraciones importantes, tanto en el consumo como en la inversión. Al respecto, indica que las cuentas nacionales publicadas durante la presente jornada muestran que el consumo privado se desacelera desde una tasa de variación anual de más de 13% en el primer trimestre de este año a un 9,6% en este segundo trimestre, esperándose que esta tendencia se mantenga para ir convergiendo cerca del crecimiento de tendencia de la economía a fines de año. Hace presente, además, que algo similar se observa en el caso de las importaciones de bienes y servicios, que se desaceleran en un ritmo de 21,2% en el primer trimestre a cerca del 15% en el segundo.

Asimismo, comenta que los índices de expectativas, que entregan cierta información acerca del comportamiento futuro del consumo privado, muestran también moderación. De hecho, precisa que el IPEC ha disminuido durante 2011, ubicándose en 36,6 puntos en julio, lo que implica una importante disminución desde los 44,7 puntos de enero, en tanto que el subíndice de expectativas de consumo de artículos para el hogar se ubicó en 55,1 puntos en julio, lo que contrasta con los 62,8 puntos de enero.



El señor Felipe Larraín manifiesta que todo ello se ha traducido en que las presiones inflacionarias siguen bajo control y, más aún, que las expectativas de inflación se han ido moderando significativamente, acercándose rápidamente al centro del rango meta del Banco Central. Sobre el particular, especifica que en julio se registró una cifra de inflación de 0,1% mensual y de 2,9% en doce meses, lo que implica una importante moderación desde la cifra de 3,4% de julio. Añade que el IPCX registró un aumento mensual de 0,2%, mientras que el IPCX1 mostró un 0,1%, con lo que las mediciones de doce meses se ubican en 1,9 y 1,4%, respectivamente.

Por otra parte, menciona que las expectativas de inflación para el año 2011 se han ajustado a la baja. Informa que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas de agosto, la inflación esperada para 2011 se ubica en 3,6%, inferior al 4% de la encuesta de julio, y que para el año 2012, las expectativas ubican la cifra en 3%, inferior al 3,3% del mes previo. De igual forma, comenta que las expectativas de inflación medidas a través de las compensaciones inflacionarias muestran importantes reducciones. En efecto, precisa que las tasas de mercado de los BCP y BCU a 2 años arrojan en la actualidad un valor de 2,66%, siendo inferior al 3,1% promedio de julio, y bastante menor a los niveles de 4,6% de comienzos de marzo.

Como elemento adicional en el análisis, el señor Ministro de Hacienda reitera el compromiso de su Ministerio de normalizar la política fiscal y, de esta forma, contribuir a frenar las presiones inflacionarias. Expresa que, recientemente, ha reafirmado el compromiso de esa Secretaría de Estado de converger a un déficit estructural de 1% del PIB en el año 2014, pero además ha indicado que una de las metas es que el crecimiento del gasto público sea menor al del PIB. Enfatiza que estos criterios forman una carta de navegación que lleva a la normalización de la política fiscal. Agrega que tal como se indicó en la Reunión anterior, las proyecciones del Ministerio tienen como escenario central que el gasto fiscal crezca 4,6% en el año 2011, inferior al 5,5% proyectado en el Informe de Finanzas Públicas de octubre del año 2010.

Además, recuerda que la relación gasto público a PIB, medida a precios corrientes, que se ubicó en 24,8% en el año 2009, pasó a 23,5% en el año 2010, proyectándose, por el momento, que disminuya a 22,5% en el presente año. Puntualiza que durante el primer trimestre de 2011, dicha razón se ubicó en solo 19,8% y que en el segundo pasó a 20,6%. De esta forma, expresa que el Ministerio de Hacienda no solo ha indicado su intención de normalizar la política fiscal, sino que está exhibiendo claramente en los datos que esto se está cumpliendo.

El señor Felipe Larraín señala que a juicio de esa cartera, la tasa rectora debiera mantenerse en el nivel actual, manteniendo una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria y validando, de esta manera, las expectativas del mercado. Sostiene que en un contexto de moderación del panorama inflacionario externo y fuerte disminución de las expectativas inflacionarias internas, se evita una potencial desaceleración futura de la economía. Más aún, hace presente que el escenario internacional sugiere hoy una desaceleración en el crecimiento mundial, consistente con que las tasas de política monetaria en los países desarrollados se mantengan bajas por un período prolongado, lo que entrega un nuevo argumento para mantener la tasa rectora en Chile, evitando así un desalineamiento respecto al resto del mundo y, por ende, una mayor presión sobre el tipo de cambio.

Además, señala que el Ministerio de Hacienda estima que es necesario quitar el sesgo restrictivo a la política monetaria de los Comunicados anteriores, en la medida que el escenario internacional se ha vuelto altamente volátil y con riesgos de una desaceleración importante, de forma de permitir mayor flexibilidad en el uso del instrumental monetario en caso de ser necesario en el corto plazo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 174

Página 21 de 27

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, a continuación, da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara inicia su intervención, agradeciendo al *staff* la excelente presentación efectuada durante la mañana.

En primer término, señala que las noticias en el frente externo son francamente negativas. Al respecto, especifica que las cifras en Estados Unidos han sido decepcionantes, al igual que el acuerdo fiscal y que a ello se suma la baja en la clasificación de su deuda; que en Europa, los problemas se multiplican y se expanden a economías que, hasta hace poco, se consideraban completamente seguras y hoy enfrentan las dudas de los mercados; que los *spreads* soberanos y de la banca han aumentado y que no se puede descartar un empeoramiento de la situación de Europa e incluso un quiebre del euro; que las tasas de interés de largo plazo han caído significativamente y la normalización monetaria se ve cada vez más lejana; y, más aún, que en Europa ya han surgido voces a favor de bajar la tasa de interés de política monetaria. En su opinión, pensar que Chile no se verá afectado en este escenario es completamente irreal, por cuanto los precios de los activos ya están reflejando esta situación más negativa del entorno externo.

En segundo lugar, menciona que, en Chile, los indicadores de actividad se han mantenido sólidos; que la demanda muestra algunas señales, aunque aún moderadas, de desaceleración; que las expectativas de inflación se han reducido en forma significativa, al igual que las de la TPM; que la menor inflación efectiva en relación a la esperada previamente, en conjunto con una situación externa más frágil que ha sido acompañada de una baja en el precio de los productos primarios, en especial el petróleo, están detrás de estas menores expectativas inflacionarias.

El Consejero señor Rodrigo Vergara plantea que, en este escenario, la opción que presenta la Gerencia de División Estudios es la más adecuada, ya que aumentar la tasa de interés en este escenario aparece del todo extemporáneo. Expresa que, de alguna forma, eso implicaría pensar que la economía chilena está blindada con respecto a lo que sucede afuera, lo que, en su opinión, sería un error. Por otra parte, señala que es muy temprano para pensar en bajarla, en vista del proceso que se ha llevado hasta ahora como de la fuerza que aún muestra la demanda interna.

El Consejero señor Rodrigo Vergara hace presente que el punto clave, entonces, es si se mantendrá el sesgo restrictivo de los Comunicados anteriores. Manifiesta que, en su opinión, no debiera ser así y que el Consejo debería moverse a un sesgo neutral, que indica que existen las mismas probabilidades de que la TPM a futuro suba o que baje. Destaca que, a su juicio, esta es la situación más realista hoy en día. Agrega que, a lo mejor, la probabilidad de ambos eventos en el corto plazo es baja y es mayor la probabilidad de mantención, pero admite que en este escenario le cuesta pensar que haya un sesgo en uno u otro sentido.

Para ser más específico, señala que si la situación internacional empeora —que, por cierto, es algo que no se puede descartar—, la probabilidad de baja futura en la TPM sube. A la vez, indica que si el escenario externo se estabiliza y, además, se mantiene el dinamismo interno o la desaceleración es más gradual que lo estimado, entonces la probabilidad de volver a la senda de alzas aumenta.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara expresa que su voto es por mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25%.



Además, manifiesta que por las razones expresadas anteriormente, es partidario de innovar en el último párrafo del Comunicado, de tal forma de que el Consejo se mueva a un sesgo neutral. Explica que ello implica borrar la frase relativa a las probabilidades de cambio en la TPM a futuro y dejar lo relativo a que el Banco Central usará su política con flexibilidad, dependiendo de las condiciones macroeconómicas externas e internas.

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

El Consejero señor Sebastián Claro indica que, sin duda, las últimas semanas han estado marcadas por un importante deterioro de las condiciones externas, ya que las cifras macroeconómicas han sido menores que las esperadas en los países desarrollados y la volatilidad en los mercados financieros ha aumentado de manera significativa. Hace presente que todo ello se ha traducido en una corrección en los precios de los *commodities* que, aun cuando se encuentran todavía altos, han dado cuenta de una perspectiva de mayor debilidad económica mundial. Agrega que las condiciones financieras en Europa han empeorado y que si bien no se han reflejado en las condiciones de acceso a financiamiento externo de la economía, sí dan cuenta de una fragilidad muy significativa.

Destaca, además, que los problemas de deuda en Europa son importantes, que se han agudizado en el último tiempo y que, en su opinión, son difíciles de solucionar en el contexto actual, lo que introduce potenciales riesgos de primer orden sobre las perspectivas macro externas hacia adelante. Estima que la situación en Estados Unidos parece algo más controlada, en el sentido de confirmarse una debilidad importante en su crecimiento, pero sin mayores sobresaltos por el lado de la volatilidad financiera. Sin embargo, plantea que existen dudas sobre la exposición del sistema financiero en Estados Unidos a los mercados de deuda soberana, bancaria y corporativa en Europa, lo que también es una fuente de riesgos no despreciable.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, todo ello ha llevado a una corrección decidida en las perspectivas de crecimiento para el mundo desarrollado en lo que queda de este año y para el próximo año. Sostiene que ello todavía no ha golpeado de manera significativa las perspectivas para los países en desarrollo, pero que resulta difícil pensar que un contexto de debilidad importante en la actividad externa y de alta volatilidad en los mercados financieros no tendrá impacto relevante en los mercados emergentes. Por ahora, estima que resulta importante hacer un seguimiento cercano a estas condiciones.

Con respecto al ámbito interno, destaca que el primer semestre fue algo mejor que lo esperado, tanto por una actividad y demanda dinámicas como por registros de inflación menores a los anticipados. Adicionalmente, resalta que la corrección en los precios de las materias primas y los menores registros efectivos de inflación han conformado un escenario en que las proyecciones de inflación para los próximos trimestres han disminuido, moviéndose en torno a 3% para todos los plazos.

Por cierto, advierte que si bien los riesgos de que el dinamismo de la demanda interna se mantenga más allá de lo deseado todavía subsiste, se observa una tendencia a la moderación. Subraya, además, que las condiciones actuales externas sugieren que la posibilidad de materialización de este riesgo ha disminuido de manera importante. Asimismo, señala que el escenario externo se ha deteriorado y que la posibilidad de escenarios con condiciones significativamente más negativos también se ha incrementado. Hace notar que esto es especialmente relevante en los riesgos de problemas financieros agudos en Europa.

El Consejero señor Sebastián Claro es de opinión que la tasa de política monetaria se encuentra hoy en una zona confortable y que sin ser contractiva, tampoco está proveyendo de impulso a la demanda, que se ha recuperado con fuerza en los últimos



trimestres. Dadas las perspectivas futuras y la alta volatilidad externa, se observa con claridad la validez de la opción de mantener la tasa en esta oportunidad. Cree, además, que queda en evidencia que la dirección del próximo movimiento es incierta.

Por ahora, expresa que su posición es que la estrategia de mantener este nivel de TPM por un tiempo prudente es ciertamente superior para observar cambios en el entorno interno y externo que entreguen información más clara sobre la trayectoria de la actividad y la inflación. A su juicio, resulta, entonces, adecuado señalar esta actitud de cautela, reconociendo que la dirección de los movimientos futuros es incierta, aun teniendo en cuenta que lo más probable sea una mantención de la TPM en las próximas Reuniones.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en 5,25% y por eliminar el sesgo de la trayectoria futura.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Consejero señor Sebastián Claro y, a continuación, ofrece la palabra al Consejero señor Enrique Marshall.

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención, agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado.

En primer término, indica que las noticias más relevantes del último mes han tenido su origen en el frente externo, dando cuenta de un importante deterioro en la economía mundial y, particularmente, en las economías desarrolladas.

Hace presente, además, que las perspectivas de crecimiento se han debilitado, que los mercados financieros se han tornado más volátiles y que los inversionistas han aumentado su preferencia por activos de mayor seguridad y/o liquidez. Como resultado de ello, plantea que los precios de los metales y de los combustibles se han corregido a la baja. Subraya que si bien estas noticias no son completamente sorprendentes, porque dan cuenta de la materialización de riesgos previamente identificados, conducen a desviaciones no menores respecto de lo contemplado en nuestro escenario base.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que detrás de esta evolución están, entre otros factores, los problemas fiscales que aquejan a las economías maduras, que aún no encuentran una salida satisfactoria y que a ellos se agregan los problemas que afectan a sus respectivos sistemas bancarios. Añade que en estas últimas semanas, la intranquilidad se ha intensificado en ambos frentes.

Asimismo, enfatiza que si bien las economías emergentes siguen creciendo, la preocupación sobre si ello se podrá sostener, por lo menos al mismo ritmo, ha tendido a aumentar.

A su juicio, la incertidumbre es alta por el momento y resulta difícil anticipar la forma como evolucionarán las condiciones económicas a nivel global. Sin embargo, advierte que los potenciales efectos de una desaceleración mundial no pueden ser desatendidos. Hace notar, en todo caso, que lo más probable es que las condiciones enfrentadas por la economía nacional resulten menos favorables que las visualizadas con anterioridad.

En el plano interno, destaca que las cifras conocidas siguen siendo bastante coherentes con el escenario base. Al respecto, especifica que la actividad y la demanda mantienen un dinamismo importante, que se moderaría en el curso de este semestre, como estaba previsto. En todo caso, estima que los efectos de una desaceleración mundial se reflejarían principalmente en el crecimiento del próximo año.



Manifiesta, además, que el mercado laboral sigue estrecho, como lo reflejan las cifras de desempleo, pero que la tasa de variación anual del empleo y, particularmente, de su componente asalariado, ha disminuido, lo que refuerza la idea de una moderación en el ritmo de expansión de la economía.

Agrega que la expansión de la actividad y la demanda sigue apoyada por condiciones crediticias normales. Sin embargo, se sigue observando un comportamiento relativamente prudente de parte de oferentes y demandantes de financiamiento bancario.

Asimismo, destaca que la inflación mantiene el buen comportamiento exhibido en los meses recién pasados, con registros anuales cercanos a la meta y que la inflación subyacente sigue bastante contenida.

Con todo, advierte que persisten diferencias significativas en el comportamiento de los distintos componentes de la canasta del IPC y que todo ello introduce algún grado de incertidumbre al momento de calibrar la trayectoria inflacionaria.

Por otra parte, comenta que las remuneraciones, después de dos meses de desaceleración, han vuelto a aumentar su tasa de variación anual. Sin embargo, menciona que el ritmo al cual están creciendo resulta coherente con la trayectoria inflacionaria y con las condiciones del mercado laboral.

Subraya que las expectativas inflacionarias, como consecuencia de las noticias provenientes del exterior, se han ajustado a la baja y sugieren que la tasa de variación en doce meses cerrará el año más cerca del 3% que del 4%. Coherente con ello, indica que las expectativas para la TPM se han ajustado a la baja, y que si bien la dispersión de las opiniones o mediciones ha aumentado, la idea de que la TPM no subiría en los próximos meses ha ganado fuerza. En lo que se refiere a esta Reunión, informa que el mercado se inclina abrumadoramente por una mantención.

En suma, manifiesta que la economía ha seguido el curso anticipado, pero que las perspectivas futuras se han tornado bastante más inciertas, como resultado de la evolución de la economía y las finanzas mundiales. En todo caso, indica que lo más probable es que se tenga en los próximos trimestres algo menos de crecimiento y algo menos de inflación que la prevista con antelación. En este contexto, señala que surge con claridad la recomendación de mantener la TPM en su actual nivel.

Considerando que la tasa se encuentra en un nivel relativamente normal, cree que existe suficiente espacio para no innovar. Enfatiza que la inversión que se hizo en meses anteriores, al normalizar la política monetaria con prontitud, permite tomar esta decisión sin asumir riesgos importantes.

Además, considera que una mantención brinda tiempo al Consejo para evaluar los desarrollos en el frente externo y sus implicancias en el plano interno, precisamente cuando se prepara el próximo IPoM.

Plantea que otro elemento a considerar es que las expectativas de inflación se han ajustado a la baja y que, como resultado de ello, las condiciones monetarias, expresadas en términos reales, han tendido a endurecerse en forma automática. A su juicio, ello refuerza la conveniencia de no modificar el nivel de la TPM.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que, quizás, la decisión más importante en esta oportunidad no está en el nivel de la tasa, sino que en el sesgo que se comunicará al mercado. Manifiesta que si bien no descarta un nuevo movimiento al alza, estima que la probabilidad de que no se requieran nuevos ajustes en los próximos meses ha aumentado significativamente. Asimismo, indica que no visualiza un movimiento a la baja,



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 174

Página 25 de 27

pero que le parece que el rango de acciones plausibles en adelante se ha abierto suficientemente como para justificar un sesgo neutral.

En consecuencia, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la TPM en su actual nivel de 5,25% y por dejar un sesgo de política neutral.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la intervención del Consejero señor Enrique Marshall.

Por su parte, el señor Presidente destaca que las noticias más relevantes durante el último mes vienen del ámbito externo.

Al respecto, especifica que hay claras señales de debilidad en las economías avanzadas, en un ambiente de severas turbulencias financieras; que la volatilidad de los mercados accionarios y la baja en las tasas de bonos del Tesoro de largo plazo indican un panorama de menor crecimiento; que este menor crecimiento se observa incluso en economías que venían mostrando mayor dinamismo, como es el caso de Alemania; y que en este contexto, los precios del petróleo y del cobre han caído en torno a un 10%, en tanto que el de los alimentos ha mostrado un aumento acotado.

El Presidente señor José De Gregorio anticipa que el crecimiento de las economías desarrolladas será menor que el previsto unos meses atrás y que, en lo más reciente, las proyecciones privadas se han ajustado de manera importante a la baja. Asimismo, indica que se prevé que las tasas de política monetaria en los países desarrollados, en particular en Estados Unidos, y coherente con lo que la propia Reserva Federal ha comunicado, permanecerán bajas por un tiempo mayor al anticipado hace algunas semanas. Por lo tanto, plantea que se espera que el mundo crezca menos este año y el próximo, que los precios de los *commodities* cedan y que continúen las turbulencias financieras. Más aún, señala que la probabilidad que se dé un escenario de un mayor deterioro ha aumentado, ya que, en primer lugar, es posible que las economías emergentes vean resentido su crecimiento de manera significativa, pudiendo agregar al deterioro de la actividad mundial; y, en segundo lugar, no se puede descartar que las turbulencias financieras resulten en crisis en algunas economías, en particular en la Eurozona, que tenga importantes repercusiones globales.

En opinión del Presidente señor José De Gregorio, las repercusiones sobre la economía chilena son variadas. Sobre el particular, especifica que la mayor aversión al riesgo, la incertidumbre y las mayores primas por riesgo en el mundo afectarían la demanda y condiciones financieras locales. Agrega que además debe considerarse el efecto directo de la menor actividad mundial y la caída del precio del cobre y petróleo, que puede ser seguida por los alimentos.

Hace presente que todo lo anterior implica un escenario internacional que quitará fuerza al crecimiento de la economía y reducirá las presiones inflacionarias. Añade que todo esto en un contexto donde la actividad doméstica evoluciona de acuerdo a lo anticipado hace ya varios meses y es de un fuerte crecimiento, como el registrado el primer semestre, que se debería ir moderando a lo largo del año, como se está observando recientemente.

Por otra parte, subraya que después de haber pasado por un complejo escenario de mayores perspectivas inflacionarias, los registros recientes han estado algo por debajo de lo anticipado y las perspectivas de corto plazo son de menor inflación. Subraya que las expectativas de inflación, tanto las que se derivan de los precios de los activos financieros como las de las encuestas, dan cuenta también de menores presiones inflacionarias.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 174

Página 26 de 27

El Presidente señor José De Gregorio alude, además, a que en el último IPoM el supuesto de trabajo respecto de la política monetaria era que se terminaría el año en niveles cercanos a 5,75 o 6 %. Hace notar que las decisiones de política monetaria, por su parte, tanto en la decisión respecto del nivel de la TPM como el sesgo que se ha comunicado, han sido coherentes con dicha evaluación. No obstante, los eventos recientes debieran llevar al Consejo a una reevaluación del curso futuro de la política monetaria.

En primer lugar, señala que hoy día se justifica mantener la TPM en 5,25%, pero, además, cree que también se justifica retirar el sesgo del Comunicado, ya que un alza de la tasa no es lo más probable en los meses venideros. De hecho, indica que no se podría descartar que de registrarse un deterioro adicional en la economía global, el próximo movimiento sea a la baja. Agrega que tampoco se puede descartar que de mantenerse el vigor previsto de la economía chilena, subsistan presiones inflacionarias que amenacen el cumplimiento de la meta y, por lo tanto, sea necesario subir la TPM. En consecuencia, cree que se debe mantener un sesgo neutral.

Destaca que es importante evitar que el retiro del sesgo sea mal interpretado como un sesgo a la baja. En todo caso, indica que en unas semanas más se presentará el próximo IPoM, donde el Consejo tendrá la oportunidad para comunicar las perspectivas macroeconómicas del Banco y sus implicancias de política monetaria con mayor detalle. Más aún, señala que una mantención de algún sesgo al alza por razones de prudencia, podría prestarse para una mala interpretación aún más compleja, consistente en que el Banco no ha aquilatado en su magnitud la gravedad y los riesgos del escenario económico internacional.

En razón de los fundamentos expuestos, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que su voto es por mantener la tasa y retirar el sesgo del Comunicado.

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

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

174-01-110818 – 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 más lento en Estados Unidos y Europa, y las proyecciones de consenso para estas economías se han corregido a la baja. Asimismo, se ha acentuado la preocupación respecto de sus riesgos fiscales y financieros, particularmente en la Zona Euro, lo que ha originado un aumento generalizado de la volatilidad financiera y mayor aversión al riesgo, con un ajuste significativo en los precios de activos. Los precios del cobre y del petróleo han registrado reducciones importantes en las últimas semanas. A nivel global, las expectativas inflacionarias de mediano plazo han disminuido y las perspectivas de normalización de las tasas de interés en las economías avanzadas se han aplazado nuevamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 174

Página 27 de 27

En el plano interno, las cifras de actividad, demanda y del mercado laboral evolucionan con dinamismo y en el margen muestran señales de moderación. Sin embargo, en el caso del producto y la demanda, dicha moderación ha sido algo menor que lo contemplado en el escenario base del Informe de Política Monetaria de junio. Los registros anuales de inflación del IPC se han mantenido en torno a 3% y los de inflación subyacente permanecen acotados. Las expectativas inflacionarias muestran un significativo descenso, ubicándose en torno a la meta.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:00 horas.



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



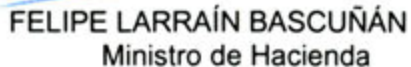
RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 176 celebrada el día jueves 15 de septiembre de 2011

En Santiago de Chile, a 15 de septiembre 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 señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Subsecretario de Hacienda, señor Julio Dittborn Cordua.

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 Estadísticas,
Don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesor de la Presidencia,
don Felipe Labbé Castillo; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 176, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2012 para el día 15 de ese mes.

El Presidente señor José De Gregorio informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín no asistirá a la presente Reunión y que, en su reemplazo, se contará con la presencia del Subsecretario de Hacienda señor Julio Dittborn durante el 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 lugar, destaca la alta tensión en los mercados financieros frente a la compleja situación fiscal de Europa; que los CDS de Grecia reflejan una alta probabilidad de *default*; que los bancos evidencian incrementos significativos de CDS y que voces disonantes al interior de la Zona Euro han aumentado las dudas en torno al camino de salida de la crisis.

En segundo término, subraya que los indicadores de actividad reflejan aún mayor debilidad global.

Menciona, además, que ante la amenaza de *japonización* de su economía, el Gobierno de Estados Unidos anunció un programa de estímulo para el mercado laboral.

Por último, comenta el amplio predominio de mantenciones de tasas de política monetaria (TPM) en economías emergentes, que aparecen rebajas en algunas otras economías y que en Europa el mercado recoge un posible recorte.

Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann indica que las bolsas registraron una fuerte caída como consecuencia de las dudas fiscales de Estados Unidos y de la preocupación por Europa, y que si bien anotaron posteriormente una modesta recuperación, esta se revirtió en los últimos días. Agrega que en materia de flujos de capitales hacia economías emergentes, persistieron las salidas, en términos de promedio móvil, pero se moderaron en algún grado al cierre de la última semana.

Hace notar que la volatilidad se está reflejando en un VIX particularmente alto, superior a 40%, situación que se repite en los mercados europeos y en un grado algo menor en los emergentes; y que las primas por riesgo corporativo de las empresas norteamericanas han aumentado, especialmente las *high yielders*.

En cuanto a las primas por riesgo en economías emergentes, hace presente que también se han elevado, especialmente en América Latina y de manera más moderada en Europa emergente y Asia; y que las primas corporativas exhiben alzas relativamente importantes, lo cual es reflejo de un mayor grado de aversión al riesgo.

El señor Lehmann plantea que la alta tensión en los mercados europeos ha quedado de manifiesto en los CDS soberanos y de bancos, que han alcanzado niveles récord. Al respecto, especifica que los CDS de Grecia bordean los 5.000 puntos base y que el mercado asigna una probabilidad de *default* asociada a ese nivel de CDS de prácticamente 100% para el próximo año; que si bien los CDS de Irlanda y Portugal también han registrado aumentos significativos, resultan comparativamente bastante menores, y que los de Italia y España también han anotado algunas alzas.

Destaca que en el caso de bancos también se observa una tensión importante, particularmente en el caso de los franceses e italianos. A título ejemplar, comenta que los CDS del banco *Société Générale* y del italiano *UniCredit* han aumentado de manera muy significativa, alcanzando niveles cercanos a 450 puntos base. Con respecto a los CDS de los bancos BBVA y Santander, en tanto, informa que si bien también muestran incrementos, alcanzan niveles de 350 puntos base, aproximadamente. Recalca, asimismo, que las agencias clasificadoras de riesgo redujeron la clasificación de los bancos franceses *Société Générale* y *Crédit Agricole*, generando una importante preocupación en el mercado. De hecho, menciona que hay algunos indicios de una reducción en el nivel de depósitos en algunos de los bancos que se encuentran más comprometidos en términos financieros.



El Presidente señor José De Gregorio comenta que una agencia clasificadora de riesgo dio a conocer el día anterior que los cuatro bancos más sólidos de Europa son el Banco Santander, el BBVA, el HSBC y uno inglés. El Consejero señor Rodrigo Vergara alude al banco *Société Générale*, que ha estado liquidando activos en forma masiva para mejorar sus *ratios*.

El señor Sergio Lehmann señala que la tensión radica en los problemas de liquidez que está enfrentando el mercado bancario europeo. Hace notar que estos han llegado a ser tan complejos en el caso de algunos bancos, que han dado origen a anuncios de líneas de *swaps* y otras de carácter similar, de manera de proveerles liquidez. De hecho, comenta que ello se ha visto reflejado en un aumento de las primas por liquidez.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que las tensiones en los mercados interbancarios en Europa son evidentes, quedando claramente de manifiesto en el gráfico de la lámina 8 de la presentación. Sin embargo, indica que el Banco Central Europeo está otorgando líneas de liquidez a seis meses, lo cual debiera limitar fuertemente las necesidades de liquidez; luego, la situación expuesta estaría sugiriendo, de alguna manera, que los bancos europeos estarían *subactivados* en colaterales para poder acceder efectivamente a estas líneas de crédito. Al respecto, consulta si hay información que aclare tal situación.

El señor Sergio Lehmann responde que, en su opinión, si bien es probable que la situación actual estaría reflejando lo planteado por el Consejero señor Claro, lo seguro es que la acción concertada de los bancos centrales para proveer liquidez, da cuenta de que las medidas adoptadas en tal sentido por el Banco Central Europeo no han sido suficientes, traduciéndose en aumentos de las primas por liquidez.

Al continuar con su presentación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann informa que se ha acentuado la caída de las tasas de largo plazo de los países refugio por un evidente efecto *flight-to-quality*. Sobre el particular, precisa que la tasa a 10 años en dólares no solo está en torno a 2%, sino que llegó incluso a 1,9% en los días previos, nivel que es inferior al mínimo de 2,1% alcanzado en los años 2008 – 2009.

Frente a este escenario, manifiesta que han predominado las pausas en los procesos de normalización de política monetaria en las economías emergentes, registrándose solo dos excepciones: Tailandia, cuya inflación supera ampliamente su meta, y Brasil, que ha optado por reducir su tasa de política monetaria en 50 puntos base ante la evidencia de una desaceleración importante de su economía.

En materia de expectativas, hace presente que las encuestas apuntan a que habría concluido el proceso de aumento de tasas de política en las economías emergentes. Respecto de las economías desarrolladas, en tanto, menciona que los contratos futuros dan cuenta de una posible rebaja en 25 puntos base en la Zona Euro durante la última parte del año y la mantención en el caso de Reino Unido, Estados Unidos y Japón.

Con respecto a las monedas, el señor Sergio Lehmann destaca que el franco suizo se depreció en un 10% tras la fuerte intervención en el mercado cambiario por parte del Banco Central de ese país, en tanto que, en el otro extremo, el dólar se apreció 2% por un efecto *flight-to-quality*, esto es, por la búsqueda de un refugio en dólares.

En relación con los distintos indicadores económicos, subraya que ellos dan cuenta de un escenario de fuerte desaceleración.

Respecto de las proyecciones de crecimiento mundial, el señor Sergio Lehmann exhibe un cuadro con los datos reportados en el último Informe de Política Monetaria (IPoM), aquellos informados por los bancos de inversión y por *Consensus Forecasts* y, a modo referencial, algunas cifras preliminares del *World Economic Outlook* (WEO) para la Zona Euro, Japón y China. Sobre el particular, señala que las proyecciones de los bancos de inversión han experimentado algunos cambios. En efecto, detalla que cuatro semanas atrás, estas eran



algo más auspiciosas que las contenidas en el último IPoM, mientras que hoy se encuentran bastante alineadas con las estimaciones internas, particularmente en el caso de Estados Unidos. Con respecto a la Zona Euro, en tanto, anticipan un crecimiento menor para el año 2012 que el considerado en dicho Informe. En cuanto a las estimaciones de *Consensus Forecasts*, hace notar que las proyecciones reportadas en la lámina 14 de la presentación corresponden a las informadas en agosto, en tanto que aquellas correspondientes al G7, que debieran conocerse en el transcurso del día, darían cuenta de un ajuste importante y se acercarian probablemente, a las estimaciones de los bancos de inversión.

El señor Lehmann, respondiendo a comentarios y consultas del Presidente señor José De Gregorio y del Consejero señor Sebastián Claro, reitera que las proyecciones de los bancos de inversión no solo se han corregido a la baja respecto del último IPoM, especialmente en el caso de las economías desarrolladas, sino que se han acercado a las estimaciones internas.

Por otra parte, menciona que la producción industrial se desaceleró en el segundo trimestre y que las encuestas PMI apuntan a perspectivas aún menos favorables. De hecho, precisa que los términos de PMI han disminuido hasta niveles cercanos al pivote 50, lo cual refleja justamente una suerte de estancamiento en las economías, particularmente en las desarrolladas.

Destaca, además, que la confianza de los consumidores se derrumbó en las economías desarrolladas, acorde con la alta tensión que se observa en los mercados.

En materia de desempleo, el señor Sergio Lehmann hace presente que se mantiene el mismo escenario de un mes atrás, y que la creación de empleo continúa desacelerándose en las economías emergentes y se ha estancado en Estados Unidos.

Comenta, además, que el mercado inmobiliario en Estados Unidos continúa deprimido, ya que no se vislumbran señales positivas en las ventas de viviendas y porque en el caso de los precios, solo se advierte un ligero aumento en el margen.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Lehmann prosigue con su presentación, señalando que los indicadores de corto plazo de la actividad en Estados Unidos, correspondientes al mes de agosto, dan cuenta de una marcada desaceleración de esa economía.

Al respecto, manifiesta que la gerencia a su cargo realizó una proyección de crecimiento para el trimestre siguiente, utilizando para ello un modelo de factores dinámicos, que considera todos los indicadores posibles, tanto financieros como de actividad, que arrojó que existe una correlación relativamente alta con el crecimiento efectivo del PIB. Destaca que al excluir los indicadores financieros, bursátiles, de tasas de interés y otros, de manera de aislar eventuales efectos derivados de aprensiones o tomas de refugio que pueden estar ensuciando tales indicadores, los resultados muestran una caída algo menor que al incluirlos en el ejercicio.

A título de resumen, menciona que el crecimiento del tercer trimestre sería bastante bajo, mientras que al excluir los indicadores financieros mencionados, sería algo superior a 0,1%.

El señor Lehmann exhibe, además, un gráfico sobre índices de difusión, obtenidos a partir de la utilización de una metodología similar a la empleada por las Reservas Federales de Chicago y de Filadelfia, donde los datos inferiores a cero dan cuenta de desaceleraciones para el trimestre siguiente, en este caso, del tercero *versus* el segundo trimestre. Hace notar que estos datos también reflejan una desaceleración, es decir, que los resultados obtenidos a través de esta metodología son coherentes con los observados a partir de aquella que utiliza factores dinámicos.



A continuación, el señor Sergio Lehmann señala, que la pregunta que surge en la actual coyuntura es si es posible una *japonización* de Estados Unidos. Para responder tal interrogante, exhibe la lámina 20, que contiene gráficos que reflejan las similitudes existentes entre ambas economías, como resulta ser el caso de las caídas importantes en los precios de las viviendas en Estados Unidos y de los terrenos en Japón, y una trayectoria de ambos precios bastante similar; la trayectoria de endeudamiento en Estados Unidos, que sigue bastante de cerca la de Japón, al menos en sus primeros años; y las tasas a 10 años plazo, que también siguen un patrón bastante similar.

En cuanto a las diferencias, indica que están asociadas a una acción mucho más fuerte de parte de la Reserva Federal en términos de política monetaria, que determina que los techos de las tasas Libor a 6 meses reales sean más bajos en Estados Unidos que en Japón en los años 1990 – 1991. Agrega que para efectos de la comparación, el tipo de cambio real en Estados Unidos a partir del año 2007 aparece también más depreciado en términos reales que el yen, partiendo el primero desde el año 2007 y el de Japón en el año 1991. Por último, hace notar que el crecimiento del PIB *per cápita* en Japón experimentó una caída menor en la primera parte de los años 90 y luego rebotó de manera significativa, mientras que en el caso de Estados Unidos, la caída fue más importante al comienzo y luego registró una recuperación seguida por la desaceleración que se observa hoy día.

En materia de inflación, destaca que la trayectoria se muestra estable en Estados Unidos, pero que ha aumentado la inflación *core*. De hecho, informa que al comienzo de la presente jornada se dio a conocer el dato inflación en ese país, que resultó ser algo mayor que lo esperado. Añade que en las economías emergentes, en tanto, la inflación total y *core* se han reducido, con excepción de Asia, que está particularmente marcada por lo que acontece en Corea, Tailandia y China.

Coherente con lo anterior y también con un escenario que se percibe más desacelerado, manifiesta que las expectativas de inflación se han reducido particularmente para el año 2011. Subraya que en el caso de Asia, en cambio, se anticipan aumentos para el presente año e incrementos algo menores para el año próximo.

El Presidente señor José De Gregorio solicita que se expliquen las razones detrás del aumento de las proyecciones de inflación en Asia.

El señor Sergio Lehmann responde que los datos de inflación, que han sido particularmente altos, estarían explicando este aumento en las proyecciones inflacionarias. No obstante, hace el alcance que tales proyecciones fueron elaboradas con datos del cierre de julio, que no recogen del todo las turbulencias de agosto y los ajustes más importantes que hubo en materia de crecimiento, por lo que habrá que estar atentos a la publicación de *Consensus Forecasts* del mes en curso.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que Asia exhibe dos diferencias importantes respecto de América Latina y otras regiones. En primer término, menciona que en relación con sus promedios históricos, Asia está mucho más atrás en el ciclo de normalización de política monetaria; y, en segundo lugar, que ha tenido una menor apreciación que América Latina.

El Gerente de Análisis Internacional indica que en materia de *commodities* se observan comportamientos mixtos, esto es, aumentos en el precio del arroz y de los petróleos *WTI* y el *Brent*, y caídas en el precio del cobre, de las gasolinas, maíz y trigo. En términos agregados, destaca el aumento de 2% del precio de la energía y una leve caída en granos y cereales. Agrega que los indicadores FAO correspondientes al cierre de agosto dan cuenta de cierta divergencia, pero que, probablemente, se observará alguna reversión en la próxima RPM, particularmente en los indicadores de cereales.



Al finalizar su presentación, subraya que la mayor debilidad de la demanda, producto de la desaceleración de la actividad, ha sido compensada por menores suministros o problemas de oferta en algunos *commodities*, dando algún grado de soporte a los precios actuales. A título ejemplar, alude a los problemas de producción de cobre y a algunos elementos que inciden en ciertas restricciones sobre la oferta del petróleo, como los períodos de huracanes.

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 Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que, en su opinión, el problema más evidente es el tema financiero en Europa. En ese sentido, consulta al Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón acerca de la percepción de la Gerencia a su cargo respecto de la liquidez de los bancos en distintos países, en especial que ante una agresividad muy grande del Banco Central Europeo, los mercados interbancarios exhiban una situación tan ajustada. Enfatiza que, en el corto plazo, el problema de la liquidez constituye el riesgo más significativo.

El señor Beltrán de Ramón responde que, de acuerdo con su percepción, la situación de liquidez es muy apretada, en parte, porque todos los bancos están reduciendo su riesgo bancario. Hace presente que en materia de inversión de las reservas internacionales, por el momento, el Banco Central de Chile no está renovando posiciones en Europa, ni siquiera en Alemania, porque se está reduciendo la exposición a riesgo bancario.

Explica, además, que el balance se financia con depósitos a plazo, que para dar crédito se deben comprar colaterales y que ante una caída de estos depósitos, necesariamente hay que deshacerse de los colaterales o buscar otras formas más caras de financiamiento. En consecuencia, plantea que el *pool* de colaterales disponible hoy día en la banca debe estar bajo una presión mayor, explicando los altos *spreads*, como los exhibidos por el señor Lehmann precedentemente, u otras operaciones de entrega de reservas de oro para demandar dólares, como informa el *Financial Times* en su edición del día de hoy, que dan cuenta de un nivel de apretura muy grande. En su opinión, ese es el principal riesgo.

A juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán, cuando existen problemas serios de liquidez, entonces la prima por liquidez, representada por el *spread Libor – OIS*, es más alta a menor plazo, como fue, por ejemplo, en Estados Unidos en su peor momento, inmediatamente después de *Lehman Brothers*. En otras palabras, sostiene que un crédito *overnight* o un crédito a un mes es mucho más caro, en términos de tasa anual, que uno a 4 o 6 meses. Al respecto, estima que, dada la actual estructura de tasas, el aumento en el costo del crédito obedece más a un tema de solvencia que de liquidez.

En segundo término, solicita mayores antecedentes respecto de la provisión de financiamiento en dólares anunciada por el Banco Central Europeo, específicamente el monto involucrado y la razón por la que estaría proveyendo liquidez en dólares.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann responde que este programa comprende un monto muy elevado de recursos, porque corresponde a una acción coordinada, como la que existió en el pasado entre la Reserva Federal, Suiza, Inglaterra y Japón. En cuanto a la razón del financiamiento en dólares, indica que obedece a una visión de que los bancos, particularmente europeos, tienen problemas de liquidez en esa moneda, que es lo que se busca resolver, más allá de los problemas de solvencia que probablemente también están detrás.

El Presidente señor José De Gregorio hace presente que se trata de préstamos a 3 meses entre los bancos centrales. Agrega que durante la presente jornada, el euro está subiendo y que los *CDS* de los bancos italianos y de otros países han caído, porque detrás de este programa hay un problema de financiamiento en dólares.



El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que algunos bancos europeos son muy dependientes del mercado mayorista que proviene de los fondos mutuos americanos. Explica que estos se han replegado de este mercado, dejando una brecha de financiamiento en dólares, que es la que trata de cubrir esta línea de crédito.

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 exposición, mencionando los puntos destacados desde la última Reunión.

En primer lugar, señala que, hasta ahora, las turbulencias financieras externas han tenido un impacto acotado en los mercados financieros locales.

En segundo término, indica que las medidas de riesgo local se han mantenido algo por sobre los valores de los meses previos a que se desatara la mayor turbulencia financiera externa; que la tasa de los bonos nominales y reales del Banco Central han vuelto a caer; y que el tipo de cambio se apreció en términos reales y se depreció en términos nominales.

Hace presente, además, que la actividad en julio sorprendió en algo a la baja, en parte por factores puntuales asociados a minería, pero en un contexto en que la demanda continúa bastante dinámica y exhibe solo algunos indicios de moderación.

Menciona, asimismo, que los salarios reales registraron importantes aumentos y que el empleo asalariado continúa con un fuerte dinamismo.

Agrega que la inflación de agosto sorprendió levemente al alza, pero que las medidas de expectativas de mediano y largo plazo se mantienen en torno a 3%.

Por último, destaca que las expectativas de TPM se han reducido en un contexto en que ha aumentado la incertidumbre respecto de los movimientos futuros de tasas.

Al continuar con su presentación, manifiesta que la incertidumbre mundial ha generado aumentos acotados en las medidas de riesgo local. Al respecto, especifica que, con vaivenes, el EMBI, los CDS de los bonos soberanos a 5 años, así como los *spreads* bancario y de bonos corporativos clasificados en categoría AA, han registrado incrementos de una magnitud no significativa respecto del 5 de agosto último, fecha en que se desataron las turbulencias financieras.

En materia de tasas de interés, comenta que tanto las de las *swap* como la de los bonos cayeron con fuerza. Respecto de la tasa *swap* a 180 días, hace notar que se ha estabilizado desde la última RPM, mientras que las tasas de los bonos siguieron cayendo hasta la publicación del IPoM y luego registraron una leve reversión, probablemente ligada al mensaje de política implícito en dicho Informe. Añade que las tasas reales han caído en línea con las nominales y que si bien ambas registraron también una pequeña reversión en el margen, los niveles que alcanzan hoy son mucho más bajos que los observados en la RPM anterior.

El señor Claudio Soto menciona, además, que las bolsas locales volvieron a caer debido el aumento de las turbulencias y que se han mantenido en niveles bajos, algo menores, incluso, que los exhibidos en la RPM pasada, y en coherencia con los movimientos en otras plazas bursátiles.



Con respecto a los movimientos del tipo de cambio, destaca que, a pesar de la fuerte depreciación que ha experimentado la paridad peso/dólar nominal en los últimos días, el tipo de cambio multilateral se ha apreciado con respecto a la RPM pasada, dando cuenta, entonces, de una suerte de apreciación real. Explica que ello es reflejo de lo comentado por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann en cuanto a que, en general, el peso se ha depreciado menos con respecto al dólar que el resto de las monedas del mundo y, por tanto, se encuentra algo más apreciado en términos multilaterales.

En relación con los datos de actividad, precisa que el Imacec de julio, de 4%, sorprendió a la baja. Al respecto, hace presente que ello obedece, en parte, a la debilidad del sector minero, asociada a las huelgas, que tendría un impacto residual, pero de carácter transitorio, en el mes de agosto.

Por el contrario, subraya que la debilidad que exhibe la industria sería algo más persistente, como consecuencia de dos situaciones específicas. Por una parte, explica que al descomponer las ramas de producción industrial entre los sectores más ligados a la inversión, como es el consumo y las exportaciones, se observa que, hoy día, los sectores más débiles resultan ser los relacionados con las ventas de exportables. Por otra parte, hace presente que se advierte también una acumulación indeseada de inventarios, debido a que la producción ha superado a las ventas y destaca que esa información que se complementa con lo que se desprende de la encuesta del IMCE, esto es, que los inventarios estarían por sobre el nivel deseado. De acuerdo con ello, concluye que se estaría produciendo una pequeña acumulación de inventarios no deseada y que las perspectivas futuras son de un ajuste en la producción hacia la baja.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si el gráfico que presenta a la izquierda de la lámina 34 refleja solo la realidad del sector exportable o si incorpora también otros sectores industriales.

El señor Claudio Soto responde que el gráfico aludido se refiere a los inventarios del sector industrial como un todo, pero que el fenómeno reportado si bien es más significativo en el caso del sector exportador, se extiende también hacia los demás subsectores de la industria.

El Consejero señor Rodrigo Vergara acota que ambos gráficos demuestran que la producción es mayor que las ventas en el último tiempo, en tanto que el de la derecha solo se refiere al sector exportable. El señor Claudio Soto confirma el planteamiento del Consejero señor Vergara.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que el gráfico de la izquierda incluye los resultados de la encuesta IMCE, que se realiza a los gerentes del sector industrial en su conjunto, quienes estiman que los inventarios podrían ser excesivos hoy en día. Explica, además, que tal resultado admite dos lecturas: la primera, que dichos gerentes se están preparando para un período de demanda mayor y, por lo tanto, están acumulando inventarios, o viceversa. Agrega que el indicador clave es la distinción que entrega el IMCE, que solo está disponible para el sector en su conjunto y no para cada grupo.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por la coherencia entre una producción industrial estancada y el dinamismo que se observa en consumo e inversión.

El señor Claudio Soto aclara que la producción industrial ligada a sectores de inversión muestra un alto dinamismo, lo que es coherente con la demanda. De todas maneras, manifiesta que la evaluación respecto de si el nivel actual de inventarios es el deseado o no, es un reflejo de las perspectivas futuras que, en este caso, han ido deteriorándose.



El señor Luis Óscar Herrera agrega que otro elemento importante para el sector industrial son las condiciones de tipo del cambio real y la comparación de precios externos contra salarios y costos salariales, por cuanto ellas pueden marcar una diferencia en las perspectivas de demanda de dicho sector.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, refiriéndose a los indicadores de demanda. Señala que algunos indicadores tienden a confirmar una cierta atenuación en la expansión del consumo. Al respecto, menciona que los niveles de las ventas de automóviles han registrado caídas, lo cual indicaría ciertas velocidades negativas en el consumo de durables en los meses venideros; y que las importaciones de bienes de consumo han tendido a estancarse en el margen, lo cual confirmaría también un grado de atenuación en el ritmo de expansión. Subraya que ello ha ido en línea con el comportamiento de las colocaciones de consumo, que si bien aún registran variaciones mes a mes bastante elevadas, han tendido a moderarse en el margen.

Respecto de los indicadores de inversión, indica que aún se advierte bastante dinamismo en el margen. Sobre el particular, comenta que las importaciones de bienes de capital siguen creciendo con mucha fuerza y que algunos indicadores del sector construcción apuntan también a un dinamismo bastante significativo en adelante.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por la evolución del sector construcción desde la RPM anterior.

El señor Claudio Soto responde que las ventas reales registran una caída importante y que la demanda por cemento se mantiene. Con respecto a los permisos de edificación, en tanto, señala que si bien el último dato da cuenta de un aumento, se debe considerar que este corresponde a un promedio móvil de doce meses y, por tanto, captura los últimos doce meses.

Con todo, informa que las proyecciones de crecimiento no se han modificado respecto de las reportadas en el último IPoM, mientras que la demanda interna se ha corregido levemente al alza, sobre todo lo que dice relación con la inversión. De acuerdo con ello, entonces, precisa que la proyección de PIB se mantiene en 6,5% para el presente año y que la demanda interna se corrige desde 9,1 a 9,2%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si se ha modificado la proyección de las exportaciones. El señor Claudio Soto manifiesta que estas se desaceleran, como consecuencia de la caída de la producción y de las ventas industriales y, por ende, de las exportaciones industriales.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán pregunta por la razón detrás de la reducción de la proyección del sector construcción. El señor Soto indica que, a diferencia del último IPoM, cuando el dato de Imacec era aún de carácter preliminar, los antecedentes definitivos dieron cuenta de una corrección a la baja.

Además, el señor Claudio Soto menciona que las proyecciones del mercado para el presente año, de 6,5%, no solo han estado muy alineadas con las proyecciones internas en los últimos tres meses, sino que aquellas para el próximo año también lo han hecho de manera importante y son exactamente iguales a la proyección central del Banco. De hecho, precisa que la Encuesta de Expectativas Económicas anticipa un crecimiento de 4,6% para el próximo año, que es la proyección central del IPoM.

Al continuar con su presentación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto se refiere al mercado laboral. Sobre el particular, destaca que los salarios nominales registraron un aumento en torno a 1% mes a mes, que obedecería, en parte, a temas relacionados con negociaciones colectivas y de salario mínimo discutidos durante este período. Subraya, además, que ello se da en un contexto en que el empleo asalariado, que



excluye el sector agrícola, sigue creciendo con bastante fuerza. De hecho, comenta que se han creado más de 6.000 puestos de trabajo desde comienzos de año, lo cual refleja un gran dinamismo en este sector.

En materia de inflación, indica que el dato del mes de agosto fue de 0,2%, algo superior a lo proyectado internamente y también algo por sobre lo estimado por el mercado.

Hace presente que al descomponer el referido dato de inflación, se observa que el componente alimentos sigue contribuyendo de manera importante a las variaciones mensuales; que el equipamiento de viviendas, muy ligado a bienes importados, tiende a contrarrestar dicho aporte; y que resulta destacable que en el mes de agosto haya habido un alza en vestuario superior a lo previsto, porque ha contribuido a contener las presiones a la baja que se habían observado en algunos componentes del IPC.

Respecto de la proyección, manifiesta que hubo sorpresas que tendieron a cancelarse y que la principal estuvo dada por los combustibles, que llevó incluso a modificar la proyección del IPoM.

El señor Claudio Soto informa que la nueva proyección considera un tipo de cambio de \$470, inferior al tipo de cambio *spot*; y que se ha corregido al alza la trayectoria de precios de las gasolinas en razón de lo acontecido en los mercados internacionales, donde el precio del petróleo ha tendido a revertir las caídas observadas cuando se generó la mayor volatilidad y porque ha sido impactado en el margen por el tipo de cambio. Hace presente que los efectos en el precio de los combustibles llevarían a un alza del precio del Transantiago a fines de año, que ya se ha incorporado en el nuevo escenario y que constituye un riesgo de un leve aumento de la inflación.

Además, el señor Soto menciona que una novedad en la proyección es el alza en el precio de los cigarrillos. Al respecto, plantea que, de acuerdo con lo informado por la empresa del ramo, esta respondería aún al alza en los impuestos que se decretó después del terremoto. Explica que, en algún momento, se supuso una trayectoria más o menos lineal para las alzas de precios asociadas a este impuesto, pero se eliminó de la proyección porque no se materializaron; no obstante, ahora aparece como un elemento nuevo.

Dado lo anterior, señala que se proyecta un IPC de 0,5% para el mes de septiembre y de 3,4% para el año, una décima por sobre lo considerado en el IPoM. Hace el alcance que esta proyección no incluye el alza de precios de las gasolinas anunciada por ENAP el día anterior y que ella fue realizada sobre la base del tipo de cambio *spot* del día martes 13 de septiembre, que fue mayor que el tipo de cambio promedio. En consecuencia, manifiesta que al considerar el nuevo precio anunciado por ENAP, así como la nueva trayectoria de precios de las gasolinas, el IPC de septiembre aumentaría de 0,5 a 0,6% y se cerraría el año con una inflación de 3,5%, en vez del 3,4% estimado previamente.

Con todo, destaca que las expectativas de inflación están bastante estabilizadas. Al respecto, menciona que la Encuesta de Expectativas Económicas arrojó que la inflación a uno y dos años está en 3%, en tanto que la Encuesta de Operadores Financieros indicó que es inferior a 3% a ambos plazos. Añade que las compensaciones inflacionarias también están por debajo o muy cercanas a 3% y que se han mantenido con cierta estabilidad en ese nivel, excepto la 1 en 1, que cayó con fuerza a comienzos de mes, pero tendió a revertirse en lo más reciente. Subraya, asimismo, que las compensaciones 3 en 2 y la 5 en 5, que durante un buen período estuvieron por sobre 3%, están nuevamente bastante alineadas en ese nivel.

El señor Claudio Soto hace presente que las expectativas para la TPM han continuado corrigiéndose a la baja. De hecho, precisa que la *forward* y las encuestas indican perspectivas mayoritarias de reducciones de tasa hasta llegar a niveles algo superiores a 4,5% a mediados del próximo año, pero con alta dispersión.



El señor Soto destaca que en esta ocasión se ha agregado un elemento nuevo en el gráfico relativo a expectativas de TPM, contenido en la lámina 49 de la presentación, que muestra la comparación entre deciles en la Encuesta de Expectativas Económicas y que da cuenta de una dispersión bastante elevada. Sobre el particular, comenta que los deciles más bajos indican caídas más intensas de tasas, que podrían llegar hasta 4% a mediados del próximo año, mientras que de acuerdo con el decil superior, podrían mantenerse en los niveles actuales.

Ante una consulta del Vicepresidente señor Manuel Marfán, el señor Soto aclara que se han considerado los deciles del 1 al 9, esto es, que se eliminaron las dos colas de la distribución.

El señor Soto agrega que hay quienes aún estiman que el Banco elevará la TPM, pero los deciles más bajos esperan caídas mayores que las que se desprenden de la curva *forward*. Reitera que ello se da en un contexto en que la dispersión ha aumentado, en especial, las expectativas de la TPM a un año que se desprenden de la encuesta.

Al finalizar su presentación, el señor Claudio Soto informa que para la presente Reunión el mercado espera casi unánimemente una mantención de la tasa. De hecho, indica que en la encuesta *Bloomberg*, todas las respuestas apuntaron a una mantención, mientras que en la Encuesta de Expectativas Económicas y la de Operadores Financieros solo hubo tres respuestas que señalaban una baja de tasa. Añade que también se observa una mantención de la tasa hasta octubre próximo y solo unas pocas respuestas apuntan a una baja.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y, a continuación, ofrece a palabra para preguntas o comentarios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita que se comente el último dato del IPEC, publicado al inicio de la presente jornada.

El señor Claudio Soto explica que la información entregada esta mañana fue conocida por la Gerencia de División de Estudios hace dos semanas y recuerda que, incluso, fue discutido en una reunión de coyuntura.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta si acaso este dato no constituye información nueva.

El señor Soto aclara que ese IPEC, de 42 puntos, recoge información previa y que este indicador ha estado por debajo de los 50 puntos durante todo el año. Hace presente que, en opinión de la Gerencia de División de Estudios, la mayor incidencia en ese resultado está dada por el precio de los combustibles, porque este indicador comenzó a caer con fuerza cuando empezaron las alzas del precio de la gasolina. Luego, más que dar cuenta de condiciones muy negativas de la situación económica, el IPEC refleja puntualmente el costo que implica que el precio de combustibles sea más alto.

Reitera, además, que una vez conocido ese dato, se explicó que los indicadores que más habían caído eran los de percepción a uno y a cinco años, no los de sensación, es decir, que ellos no daban cuenta de la situación personal, sino que de la visión respecto del país. Agrega que en esa oportunidad se comentó también que una situación similar se había observado en mayo del año 2006, con motivo de las manifestaciones de los estudiantes secundarios, cuando hubo una caída importante del IPEC en las mismas preguntas, esto es, respecto de la percepción a uno y a cinco años.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las novedades respecto de la evolución del crédito y sus distintos componentes en el último mes.



El señor Claudio Soto responde que las tasas de crecimiento del crédito de consumo son relativamente elevadas, cercanas a 17%, con velocidades y variaciones mes a mes que habían estado aumentando; no obstante, informa que los datos en el margen dan cuenta de una cierta atenuación.

El Gerente de División de Estudios señor Luis Óscar Herrera acota que lo anterior significa que la tasa marginal es compatible con la mantención del ritmo actual de crecimiento anual y, por tanto, no se acentúa como en algún período pasado.

El señor Claudio Soto agrega que en el caso de las colocaciones para la vivienda se observa bastante estabilidad y que en términos de niveles de crecimiento, están bastante por debajo de los alcanzados antes de la crisis.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por las novedades del sector minero, ya que, por un lado, se comentó que parte del efecto de las huelgas no se traspasará a agosto y, por otro, que la proyección del año 2012 contempla una recuperación más o menos significativa.

El señor Claudio Soto responde que en el cuarto trimestre se comenzará a observar un aumento en la producción minera. Lo anterior, debido a que durante los últimos meses del año se trata de recuperar la subejecución de los primeros meses del año, con el objeto de cumplir los planes anuales. Añade que a ese aumento esperado en la producción se suma el supuesto de que no habrá huelgas ni problemas tecnológicos que pudieran limitarla. Con todo, hace presente que las bajas de producción que se han observado podrían tener un impacto en las exportaciones mineras hacia fin de año y que ello sí se ha considerado como escenario.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta por el rezago que hay en el cobre, en particular, desde la producción a la exportación del metal.

El señor Soto responde que hay algo de rezago y destaca que también lo hay en las exportaciones y en los valores. Al respecto, explica que los datos de balanza de pagos son contruados con los precios declarados en el Servicio Nacional de Aduanas, mientras que las exportaciones se liquidan al precio *spot* del momento de la liquidación, que puede ser hasta tres o seis meses después de haber sido declaradas. Hace presente que frente a cambios significativos en el precio del cobre, se corrigen las cifras históricas, por lo que es probable que se observen correcciones a la baja en las exportaciones nominales de minería, porque el precio actual del cobre es más bajo que el registrado hace un par de meses.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta un grado de preocupación respecto de la posibilidad de finalizar el presente año con una inflación de 3,5%. Indica que a ello se suma un escenario complejo, en que la producción industrial se desacelera, la demanda sigue vigorosa, el gasto de las personas y del Gobierno se mantiene en los niveles actuales, las colocaciones bancarias están en niveles intermedios, la tasa de desempleo es baja, los salarios están creciendo, y todo ello en un contexto en que la situación internacional se deteriora fuertemente, pero que ha tenido un impacto acotado en el mercado financiero interno. En su opinión, si la situación internacional impacta negativamente al escenario nacional, la pregunta es cómo lo afectará, cuáles van a ser los canales de transmisión, cuáles serían los rezagos y cómo reaccionaría el Consejo si, además, la inflación proyectada para el presente año se ubica en 3,5%

Hace presente que en el año 2008, el pánico fue generalizado y de tal magnitud, que la demanda se desplomó rápidamente. Destaca que entonces se pudo reaccionar relativamente bien. No obstante, subraya que el cuadro macroeconómico actual no es tan simple de leer y que el hecho de finalizar el año con una inflación de 3,5%, en vez de 3,3% como señala el último IPoM, no deja de generarle preocupación.



Indica, además, que un tema adicional dice relación con la forma como se transmite al país que hay un agravamiento de la situación económica y financiera a nivel global.

Por último, manifiesta que ha querido formular preguntas y expresar sus inquietudes más que obtener respuestas categóricas al respecto.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que cabe mencionar dos datos respecto del escenario de inflación. Por una parte, y con respecto al dato puntual a diciembre y a la evolución de los precios de los combustibles, indica que se le otorga menos importancia a la modificación de las perspectivas futuras, pero más bien como factores puntuales que están incidiendo sobre la inflación y no como un cambio de perspectiva. Por otra parte, expresa que más preocupantes son los desarrollos en el mercado laboral, en la medida que se mantiene una situación estrecha y se mantiene un ritmo de aceleración en los salarios. En su opinión, de continuar esta situación, se estaría en un escenario que podría implicar una presión inflacionaria mayor.

Con respecto al escenario externo, en cambio, plantea que sí se observan cambios más significativos en las perspectivas internas, que empiezan a permearse en los indicadores de expectativas. En efecto, especifica que al revisar los indicadores de expectativas, si aparece un deterioro en las perspectivas de crecimiento de los analistas, así como en las encuestas de empresarios y de consumidores. Agrega que también se observan algunas señales de que el ambiente externo enrarecido se permea hacia la economía local, pero reconociendo que los impactos externos en los términos de intercambio y en términos de los premios de financiamiento externo han sido relativamente acotados hasta ahora. Reconoce que el tipo de escenarios posibles en el corto plazo pueden generar efectos bastante mayores y que el riesgo de que ocurra ese tipo de eventos es lo que ha modificado las perspectivas y ha ido permeando las expectativas del mercado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que, en su opinión, las dudas planteadas por el Consejero señor Enrique Marshall son bastante generalizadas. En ese sentido, indica que la inflación puede ser ahora más alta que lo anticipado y que ello llevaría a pensar que la política monetaria debería ajustarse, pero también podría ocurrir que si Chile se ve afectado por la crisis, habría que bajar la tasa. A su juicio, la conclusión es que el abanico de escenarios está muy abierto en todo el mundo.

Manifiesta que le extraña la fuerza del consumo más que otras materias, porque un alto porcentaje de los proyectos de inversión son de largo plazo y porque el esfuerzo de reconstrucción del año pasado no fue de la magnitud esperada.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y no habiendo más consultas o comentarios, suspende la presente Reunión hasta las 16 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 176.

El Presidente señor José De Gregorio da la bienvenida al Subsecretario de Hacienda señor Julio Dittborn, quien asiste por primera vez a una Sesión de Política Monetaria.

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 cuanto a la economía internacional, el señor Herrera señala que se agudiza la crisis soberana en Grecia y en otras economías de la zona Euro; que continúa la volatilidad en los mercados financieros internacionales y que aumentan las primas por riesgo y liquidez. Indica, además, que se deteriora la confianza de empresarios y consumidores en las economías desarrolladas y que las proyecciones para este grupo de países continúan revisándose a la baja. Agrega que el precio del cobre se mantiene en un nivel similar al de la última RPM, mientras que el precio del petróleo y de las gasolinas es algo mayor. Por último, menciona que nuevamente se postergan las expectativas de alzas de tasas de política monetaria en los mercados desarrollados y que las tasas de largo plazo, tanto en Estados Unidos como en Alemania, se ubican en mínimos históricos.

Con respecto a Chile, da cuenta de que los datos de actividad económica y demanda evolucionan en una trayectoria de moderación y, en particular, que las cifras de julio estuvieron algo por debajo de lo anticipado por el mercado, influidas por problemas transitorios en la minería. Añade que las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas y que se acelera el ritmo de crecimiento de los salarios nominales. Comenta, asimismo, que la inflación en agosto fue levemente superior a lo esperado, en tanto que las expectativas de mercado mostraron para horizontes mayores una nueva disminución, situándose en torno a la meta o levemente por debajo de esta.

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que los mercados financieros locales han reaccionado con moderación a los desarrollos internacionales recientes, por cuanto el peso se depreció respecto del dólar, pero se apreció en términos multilaterales, al igual que el tipo de cambio real; la bolsa mostró una disminución similar a las bolsas internacionales; las tasas de los bonos de largo plazo, tanto nominales como reajustables, experimentaron una disminución más marcada que las tasas internacionales; y los premios de financiamiento interno y externo registraron alzas, pero moderadas, en comparación con episodios anteriores.

Finalmente, manifiesta que las expectativas de mercado para el curso futuro de la TPM muestran una reducción en el último mes y reflejan una trayectoria que, en mayor o menor grado, evoluciona por debajo de la TPM vigente, aunque con un grado de dispersión mayor al habitual.

El señor Luis Óscar Herrera expresa que los antecedentes antedichos llevan a proponer como la opción relevante para esta Reunión la mantención de la TPM en 5,25%, sin sesgo, en razón de los fundamentos siguientes.

En primer término, plantea que en la última RPM, el Consejo eliminó el sesgo alcista para la tasa de política monetaria y que el Comunicado aludió al significativo deterioro que había experimentado el panorama externo, tanto por la evidencia de un empeoramiento de las cifras y proyecciones de actividad, como también por el mayor grado de estrés financiero que se detectaba en los mercados internacionales. En contraste, señala que la economía chilena continúa avanzando con dinamismo, constatándose cierta desaceleración en los indicadores de actividad y demanda, pero aún algo más lenta que lo previsto en el IPoM de junio.

En segundo lugar, menciona que los desarrollos más recientes en las economías avanzadas llevan a anticipar que su menor dinamismo se mantendrá en la segunda mitad del año y también hacia el 2012, y que no se puede descartar que la continuación o agudización de las recientes turbulencias financieras acentúe el deterioro en la confianza global y modere aún más las perspectivas de crecimiento mundial.

El señor Herrera señala que aún no se pueden observar los efectos de estos desarrollos sobre las cifras de la economía nacional. Al respecto, especifica que los antecedentes recientes de comercio, ventas de viviendas e importaciones de capital aún reflejan un comportamiento dinámico de la demanda, especialmente en su componente de inversión fija, mientras que otros sectores, como la industria, muestran una desaceleración más marcada.



Sin embargo, advierte que los indicadores de la economía chilena relacionados con expectativas ya reflejan cierta moderación, ya que desde junio a la fecha, la proyección de consenso de los analistas para el crecimiento del PIB del próximo año muestra ya una reducción de 0,6 puntos porcentuales, desde 5,3 a 4,7%, y también se observan caídas en la confianza de consumidores y empresarios.

Hace presente, además, que el escenario publicado en el IPoM de septiembre anticipa que el menor impulso externo contribuirá a moderar el ritmo de crecimiento de la economía chilena hacia su potencial y permitirá, a su vez, que la TPM se ubique en una trayectoria algo más baja de lo que se estimaba en junio último, al menos en el corto plazo, lo que ya se refleja en una disminución generalizada de las tasas de interés en el mercado nacional.

Sin embargo, plantea que es importante no perder de vista que el escenario base para la economía internacional, pese al deterioro reciente, aún es favorable para la economía chilena en comparación con lo observado en la última década. Al respecto, sostiene que los términos de intercambio se mantendrían elevados, al igual que el ritmo de crecimiento de los socios comerciales de Chile, mientras que las tasas de financiamiento externo se mantendrían bajas. En su opinión, ello refleja la creciente influencia de las economías emergentes, y particularmente de China, en las condiciones relevantes para la economía chilena, en desmedro de otras regiones, como Europa y Estados Unidos.

En relación con la inflación, destaca que las cifras recientes no modifican en forma relevante las perspectivas delineadas en el IPoM de septiembre, mientras que las expectativas privadas, a su vez, muestran una reducción significativa a lo largo del último mes, ubicándose en torno o algo por debajo de la meta de 3% anual. Sin embargo, hace notar que un factor de riesgo en el frente interno es que el mercado laboral se mantiene estrecho y que se observa un mayor crecimiento de los salarios nominales.

Con respecto a las perspectivas de mediano plazo para la inflación, indica que las proyecciones del IPoM contemplan una trayectoria estable, en torno al 3%, condicionada en que se mantengan las brechas de capacidad cerradas y que el tipo de cambio real también evolucione en forma relativamente estable.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que este conjunto de antecedentes es el que lleva a proponer la mantención de la TPM en su nivel actual, y sin un sesgo en el corto plazo, en la medida que la economía no se aleje significativamente del escenario base.

Sin embargo, subraya que los riesgos negativos que están asociados al escenario externo son significativos, particularmente tomando en cuenta los desarrollos más recientes en la Eurozona. De hecho, advierte que existen escenarios en que las condiciones internacionales podrían deteriorarse en forma significativa respecto del escenario base. Por esta razón, reitera que los riesgos de la proyección de crecimiento para la economía chilena, de acuerdo a lo informado en el último IPoM, están sesgados hacia la baja.

Hace presente que en caso que se materializaran estos riesgos, con consecuencias negativas sobre las proyecciones de crecimiento e inflación de la economía chilena, la política monetaria tiene hoy la flexibilidad necesaria para responder con rapidez, tomando en cuenta que las expectativas de inflación se encuentran bien alineadas, centradas en la meta, y que la TPM también se encuentra en un rango de valores normales en relación a la historia económica chilena.

Con respecto a las consideraciones tácticas de esta decisión, destaca que la opción recomendada en esta oportunidad, de mantener la TPM en 5,25%, coincide con la expectativa mayoritaria en el mercado.



Informa que en horizontes más largos, las encuestas y las tasas de mercado señalan una trayectoria de la política monetaria algo por debajo de la actual TPM. Al respecto, plantea que si bien esta perspectiva contrasta con la ausencia de sesgo para la política monetaria en el escenario base del IPoM de septiembre, es compatible con el predominio de los riesgos negativos en los escenarios alternativos delineados para la economía internacional y sus consecuencias sobre la economía chilena. En este sentido, indica que la Gerencia de División Estudios desestima que esta discrepancia en la trayectoria de tasa respecto del sesgo en el escenario base amerite modificar la comunicación respecto del curso futuro de la política monetaria.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, a continuación, concede la palabra al Subsecretario de Hacienda señor Julio Dittborn.

El señor Julio Dittborn señala que a juicio del Ministerio de Hacienda, el escenario internacional muestra signos de alta volatilidad en los mercados financieros, con oscilaciones en las bolsas y en el precio de los *commodities*. Sin embargo, expresa que más allá de la volatilidad, el escenario internacional parece haberse deteriorado en lo que respecta a una tendencia de mediano plazo. Al respecto, precisa que son conocidos los problemas fiscales en varios países europeos, y en particular en Grecia, que están tensionando cada vez más los mercados y se están traspasando a los agentes, quienes muestran menos confianza en el futuro de la economía internacional.

Plantea que el resultado de ello ha sido un claro *flight-to quality*, que ha llevado a una mayor demanda por bonos de gobierno, con la consiguiente disminución de tasas de los bonos soberanos en Estados Unidos y Alemania, economías que aún son percibidas como economías refugio. Por otro lado, comenta que los mercados bursátiles se mantienen en niveles significativamente inferiores a los del primer semestre de este año, y que las primas por riesgo corporativo han aumentado.

Manifiesta que en este escenario de mayor fragilidad internacional los mercados anticipan la posibilidad de disminuciones de tasas de política monetaria en la Zona Euro y mayores estímulos en la economía norteamericana.

No obstante lo anterior, el Ministerio mantiene aún bastante incertidumbre en el mercado internacional por cuanto de materializarse la crisis, no parece haber completa claridad acerca de su duración o intensidad. Sobre el particular, plantea que, por el momento, los fundamentos de los problemas están aún en el sector fiscal de varios países de Europa, y que la forma como ellos resuelvan este problema tendrá importantes implicancias tanto en la intensidad como en la duración del episodio.

El señor Julio Dittborn destaca que el escenario interno muestra, por el momento, efectos bastante acotados, tal como la disminución en la bolsa local y la depreciación nominal del peso. Sin embargo, hace notar que las cifras de demanda, aunque se moderan, lo hacen a un ritmo paulatino, y tanto el consumo privado como la formación bruta de capital tienden a converger a su expansión de tendencia. Enfatiza que el ritmo al que lo hacen es el de una economía que sigue su camino hacia su senda de crecimiento estable.

En el lado de la oferta, informa que los datos son similares, ya que si bien el último dato de Imacec sorprendió a la baja, una vez que se limpia de factores puntuales en el sector minero, la sensación es que la oferta también se desacelera paulatinamente y converge a su tendencia de largo plazo.

El señor Subsecretario de Hacienda hace presente que este escenario se completa con el hecho que las expectativas de inflación se encuentran en la parte baja del rango meta del Banco Central, lo que indica que, por el momento, no se observan presiones inflacionarias importantes. En ese sentido, señala que si bien el dato de inflación del último



mes fue algo mayor que lo esperado, las proyecciones a fines de año se alejaron del techo del rango meta y, por lo tanto, se aleja el escenario de riesgo observado a principios de año, cuando se advertían presiones inflacionarias debido al *shock* de precios de petróleo y también de alimentos.

El señor Julio Dittborn subraya que, como Ministerio de Hacienda, se ha mantenido una política de aumento de gasto público responsable, que este año tendrá una expansión menor al PIB. Agrega que, actualmente, esa cartera se encuentra trabajando en el presupuesto del año 2012, que mantendrá la responsabilidad fiscal de este Gobierno.

Expresa que, en este escenario, esa Secretaría de Estado estima que lo más adecuado es mantener la TPM en su nivel actual y mantener el sesgo neutral en el Comunicado, a la espera de más antecedentes que permitan determinar la intensidad y duración de la potencial desaceleración de la economía internacional. Comenta que un dato adicional, es que el mercado mayoritariamente espera que la tasa rectora se mantenga, y el hecho que no se observan datos que sean lo suficientemente concluyentes como para sorprender al mercado, ya sea con un cambio en la tasa de política o en el sesgo del Comunicado.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Subsecretario de Hacienda señor Julio Dittborn y, a continuación, da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara inicia su intervención, agradeciendo al *staff* la excelente presentación efectuada durante la mañana.

Señala que en el frente externo, las noticias se han seguido agravando; que hoy, la preocupación central es un eventual *default* de Grecia, y que a pesar de que ha habido intentos por calmar los mercados, estos no han sido exitosos. Como es evidente, plantea que el problema no es Grecia por sí solo, sino los posibles contagios sobre el resto de las economías europeas. Al respecto, destaca que las primas por riesgo siguen al alza y las tasas de interés de largo plazo de los países refugio a la baja, incluso en niveles por debajo de los que llegaron en la gran recesión de 2008-2009; que los problemas de liquidez en la banca europea han llevado a los principales bancos centrales a coordinarse y a anunciar acciones conjuntas; y que en Estados Unidos se anunció un programa de promoción al empleo de gran magnitud para aliviar los problemas en este mercado y estimular la economía.

Indica que en Chile, la actividad creció por debajo de lo estimado en julio, que se observan señales de desaceleración, y que si bien en dicho mes hubo problemas puntuales en minería, en los meses siguientes, en promedio, se observarían cifras significativamente inferiores a las del primer semestre. Destaca que el gasto interno, particularmente la inversión, sigue dinámico, pero que también es esperable un ajuste. Asimismo, estima que también es razonable proyectar que el escenario externo tenga efectos en la demanda interna y que se observen hacia adelante registros bastante más moderados en el consumo. Reitera que el balance de riesgos en cuanto a actividad, tal como se planteó en el IPoM reciente, está sesgado a la baja producto del incierto escenario internacional.

Menciona, además, que la bolsa ha seguido la tendencia a la baja de los mercados internacionales y que lo mismo ha pasado con las tasas de interés de largo plazo; que las expectativas de inflación se han estabilizado en torno a 3%, y que más allá de fluctuaciones en la inflación efectiva de algún mes por cambios puntuales en precios, las expectativas parecen bien ancladas en ese punto. Por otra parte, manifiesta que las expectativas de mercado sobre el curso de la TPM muestran reducciones futuras.

En opinión del Consejero señor Rodrigo Vergara, en este escenario, la opción que presenta la Gerencia de División Estudios es la más adecuada, ya que aumentar la tasa de interés no se compadecería con el escenario internacional que se está viviendo, con la desaceleración interna y con la inflación controlada; y bajarla, podría ser anticipado en virtud de que, hasta el momento, no hay indicios de efectos de envergadura sobre la economía



doméstica. A su juicio, la desaceleración que está experimentando la economía chilena, en gran parte, es producto de la vuelta de la actividad hacia niveles más compatibles con su potencial, que se hubiera producido incluso sin este peor escenario externo. Además, hay que tener presente que los términos de intercambio se mantienen elevados, que China sigue muy dinámica y que las condiciones de financiamiento no se han alterado, lo que permite, si no hay cambios mayores en adelante, esperar efectos acotados sobre la economía doméstica.

En razón de lo anterior, estima que el sesgo debiera mantenerse, al menos por el momento. No obstante, cree importante destacar que un sesgo neutral no implica no estar alerta ante modificaciones bruscas del entorno. En ese sentido, sostiene que no implica una especie de compromiso de mantención de la TPM por un tiempo determinado, solo que, con la información disponible, no se ve un sesgo en una u otra dirección. Reconoce que si bien se va haciendo cada vez más preponderante el riesgo de agravamiento de la situación externa en comparación con el riesgo de un dinamismo interno insostenible, ello no lo lleva aún a cambiar su opinión sobre el sesgo de la política monetaria, entre otras cosas, porque le parece un poco temprano para hacerlo.

En consecuencia, el Consejero señor Rodrigo Vergara señala que su voto es por mantener la TPM en 5,25% y mantener el último párrafo, es decir, el sesgo del Comunicado anterior.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Consejero señor Rodrigo Vergara y, a continuación, concede la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro declara concordar con la minuta de opciones, que destaca con claridad la opción de mantener la TPM en su nivel actual.

Plantea que desde la última Reunión, las noticias externas en Estados Unidos y Europa se suman a la agudización de los problemas financieros en Europa; que la tensión en algunos mercados de bonos soberanos ha llegado a niveles máximos, y que también se observan presiones importantes en los mercados monetarios, especialmente en Europa.

Subraya, además, que la situación de algunos países, especialmente de Grecia, es bastante crítica. Al respecto, indica que en las próximas semanas se enfrentarán decisiones cruciales de financiamiento que podrían gatillar problemas importantes en el financiamiento de la deuda soberana, eventualmente un *default*, con efectos significativos sobre los mercados monetarios y de financiamiento bancario. A su juicio, este es el mayor riesgo que se enfrenta en el corto plazo.

Estima que más allá de la materialización o no de eventos más críticos, la evidencia también apunta a que el crecimiento en el mundo desarrollado será lento por un buen tiempo. Recalca que ello ya está contenido en el IPoM y justifica la idea de que la normalización de la actividad y de la demanda interna en Chile se irá dando durante el curso del segundo semestre. Hace presente que alguna evidencia sobre ello ya se observa en el margen, aunque todavía hay indicadores mixtos. A título ejemplar, señala que el crédito sigue creciendo de manera normal; que si bien el empleo ha moderado en algo su dinamismo, los salarios continúan dinámicos; y que las ventas de viviendas siguen altas. Agrega que en el mercado del crédito también se ha observado cierto ajuste en premios por riesgo de algunos papeles en el mercado doméstico. En su opinión, todos estos elementos son los que subyacen a la idea de una trayectoria más moderada en las condiciones de demanda en los próximos trimestres.

Indica, además, que la inflación interna ha seguido, en lo grueso, un comportamiento de acuerdo con lo previsto y que se espera que continúe fluctuando en torno a 3%, sin mediar cambios significativos en los precios de los *commodities*.



A su juicio, este escenario reafirma la idea de continuar con una tasa de política monetaria en una zona confortable, que entrega amplios grados de libertad para futuras acciones. Considera que, por ahora, parece temprano innovar, toda vez que la economía, la actividad y la inflación han estado en línea con lo anticipado; que no se observan efectos claros todavía de la mayor incertidumbre externa y que los efectos más críticos del exterior todavía no se han materializado con plenitud.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la tasa en 5,25%.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Consejero señor Sebastián Claro y, prosiguiendo con la votación, concede la palabra al Consejero señor Enrique Marshall.

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* el apoyo brindado en esta oportunidad.

Resalta que el Consejo llega a esta Reunión pocos días después de concluir la preparación y divulgación del último IPoM, de modo que se beneficia de los análisis que se realizaron para esos efectos; y señala que las noticias acumuladas en lo más reciente son, en general, coherentes con el panorama allí consignado.

Plantea que la atención, como era lógico suponer, sigue centrada en los desarrollos externos y, principalmente, en aquellos relacionados con las economías maduras, puesto que los principales riesgos provienen precisamente de ese frente. Indica que si bien, en el corto plazo, el foco está en Grecia, la preocupación por las finanzas públicas y la salud financiera de los bancos sigue siendo muy generalizada al interior del mundo desarrollado.

Destaca que las percepciones permanecen muy deterioradas y que respecto del cierre del IPoM, los movimientos observados han sido más bien negativos. A título ejemplar, comenta que las últimas cifras de actividad han reforzado la perspectiva de una desaceleración global.

Hace presente, además, que los mercados financieros siguen marcados por una alta volatilidad y una fuerte aversión al riesgo, y que, como resultado, los precios de las acciones han vuelto a caer, los rendimientos de los activos más seguros han alcanzado mínimos históricos y el dólar se ha fortalecido. Agrega que los precios de las materias, por su parte, han experimentado fluctuaciones, pero por factores de oferta, no han sido arrastrados en forma generalizada por las turbulencias financieras en curso.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que las implicancias de estos desarrollos para las economías emergentes es un tema de creciente preocupación, y que, coherente con ello, los procesos de ajuste monetario que se encontraban en marcha se han interrumpido.

En su opinión, resulta difícil anticipar cómo evolucionarán las condiciones externas y, particularmente, las relevantes para Chile, por lo que corresponde, por el momento, ejercer un monitoreo muy cercano, principalmente sobre aquellos aspectos que pueden tener mayor incidencia para la conducción de la política monetaria.

En el plano interno, señala que las cifras indican que la actividad y la demanda continúan moderándose. De hecho, precisa que el último Imacec estuvo levemente por debajo de lo esperado mayoritariamente por el mercado.



Sin perjuicio de lo anterior, advierte que el mercado laboral sigue marcado por condiciones de estrechez, lo que se refleja en tasas de desempleo bajas y en un crecimiento de las remuneraciones nominales a tasas anuales que alcanzan niveles apreciables, pero todavía coherentes con una trayectoria de la inflación en torno a la meta.

Destaca que la expansión de la demanda interna sigue apoyada por condiciones crediticias favorables, lo que se refleja en la evolución del crédito, que crece a tasas en un rango medio alto si se comparan con cifras históricas.

Subraya, además, que la reacción de los mercados financieros locales a las turbulencias externas ha sido moderada y no ha alcanzado al mercado monetario.

Asimismo, hace notar que la inflación mantiene el buen comportamiento exhibido en los meses recién pasados, con registros anuales cercanos al 3% y que su trayectoria de mediano plazo, más allá de posibles fluctuaciones de corto plazo, se ve estabilizada. Recalca que en ello hay plena coincidencia con el mercado. Por su parte, menciona que la inflación subyacente, desde niveles más bajos, converge también hacia la meta.

En este contexto, indica que las expectativas para la TPM se han ajustado a la baja, principalmente para el próximo año. Sin embargo, comenta que para esta Reunión el mercado apuesta abrumadoramente por una mantención de la TPM.

En suma, señala que las noticias posteriores al cierre del IPoM reafirman, en lo grueso, el escenario allí descrito, que tiene asociados grados importantes de incertidumbre y riesgos cuya probabilidad de verse materializados ha ido en aumento. Manifiesta que, en este contexto, surge con claridad la recomendación de mantener la TPM en su actual nivel.

En su opinión, la TPM se ubica en un rango de valores normales, lo que permite perfectamente detenerse hasta tener una visión más clara sobre cómo evolucionarán las condiciones externas e internas. Estima, además, que no parece prudente, por el momento, señalar eventuales cambios en la dirección de la política monetaria, ya que el supuesto de trabajo explicitado en el último IPoM permanece válido.

En estas circunstancias, considera que corresponde evaluar las condiciones macroeconómicas en cada Reunión. Por lo demás, desde la posición en que se ubica actualmente la TPM, cree que es perfectamente posible reaccionar con flexibilidad si se enfrentaran cambios bruscos en el escenario macro.

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

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Consejero señor Enrique Marshall y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*. Hace presente que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la Reunión anterior, que están contenidos al inicio de la minuta de opciones, así como también el análisis incluido en ella que, en esta oportunidad, coincide con su evaluación subjetiva. Sin embargo, expresa tener algunos elementos adicionales que estima relevante mencionar.

Señala que, a su juicio, el escenario base del último Informe de Política Monetaria sigue siendo válido, por cuanto las principales novedades desde que se delineó ese escenario no apuntan a modificarlo, pero sí a considerar que los riesgos, especialmente los externos, son mayores.



En efecto, plantea que el escenario externo sigue muy abierto, con riesgo de cola gorda —*fat tail risks*— relevante, esto es, que los escenarios internacionales extremos tienen probabilidades de ocurrencia que, aunque inferiores a las del escenario base, son suficientes como para considerarlos en la decisión de hoy.

Destaca que si bien Chile no sería inmune en caso que ocurriera alguno de estos escenarios extremos, sí que está en una posición sólida para poderlos enfrentar. En particular, y a diferencia de hace algunas décadas, resalta que la economía chilena está capacitada para enfrentar tanto problemas de liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera, como también para estimular el gasto interno en caso de que sea necesario. Indica que ello apuntaría a que en escenarios externos extremos probablemente habría que pensar en una modificación más expansiva de la política monetaria.

Sin embargo, manifiesta que tampoco puede descartarse que en lo interno operen mayores presiones inflacionarias que las que están consideradas en el último IPoM, ya sea porque se refleje más en los salarios la estrechez del mercado del trabajo, o bien porque la demanda interna o el gasto no se modere como está previsto en el escenario base. En consecuencia, es de opinión que el problema es lo abierto que están, en este momento, los escenarios alternativos.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que su voto es por mantener la TPM y que en la decisión de esta Reunión se debiera considerar un sesgo neutral en torno a la tasa actual.

Expresa que, a su juicio, esa es una decisión prudente, porque marca de manera adecuada lo señalado en el IPoM, en cuanto a que ese escenario sigue siendo el de mayor probabilidad de ocurrencia. No obstante, cree que, en esta oportunidad, el Comunicado debe dar cuenta de que han aumentado los riesgos en torno al escenario internacional respecto de lo que contemplado no solo en la última Reunión, sino que también en el reciente Informe de Política Monetaria.

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

Al concluir con el proceso de votación, el Presidente señor José De Gregorio señala que desde principios de agosto, el escenario macroeconómico internacional ha cambiado drásticamente, y que así lo ha hecho también la política monetaria. Indica que más allá de haber mantenido la tasa, se quitó el sesgo al alza, y que en el último IPoM se destacó que, en el escenario base, se supone que la tasa estaría constante en lo que resta del año. Plantea que esa es la trayectoria coherente con la meta de inflación y, por lo tanto, asegura que la economía chilena siga en una senda de crecimiento acorde con su tendencia de largo plazo. Agrega que hace algunos meses, el mercado esperaba que la tasa terminara este año entre 5,75 y 6%, pero dados los acontecimientos externos, esa perspectiva cambió. Hace presente que la caída en las tasas de interés de mercado, causadas por la caída de las tasas externas y este nuevo escenario de política monetaria, ya representan condiciones financieras más expansivas en la economía local.

Con respecto al ámbito interno, menciona que el riesgo hace unos meses atrás era que la economía creciera más de lo necesario para el cierre de brechas, dando paso a un potencial sobrecalentamiento, con sus consecuentes presiones inflacionarias. Destaca que ese riesgo se ha disipado de manera importante; de hecho, las cifras de actividad y demanda muestran un grado de moderación, en especial el consumo, mientras que la inversión sigue mostrando dinamismo. Con esto, hace notar que los indicadores de actividad, más allá de sorpresas menores en los datos de corto plazo, siguen comportándose como lo estimado en nuestro escenario central.



El Presidente señor José De Gregorio subraya que las cifras de inflación y sus determinantes siguen en línea con las proyecciones, lo que unido a expectativas de inflación a la baja y en línea con la meta, y una TPM constante en el corto plazo, son congruentes con el cumplimiento de la meta.

Con todo, advierte que el escenario externo es extremadamente complejo y preocupante, lo que puede requerir ajustes en la TPM en los meses venideros. No obstante, destaca que la situación actual es muy fluida como para sugerir cambios en la TPM en esta oportunidad. Adelanta que el escenario externo probablemente se deteriorará. En particular, señala que no se puede descartar una solución grave y desordenada del problema de deuda soberana en la Zona Euro, ya que las crecientes tensiones financieras de los últimos días en Europa muestran que dicho escenario es cada vez más probable. Enfatiza, además, que a lo anterior se suma la incertidumbre sobre la fuerza de la recuperación de la actividad y el empleo en los Estados Unidos, así como respecto de la efectividad de acciones de política monetaria y fiscal expansivas en dicho país.

No obstante, es de opinión que las implicancias de política monetaria de un deterioro mayor y significativo del escenario externo dependerán de sus repercusiones financieras, de sus repercusiones sobre la actividad global y sobre los precios de las materias primas. Por ello, estima que hoy día se hace necesario mantener una situación de cautela, en particular dado que de mantenerse el escenario base, una TPM en los niveles actuales representa una instancia monetaria adecuada. En todo caso, destaca que si bien el escenario externo es altamente incierto, el Consejo tiene, además, la capacidad de reaccionar con flexibilidad y rapidez a los cambios que en él se materialicen.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que su voto también es por mantener la tasa en un 5,25%, con un sesgo neutral.

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

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

176-01-110915 – 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 más lento en Estados Unidos y Europa, y las proyecciones de consenso para estas economías continúan revisándose a la baja. Los riesgos fiscales y financieros de la Zona Euro han aumentado, lo cual se ha reflejado en una elevada volatilidad financiera y en altas primas de riesgo en los mercados internacionales. No obstante, los precios de las materias primas se mantienen altos. Las perspectivas de normalización de las tasas de interés en las economías avanzadas se han aplazado nuevamente, mientras que en las emergentes se han interrumpido las alzas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Transcripción RPM
Sesión N° 176
Página 23 de 23

En el plano interno, las cifras de actividad y demanda muestran señales de moderación, acordes con lo contemplado en el escenario base del Informe de Política Monetaria. Las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas y se observa un mayor crecimiento de los salarios nominales. Los registros anuales de inflación del IPC se han mantenido cercanos a 3% y los de inflación subyacente permanecen acotados. Las expectativas inflacionarias se ubican en torno a la meta.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:00 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



JULIO DITTBORN CORDUA
Subsecretario de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

