



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 179
celebrada el día martes 13 de diciembre de 2011

En Santiago de Chile, a 13 de diciembre de 2011, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también:

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 179, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2012 para el día 14 de ese mes.

El Presidente señor Rodrigo Vergara informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín no asistirá a la presente Sesión y, a continuación, 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 se alcanzó un acuerdo fiscal para Europa, pero que no ha logrado restablecer del todo la confianza de los mercados.

En segundo lugar, destaca la acción coordinada de bancos centrales para proveer liquidez en dólares, aunque su resultado ha sido acotado.

En tercer término, hace presente que se han observado nuevas bajas de tasas de política en varias economías. Agrega que el Banco Central Europeo, además de darle mayor expansividad a su política monetaria, ha provisto liquidez ilimitada a los bancos, pero no ha anunciado una compra masiva de bonos soberanos, como parte del mercado lo ha estado esperando.

Además, subraya que en Estados Unidos se registraron algunos datos de actividad algo mejores que lo esperado, pero se mantiene una alta incertidumbre en torno a su situación fiscal, dado que no se logra aún un acuerdo político en esta materia.

A título de último hecho relevante, menciona que los precios de los *commodities* presentan movimientos mixtos, observándose caídas en los combustibles y bienes agrícolas y una relativa estabilidad en el cobre.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, indicando que Europa adoptó una serie de medidas en materia fiscal y otras tendientes a fortalecer tanto la coordinación de la política económica como la de algunas herramientas de estabilización, fundamentalmente relacionadas con el Fondo Europeo de Estabilización Financiera. Hace presente que a ello se sumó el recorte de la tasa rectora de 25 puntos base acordada por el Banco Central Europeo, a 1%; algunas medidas adicionales que buscan entregar liquidez a los bancos; y una reducción de la tasa de encaje, de manera de otorgar a los bancos mayor flexibilidad en esta materia.

Como resultado de estas medidas, informa que el aumento de los *CDS* soberanos de las principales economías europeas se revirtió parcialmente tras el anuncio correspondiente, pero registraron algunos vaivenes posteriores. Añade que si bien se encuentran hoy por debajo de lo observado en la RPM anterior, no han logrado revertir el alza acumulada entre los meses de junio y agosto últimos, cuando los mercados financieros se estresaron mayormente.

Hace notar que las economías emergentes exhiben un patrón similar, esto es, caídas tras aumentos en *CDS* y alguna reversión en el margen, porque aún no hay claridad respecto de la forma como se resolverá la crisis europea.

En cuanto a los *CDS* bancarios, precisa que aumentaron con fuerza después de la última RPM; que luego tendieron a revertirse parcialmente producto de las medidas adoptadas por Europa, particularmente las referidas a la provisión de liquidez; y que, posteriormente, volvieron a incrementarse como consecuencia de algunas revisiones en las clasificaciones de riesgo de algunas instituciones, alcanzando a la fecha un nivel más alto que el exhibido al cierre de la RPM de noviembre. Agrega que el patrón de comportamiento de los bancos americanos ha sido similar, pero que sus *CDS* se mantienen, en general, algo por debajo de lo que están mostrando los bancos europeos, ya que el mercado entiende que la crisis está centrada básicamente en ese continente.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si los bancos europeos y americanos han estado sujetos a rebajas o a anuncios de revisión de sus clasificaciones de riesgo.



El señor Sergio Lehmann responde que varios de ellos han sido objeto de rebajas y que los bancos franceses, en particular, han sufrido revisiones importantes, como también otros dos norteamericanos.

El señor Lehmann prosigue con su exposición, señalando que las primas por liquidez han seguido en ascenso tras la última RPM, dando cuenta de una estrechez importante, y que, al mismo tiempo, se observa un aumento de la Libor, producto de una percepción de mayor riesgo bancario y en línea con el alza de sus CDS y con las revisiones de sus clasificaciones de riesgo. Destaca que ello ocurre tanto en Estados Unidos como en Europa.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional exhibe la lámina 8 de la presentación, que muestra otras medidas de liquidez de carácter más general, como la *Basis Swap* a 1 año para el G3 y la Libor dólar para la Zona Euro, que dan cuenta de que, efectivamente, hay una situación particularmente estrecha en el mercado de dólares, tal vez no tan distinta de la observada en el período 2008 – 2009. Hace notar que ambas reflejan una reversión parcial, que no logra resolver del todo el problema de liquidez, no obstante las medidas coordinadas de los bancos centrales. En otras palabras, plantea que si bien las medidas antedichas lograron revertir, en parte, la estrechez de liquidez, no han sido del todo efectivas, en el sentido que se sigue observándose un premio importante.

En materia de volatilidad, indica que a pesar de que se advierte alguna reversión a propósito de las referidas medidas coordinadas de los bancos centrales y también de algunas otras adoptadas en Europa, se mantiene elevada, en niveles en torno a 30%. Agrega que los premios por riesgo corporativo también han presentado un aumento y alguna reversión posterior, pero siguen en niveles relativamente elevados y tampoco logran revertir del todo el incremento registrado a partir del mes de julio.

En cuanto a las bolsas, menciona que las de economías desarrolladas se han recuperado tras una fuerte caída, en respuesta a una señal tal vez algo más positiva, aunque no del todo efectiva, en materia de restablecimiento de la confianza en los mercados financieros.

Hace presente que las bolsas de los países emergentes exhiben un patrón similar, pero que, en general, no alcanzan a recuperar el nivel observado antes de la RPM de noviembre, lo que es coherente con una percepción de salida de capitales, después de haber mostrado alguna recuperación en los meses anteriores.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán destaca la significativa correlación que exhiben todas las bolsas desde mediados de año en adelante. En su opinión, un acoplamiento tan fuerte es peligroso ante noticias negativas. Agrega que ello da cuenta de la percepción que existe en el mundo respecto de la situación europea.

El señor Sergio Lehmann continúa con su presentación, señalando que en materia de tasas de interés destaca la estabilidad de aquellas a 2 años, particularmente en Estados Unidos, donde no hay suficiente espacio para la política monetaria. Añade que la tasa a 10 años se ha movido con ciertos vaivenes y que hoy supera ligeramente el nivel registrado al cierre de la RPM anterior.

Con respecto a la política monetaria, comenta que varias economías reanudaron sus procesos de reducción de tasas. Al respecto, destaca las rebajas de 50 y 40 puntos base acordadas por Brasil y Dinamarca, respectivamente, así como la de 25 puntos base establecida por el Banco Central Europeo, Australia, Tailandia e Israel. Por el contrario, menciona que Hungría aumentó su tasa en 50 puntos base, y que Colombia lo hizo en 25 puntos base, preocupada por las presiones inflacionarias.



En cuanto a las trayectorias de tasas rectoras, especifica que en América Latina y Asia se observa una política con algún grado de mayor impulso monetario, mientras que en Europa emergente no se registran mayores cambios. Agrega que en las economías desarrolladas, los cambios son bastante marginales, salvo en el Reino Unido, respecto del cual se esperó un alza hacia el año 2013, pero hoy se proyecta que mantendrá su tasa de instancia en 0,5% durante todo el periodo 2012 - 2013.

En relación con las paridades, resalta la apreciación del dólar, de 1,3%, en un contexto en que se registraron movimientos de fondos hacia esa moneda, como refugio frente al escenario de mayor incertidumbre. Resalta también la depreciación del euro, que alcanzó a 3%, en línea con la percepción de una incertidumbre persistente y con una política monetaria que da cuenta de una mayor expansividad. Acota que otras monedas emergentes también se han depreciado, como es el caso del rand, el real y el rublo.

Respecto de los indicadores económicos, hace presente que Estados Unidos exhibe registros ligeramente mejores que lo anticipado, particularmente los referidos a producción industrial e ISM. No obstante, manifiesta que habría percepciones algo más negativas en cuanto a consumo personal, precios de viviendas y creación de empleo, debido a que sus registros fueron inferiores a lo esperado.

Informa que la Eurozona presenta una situación mixta. Precisa que en Alemania, si bien la cifra de clima empresarial sorprendió positivamente al resultar algo mejor que lo percibido, se mantiene en niveles relativamente bajos en términos históricos. Agrega que en Japón y China los datos también son mixtos.

Indica, además, que la confianza del consumidor ha tendido a deteriorarse de manera más sistemática, en especial en las economías emergentes.

Con respecto a la producción industrial, destaca que la de economías emergentes registra una desaceleración importante. Hace notar que Tailandia constituye un caso excepcional, por cuanto su producción industrial se ha contraído de manera significativa producto de las grandes inundaciones que han afectado a ese país. Agrega que el dato marginal para Malasia es particularmente negativo, golpeado también por este fenómeno climático, y que a ello se suman las caídas en India, Taiwán y República de Corea. En cuanto a América Latina, precisa que Brasil exhibe caídas, mientras que Argentina y México figuran sin mayores cambios.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si la trayectoria que exhiben los dos o tres últimos datos de producción industrial son coherentes con lo esperado o si la desaceleración que se observa ha sorprendido a los analistas de Consensus Forecasts.

El señor Sergio Lehmann responde que, en términos globales o agregados, dichos datos son coherentes con la desaceleración de las economías emergentes que se está planteando en el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM), y que en algunos países es más marcada aún.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán pregunta por el porcentaje de la desaceleración de la producción industrial que puede ser explicada por las exportaciones y, en particular, si acaso el debilitamiento de los mercados de Estados Unidos y Europa se debe a ese mecanismo o a las expectativas.

En opinión del señor Sergio Lehmann, un componente importante de la desaceleración de la producción industrial podría explicarse por las exportaciones industriales, porque la demanda interna de algunas de estas economías no exhibe una desaceleración significativa.



En relación con la Zona Euro, el señor Lehmann exhibe un indicador complementario al analizado regularmente, denominado *Eurocoin*, que es un indicador líder que compone una serie de variables para efectos de su construcción. Destaca que este anticipa una posible recesión en Europa hacia el cuarto trimestre, lo que es coherente con lo planteado en el IPoM de diciembre. De hecho, hace presente que en dicho Informe se proyecta una caída en el PIB para el cuarto trimestre en ese continente, lo que es coherente también con algunas percepciones respecto de Holanda y de la Zona Euro en general.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional señala que la creación de empleo continúa débil, aunque mejora marginalmente en las economías emergentes.

En cuanto a precios de viviendas en Estados Unidos, menciona que el índice *S&P Case – Shiller 10* da cuenta de bastante estabilidad. Añade que las propiedades comerciales, que también constituyeron una fuente de preocupación por el impacto que podría haber tenido sobre la banca, registran una reversión en el margen después de haber caído de manera bastante significativa durante el período 2008 - 2010.

Con respecto al mercado inmobiliario en otras latitudes, indica que los precios se mantienen aún elevados. Destaca que en España han mostrado una tendencia a la baja, que debería mantenerse, dados los registros que exhibe esta economía en materia de actividad; que en Francia se observan algunas reversiones; que en Australia han caído; y que Alemania sobresale, porque sus precios no han mostrado aumentos importantes en los últimos 10 años.

Retomando el caso de Estados Unidos, informa que los indicadores inmobiliarios presentan una leve mejora, en línea con las ventas de viviendas, tanto existentes como nuevas, algo más positivas. Agrega que los tiempos de venta han tendido a caer, lo que se asocia a una actividad significativamente menor en el mercado inmobiliario en términos de construcción, y que la ejecución de hipotecas continúa elevada, lo mismo que la morosidad, aunque esta última registra una caída en el margen.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que los antecedentes expuestos permiten señalar que la situación es algo menos negativa, lo cual es confirmado por el señor Lehmann.

El señor Sergio Lehmann prosigue, exhibiendo el *Heat Map* inflacionario que se contiene en la lámina 24 de la presentación, que da cuenta que los desvíos con respecto a la meta de inflación se mantienen respecto de las últimas Reuniones. Especifica que, en términos generales, las economías desarrolladas registran inflaciones algo superiores a sus metas, salvo Noruega y Suiza; que en las economías emergentes, la inflación se mantiene en niveles relativamente acotados, excepto en Brasil y Perú, donde los niveles de inflación superan los techos de sus rangos meta respectivos; y que en Europa emergente y Asia emergente, la situación inflacionaria es algo más heterogénea, sobresaliendo Turquía y Tailandia, respectivamente, con cifras superiores al techo de sus rangos meta.

En cuanto a proyecciones de inflación para el presente año, señala que América Latina, Asia emergente y las economías desarrolladas muestran inflaciones algo más altas que lo anticipado, mientras que las cifras de inflación en Europa del Este son inferiores que las estimadas previamente. Por su parte, comenta que para el año 2012 se anticipan caídas en Asia emergente, una ligera caída en América Latina, estabilidad en las economías desarrolladas y un aumento en Europa del Este.

En relación con los precios de *commodities*, informa que registran un comportamiento mixto, por cuanto el de los combustibles disminuyó, el de las gasolinas anotó solo algunas caídas marginales, el del oro y productos agrícolas se redujo, pero el del cobre y otros metales experimentó incrementos.



En términos agregados, reitera que los metales aumentan, mientras que la energía y los cereales figuran con caídas. En cuanto a metales, añade que el cobre, plomo, zinc y níquel registraron alzas, en tanto que el aluminio, oro y estaño anotaron caídas.

Asimismo, destaca que, en general, los precios de los *commodities* tendieron a recuperarse después de los anuncios en Europa, pero que ello no ha sido muy sostenible. De hecho, indica que mostraron algunas reversiones y que hoy exhiben niveles inferiores a los observados en la RPM anterior.

En cuanto a las proyecciones del precio del petróleo y cobre, plantea que se han ajustado a la baja respecto del IPoM de septiembre.

Por último, señala que al corregir el precio de la gasolina por su estacionalidad, concentrada fundamentalmente en períodos de verano en el hemisferio norte, resulta que los márgenes de refinación caen en todas sus medidas. Al respecto, destaca que el *Crack Spread* habitual del WTI cae con mayor fuerza que el *Crack Spread* sobre Brent, reflejando que la brecha WTI Brent se ha reducido, en la medida que el petróleo acumulado en Oklahoma ha tendido a ser distribuido a otras regiones, permitiendo un mejor arbitraje entre ambos.

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

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere, en primer término, al plan europeo y a la importancia que se le estaría otorgando al bloqueo del Reino Unido. Al respecto, solicita que se aclaren los términos de dicho bloqueo y sus posibles implicancias más allá del ámbito político.

Asimismo, señala también que le llama especialmente la atención que, anticipándose a este plan, Mario Draghi, nuevo Presidente del Banco Central Europeo, haya manifestado que esa Institución no comprará bonos de manera masiva. Menciona, además, que se ha especulado que el otorgamiento de líneas de liquidez ilimitadas a dos o tres años va de la mano del supuesto que los bancos comenzarían a adquirir bonos públicos masivamente. En su opinión, si ello es así, introduce potencialmente un riesgo significativo sobre el sistema financiero europeo, porque los bancos estarán comprando una cartera muy mala, lo que puede generar un impacto fiscal muy significativo. A su juicio, este tema debe ser monitoreado.

En segundo lugar, se refiere al precio del petróleo. Sobre el particular, plantea que es sorprendente que los futuros, más allá de la corrección reportada del precio del petróleo WTI y del Brent, den cuenta de perspectivas al alza, habida consideración que la economía mundial y particularmente los países desarrollados, se encuentran bastante debilitados. A su juicio, ello sugiere cierto cambio estructural en ese mercado, ya que el efecto de oferta, que con ocasión de otros períodos de desaceleración económica ha contribuido a disminuir la inflación, no se visualiza hoy día. Destaca la importancia de ello, porque las compensaciones inflacionarias en Chile se han mantenido estables en los últimos 2 o 3 meses con un precio del petróleo que ha aumentado entre 20 y 30% en los últimos meses.

Por último, alude a los efectos de la crisis sobre otros países en desarrollo y sobre Chile, señalando que en el caso chileno, los efectos no han sido muy significativos, dado que la exposición de las exportaciones a Europa tampoco lo es, pero que sí han sido más relevantes en otros países en desarrollo similares a Chile. Al respecto, consulta si se tiene conocimiento de la situación actual de sus mercados financieros, sus términos de intercambio y la desaceleración de la demanda, con el objeto de efectuar un paralelo con el análisis interno.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que no es fácil evaluar la efectividad del plan europeo, por cuanto está en desarrollo aún. Manifiesta entender que se está pidiendo que los países europeos tengan una política fiscal creíble a mediano y largo plazo; es decir, que sus niveles de deuda sean sostenibles y que tengan metas de deuda sobre PIB claramente establecidas y alcanzables a mediano y largo plazo. En su opinión, el problema radica en la supervisión de dicho cumplimiento.

Destaca que Alemania ha tomado la decisión de proveer recursos a través del Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que, de alguna manera, cierra el círculo, porque si este organismo concede préstamos a las economías que presentan mayores dificultades, estas pasarán a constituir *Program Countries*, lo que implica que los desembolsos estarán condicionados al cumplimiento de determinadas metas trimestrales. Agrega que, en general, cuando los países cumplen con estos programas y hay credibilidad en la capacidad del FMI de construir estos programas, entonces el financiamiento comienza a fluir.

A juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán, parece correcta la decisión del Banco Central Europeo de dejar de comprar bonos, porque ello constituye una manera de hacer *bailout* a los accionistas de los bancos. Explica que, en el fondo, los bancos, al deshacerse de carteras de mala calidad, no están necesariamente protegiendo a los depositantes, que debiera ser el foco de la acción de prestamista de última instancia, sino que están lanzando también un salvavidas a sus accionistas.

Asimismo, manifiesta que le parece que el programa de ajuste fiscal está bien encaminado. Sin embargo, expresa que parte importante de la crisis europea deriva de los problemas internos de balanza de pagos, que aún no han sido abordados.

Por último, señala que si el Banco Central Europeo adopta adicionalmente una política monetaria laxa, es probable que una inflación algo más alta en Europa contribuya en este contexto. No obstante, hace notar que ello no se ha incluido en el discurso de las autoridades europeas. En su opinión, sin este componente que contribuya a reducir las necesidades de financiamiento de las economías, el programa es incompleto y, por lo tanto, fallará en cuanto a su credibilidad, las agencias de *rating* lo harán sentir y se entrará, en consecuencia, en un círculo vicioso.

El Consejero señor Enrique Marshall subraya el tema bancario en Europa. Precisa que los indicadores están mostrando una suerte de crisis en desarrollo, que debe ser seguida con atención. Agrega que los indicadores de actividad y liquidez muestran tensiones bastante altas.

Asimismo, hace presente que le llama la atención la información referida a *Basis Swap* a 1 año en el G3, que se contiene en la lámina 8 de la presentación, por cuanto los registros actuales son similares a los observados durante la crisis de Lehman Brothers; el hecho que el gobierno británico se ha desmarcado del resto de los países europeos, al parecer, porque la situación de los bancos ingleses figura bastante más normalizada; y que la situación en Japón sea más parecida a la de Europa. En resumen, considera que la economía está cerca de una recesión, que los gobiernos están extremadamente débiles y que los mercados están muy desconfiados, y que, basado en ello, estima que la probabilidad de que haya corridas, sobre todo en los mercados mayoristas, son relativamente altas y pueden llegar a afectar a la economía chilena con bastante fuerza. A su juicio, ello amerita ser monitoreado atentamente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara, refiriéndose a la marginación del Reino Unido de la Unión Europea, consulta si la institucionalidad que tiene ahora dicha Unión constituye una ventaja o le genera dificultades adicionales para llevar a cabo los diferentes acuerdos fiscales. Además, y con respecto al plan fiscal que está en desarrollo, pregunta por detalles adicionales y noticias recientes.



En cuanto a las consecuencias y alcances de que el Reino Unido se desmarque del resto Unión Europea, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann percibe que ello no tiene un impacto mayor, en la medida que el foco central respecto de la situación fiscal más irresponsable está situada en la periferia de los países de Europa, porque el Reino Unido no forma parte del euro. Por lo tanto, tendría mucha mayor flexibilidad en materia de política económica.

Agrega que con respecto a Europa, estima que habría sido mucho más conveniente que el Reino Unido se hubiese sumado a este pacto, porque ahora se observa una Europa menos unida en términos políticos. Acota que tal vez ello no constituya una buena señal a mediano y largo plazo, pero que en lo inmediato no tiene un impacto mayor.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si la institucionalidad vigente permite aplicar sanciones.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que, en su opinión, el Reino Unido quiso proteger a la *City* de todas las regulaciones financieras, pero sin éxito. Estima que las consecuencias de su decisión se van a evidenciar próximamente. En todo caso, informa que la discusión en Inglaterra se ha tornado más radical y que, ciertamente, habrá que mirar con atención y detalle si el actuar de ese país tiene otras implicancias institucionales, ya que los antecedentes disponibles no permiten tener una respuesta más clara y completa sobre la materia.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, la decisión británica apunta a decirle a Europa que las reformas deben aprobarse por unanimidad. Agrega que para Inglaterra es más importante la parte financiera que la fiscal, es decir, no quiere reformas en el ámbito financiero que comprometan su posición como centro financiero internacional. En consecuencia, ellos se marginan ante eventuales reformas que deban implantarse para el rescate de los bancos, entre otros motivos, porque la libra no está bajo tensión, como sí lo está el euro.

Con respecto a hechos futuros, el señor Sergio Lehmann señala que está pendiente la discusión sobre el rol que pueda jugar el FMI en el programa de ayuda a la Zona Euro. Precisa que ese organismo tenía 10 días para discutirlo internamente, pero que transcurrida una semana no hay una definición muy clara al respecto.

En cuanto a la acción fiscal, menciona que el FMI dispone aún de varios meses para discutir la forma de implementar una medida automática de ajuste de gasto fiscal, de manera de cumplir con los programas o con las metas establecidas en este acuerdo.

El señor Luis Óscar Herrera comenta que la última edición de *The Economist* incluye un análisis algo más crítico respecto del resultado de las acciones emprendidas por el FMI. Al respecto, precisa que a pesar de haberse involucrado en los países en problemas, no ha conseguido que bajen los *spreads* de economías como Portugal, Irlanda o Grecia. Agrega que con los recursos actuales y con los US\$ 200 millones adicionales, no tiene la capacidad de estabilizar la situación de deuda de España e Italia.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que el FMI tampoco tenía capacidad de estabilizar a México con ocasión de la crisis del Tequila, como tampoco a Asia para la crisis asiática, porque sus recursos están pensados más bien para crisis de orden comercial. A su juicio, la eficacia del Fondo está más bien en su capacidad de dar credibilidad a los mercados financieros para que hagan *Private Sector Involvement*, constituyendo este su foco hasta ahora. Señala que el FMI va a llevar a cabo todo lo que necesita el sector privado para poder dar más credibilidad a los esfuerzos comprometidos.



El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera, respondiendo la consulta respecto del precio del petróleo, indica que, hoy día, las colas de la distribución están muy gordas, ya que, por un lado, están los riesgos de la recesión y, por otro, los riesgos derivados de una situación geopolítica en Irán. Destaca que ello está pesando en los comentarios sobre el mercado de *commodities* como un factor de riesgo relevante y explicaría el número mayor de contratos de opciones a precios más altos. En su opinión, ello, más los factores de escasez de carácter más estructural, están incidiendo en el precio del petróleo.

Con respecto a Inglaterra, indica que los bancos ingleses, a diferencia de otros bancos europeos, reactivaron el programa de compra de deuda de gobierno y que las tasas de esa deuda son mucho más bajas que las que se observan en el resto de Europa.

En cuanto a los bancos europeos, menciona que Carmen Reinhart, en el marco de la última Conferencia Anual del Banco, comentó que la asignación de los remates de bonos en Europa parecía estar bien cuoteada entre los respectivos bancos. Estima que ello puede estar funcionando perfectamente hoy día, porque basta que los bancos se presenten a la subasta y lleven luego los bonos al Banco Central para obtener financiamiento. Precisa que ello tiene requisitos de *leverage* para los bancos, pero que no implica requerimientos de capital.

Finalmente, y en relación con la pregunta del Consejero señor Sebastián Claro sobre producción industrial, el señor Sergio Lehmann señala que el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto exhibirá el perfil de la situación chilena en detalle. No obstante, anticipa que el comportamiento no sería muy distinto de lo que se observa en otras economías de América Latina.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los distintos comentarios y, prosiguiendo con la Reunión, 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 término, señala que las turbulencias financieras continúan y que si bien tienen un impacto limitado en las medidas de riesgo para Chile, se observan ciertas tensiones en el mercado financiero interno.

En segundo lugar, indica que la actividad de octubre sorprendió a la baja y que algunos indicadores de demanda dan cuenta de una desaceleración algo más intensa que la registrada hasta ahora. Sin embargo, subraya que los datos de comercio, crédito y empleo se mantienen dinámicos.

Agrega que la inflación sorprendió al alza, con una alta incidencia de los componentes más bien volátiles y que el presente ejercicio cerraría con un IPC de 3,9% anual.

Por último, informa que para esta Reunión, el mercado está más bien dividido respecto de la decisión de política, aunque un porcentaje mayor prevé una mantención de la tasa de política monetaria (TPM).

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, refiriéndose a los indicadores de riesgo financiero externo y doméstico. Sobre el particular, destaca que desde la última RPM, la percepción de riesgo de Chile y del mundo tendió a retroceder, pero, de todas maneras, se mantiene en niveles elevados.



Advierte que al revisar otro tipo de indicadores financieros de la economía local, se observa en lo más reciente una cierta tensión en las medidas de liquidez y aumentos en los costos de financiamiento bancario, no comparables con los niveles observados durante la crisis de 2008, pero claramente por sobre los registrados hasta ahora.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere construir un indicador que permita comparar la economía chilena con otras economías del mundo, con el objeto de determinar si es un fenómeno chileno o generalizado, si acaso se advierte en otros países de una manera más intensa que en Chile o viceversa, o si acaso es un fenómeno como el que se observa hoy en las bolsas, que exhiben un comportamiento similar en las distintas regiones, dando cuenta de un acoplamiento.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que un patrón de mayor costo en las operaciones de comercio exterior y de muy poca disponibilidad de líneas de crédito y de financiamiento de más largo plazo sería común a Latinoamérica en términos cualitativos. De hecho, indica que en una reunión reciente del *Committee on the Global Financial System (CGFS)* del BIS, Brasil, Colombia y México reportaban cualitativamente una situación similar. Agrega que este fenómeno se relaciona con bancos europeos que prestan muy poco o simplemente no otorgan créditos y con bancos norteamericanos e internacionales dispuestos a prestar, pero con *spreads* algo mayores, porque sus costos de financiamiento son más altos en los mercados mayoristas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si los bancos ingleses están sirviendo como fuente de financiamiento alternativo. El señor Kevin Cowan responde que bancos como el *Standard Chartered*, que es de carácter más bien global, sí lo están, pero que otros no son muy activos en estas operaciones, al menos en Chile.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que en medio de la alta volatilidad reciente, se han observado movimientos mixtos en la bolsa. Al respecto, especifica que tendió a caer desde la última RPM, pero que los últimos datos dan cuenta de un repunte.

En cuanto a las tasas de interés, indica que las tasas reales de largo plazo venían mostrando una tendencia al alza, pero que se revirtieron luego de la última Reunión. Agrega que las tasas nominales también cayeron de manera importante desde entonces. A título ejemplar, comenta que las tasas *swap* registraron un movimiento importante a la baja, que coincidió con un empeoramiento en el escenario externo, tras conocerse el PMI de China y el resultado de la licitación de bonos alemanes.

El señor Claudio Soto informa que el tipo de cambio se depreció durante el mes y que si bien se ha apreciado en los últimos días, está algo por debajo del nivel máximo alcanzado a mediados de septiembre último.

A continuación, destaca que a pesar de la mayor incertidumbre externa, las medidas de expectativas internas no siguieron deteriorándose en el mes de noviembre y, más aún, que tanto las percepciones de los empresarios como las de los consumidores exhibieron un rebote el último mes. Precisa que en el caso de las expectativas empresariales, sobresale la importante reversión de los sectores comercio y construcción, cuyas perspectivas se tornaron más optimistas aún, como consecuencia de efectos estacionales y otros asociados a un ambiente político menos convulsionado.

Asimismo, hace notar que la información sobre importaciones sugiere una desaceleración de la demanda interna. Sobre el particular, menciona que las importaciones de automóviles no siguieron cayendo, lo cual hubiera constituido una señal muy negativa de desaceleración de la demanda, sino que registraron un pequeño rebote, y que las importaciones de bienes de capital también exhiben un rebote bastante importante. No obstante, hace notar



que la tendencia de la serie real de estas últimas da cuenta de un cierto aplanamiento en el margen, que es coherente con el diagnóstico de que las importaciones debieran desacelerarse en los próximos meses, pero desde niveles que se mantienen elevados.

El señor Claudio Soto advierte sobre los datos provisorios de colocaciones de comercio exterior, que reflejan una caída importante y que anticiparían una desaceleración bastante más importante de las importaciones en los meses venideros.

Agrega que las colocaciones a personas, como las de consumo o de vivienda, no muestran un cambio relevante en su dinámica y que se mantienen con tasas de variación elevadas desde una perspectiva histórica, dando cuenta de que la velocidad de estos créditos es bastante alta.

El Consejero señor Sebastián Claro repara en el dato provisorio de colocaciones de comercio exterior del mes de noviembre, porque de concretarse, daría cuenta de una caída muy significativa.

El señor Claudio Soto hace presente que este dato provisorio tiene implícita mucha volatilidad y que, por tanto, el definitivo podría ser positivo. En todo caso, sugiere que estas colocaciones sí podrían haber experimentado una desaceleración más intensa, asociada a la caída de las importaciones de automóviles. Por último, destaca que entre los diferentes datos preliminares, este es el único que exhibe un ajuste importante, razón por la cual se seguirá monitoreando.

En materia de actividad, indica que el dato de IMACEC sorprendió al registrar una variación negativa bastante significativa en octubre, explicada fundamentalmente por ajustes en los sectores Resto. A título ejemplar, comenta que el dato de industria fue muy negativo, mientras que los sectores ligados a recursos naturales, que habían tenido una dinámica bastante lenta durante el año, han tendido a recuperarse en lo más reciente.

En cuanto a los sectores que han empujado el crecimiento durante el año, como el comercio, destaca la persistencia de su dinamismo. Por el contrario, advierte que el componente ligado a durables comienza a exhibir un cierto ajuste, como es el caso de las ventas mayoristas, y que al desagregar el indicador de comercio del Instituto Nacional de Estadísticas, también se observa un ajuste a la baja en el componente durable que excluye automóviles.

Con respecto al sector industria, informa que cae por quinto mes consecutivo, afectado por los desarrollos externos. Precisa que las ramas que presentan un menor dinamismo, incluso caídas, son las ligadas a las exportaciones y las ramas intermedias. Explica que ello ha ido de la mano de percepciones de los empresarios del sector más negativas respecto de la demanda, así como de alzas en la percepción de inventarios. En este sentido, enfatiza que se percibe que los inventarios superan el nivel deseado, lo cual sugeriría futuros ajustes a la baja más intensos en producción, a menos que haya un repunte en las ventas.

En relación con el mercado laboral, subraya su estrechez. Sobre el particular, especifica que la tasa de desempleo se ha mantenido bastante estable durante el presente año y que en el margen se advierte una cierta atenuación en la creación de puestos de trabajo. No obstante, hace notar que se han comenzado a observar nuevos empleos en el sector agro, producto de la estacionalidad habitual, que han compensado un cierto retroceso en el empleo por cuenta propia.

Indica que los salarios, por su parte, experimentaron una variación bastante acotada en el mes de noviembre, que se explicaría fundamentalmente por un factor estacional. De hecho, manifiesta que no debería sorprender si los próximos registros dan cuenta de aumentos más significativos, en particular en diciembre, por el reajuste del sector público y otros elementos estacionales que hacen elevar las cifras de salarios en el último mes de cada año.



Agrega que los salarios reales siguen creciendo y que, de hecho, la variación interanual del IREM alcanza a 2% y la del CMO a 3%. Añade que los costos laborales unitarios, después de haber aumentado de manera importante hasta mediados de año, han tendido a retroceder en el margen.

Respecto de las perspectivas de la actividad para este trimestre y el próximo, precisa que la primera se corrige a la baja en cuatro décimas respecto de la última RPM, estimándose que el PIB crecerá un 6,2% este año y un 3,8% en el cuarto trimestre. Explica que para llegar a esta variación trimestral se requieren IMACEC en torno al 4% en los meses de noviembre y diciembre, atendido el hecho que el dato de octubre fue de 3,4%. Destaca que el mes de diciembre tiene un día hábil más; por lo tanto, se estima que el IMACEC de ese mes podría superar el 4%, mientras que el dato de noviembre estaría marginalmente bajo ese nivel.

El señor Claudio Soto hace presente, además, que las correcciones más importantes afectan a los sectores Resto, mientras que los sectores de recursos naturales mantienen la proyección para el cuarto trimestre.

En cuanto al primer trimestre del año 2012, anticipa un crecimiento en torno a 4,2%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si la minería continúa deprimida en el último trimestre del presente año. El señor Soto responde que el último dato dio cuenta de un desempeño en el margen algo mejor, pero que, de todas maneras, exhibe tasas interanuales negativas. Agrega que no ha habido nuevas huelgas o paralizaciones y, por lo tanto, el mal desempeño obedece a un tema de ley, de carácter más estructural.

En relación con la demanda interna, señala que no hay correcciones significativas respecto de la RPM pasada. Especifica que solo se ha efectuado una pequeña corrección a la baja en maquinarias y equipos, como consecuencia de una leve atenuación de las importaciones de bienes de capital, así como otra leve corrección a la baja en consumo. Acota que, en general, se mantiene la perspectiva de una desaceleración de la demanda interna hacia finales de año, pero con tasas de crecimiento interanuales todavía bastante elevadas.

Subraya que a comienzos del próximo año se debería observar un crecimiento de la demanda interna bastante más acotado por el efecto base, del orden de 2,8% en el primer trimestre. Hace presente que en ello incide de manera importante la visión de una detención e, incluso, un retroceso en la acumulación de existencias. De hecho, plantea que si se excluyera la variación de existencias, el crecimiento interanual sería del orden del 5%.

Indica que las expectativas de mercado para el crecimiento, que se corrigieron al alza en la encuesta anterior por la sorpresa positiva que constituyó el IMACEC de septiembre, ahora se han ajustado a la baja, hasta 6,2%, al igual que la proyección interna. Agrega que para el año 2012 también se corrigió a la baja, a 4,2%, muy similar a las proyecciones del próximo IPoM.

En materia de inflación, informa que el dato del IPC de noviembre, de 0,3%, sorprendió al alza, por una clara incidencia de componentes volátiles. A título ejemplar, precisa que las frutas y verduras tuvieron una incidencia de casi dos décimas en la variación mensual de dicho índice. Agrega que los combustibles también están empujando la inflación y que vestuario ha dejado de contribuir negativamente a la variación interanual.

En cuanto a la proyección interna, señala que las sorpresas se concentraron en el componente de frutas y verduras, y también en transporte. Respecto de este último componente, plantea que las sorpresas provinieron de los precios de automóviles y pasajes aéreos, que tienen una correlación muy directa con el tipo de cambio.



El señor Claudio Soto hace presente que la proyección se ha corregido más bien en línea con las sorpresas inflacionarias mencionadas, estimándose que en los próximos meses se observaría una caída en la tasa de variación interanual del IPC y que el IPC del presente año cerraría con un 3,9%.

Hace notar que al comparar esta proyección con la contenida en el IPoM de septiembre, se observa que el cambio mayor es explicado por la gasolina, seguido por el componente de frutas y verduras y otros combustibles. Añade que el IPCX1 continúa sorprendiendo marginalmente a la baja, llevando a modificar levemente las perspectivas para los próximos meses.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si el supuesto de tipo de cambio contenido en esta proyección es de carácter constante, y si la trayectoria de tipo de cambio real del IPoM es coherente con ese supuesto en el corto plazo.

El señor Claudio Soto responde que el supuesto de tipo de cambio contenido en la proyección es de carácter constante y que se ha asumido que lo es por un período de seis meses; y que a partir de entonces sigue la dinámica coherente con la evolución del tipo de cambio real, que hasta mediados de año tendió a estar más depreciado que ahora y que luego se aprecia ligeramente hacia valores más cercanos al promedio histórico. Hace notar que en esta trayectoria del IPC incide la ausencia de una depreciación adicional del tipo de cambio.

Con respecto a las variaciones mensuales, indica que para el mes de diciembre se espera un IPC de 0,1%, que es coherente con la variación de 3,9% estimada para el presente año, en tanto que para los meses siguientes se proyectan registros en torno a 0,1 y 0,2% para el IPC total. Acota que el componente X1 podría exhibir cambios algo más importantes, asociados a elementos más bien estacionales.

Finalmente, destaca que más allá de las sorpresas inflacionarias antes referidas, las expectativas que se derivan de las encuestas dan cuenta de bastante estabilidad. Al respecto, precisa que la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) a uno y dos años ha estado alineada en torno al 3%, lo mismo que la Encuesta a los Operadores Financieros (EOF) a dos años, mientras que a un año, esta última ha estado desde hace algunos meses por debajo del 3%, pero también de manera bastante estable. Agrega que las medidas de compensación inflacionaria que se derivan de los precios de los activos también se ven estables.

En relación con la trayectoria para la TPM, subraya los movimientos a la baja desde la última RPM. Sobre el particular, especifica que la *forward* actual está por debajo de la observada en la Reunión pasada y que las encuestas, que en algún momento superaron a la curva *forward*, se han corregido a la baja y, en general, tienden a mostrar una tasa que va a permanecer más baja por un tiempo mayor del implícito en la curva *forward* que considera el precio de los bonos. De todas maneras, destaca que la EEE, y en menor medida la EOF, refleja que el proceso de reducción de tasas debería concluir hacia fines del año 2012 y que a partir de entonces debería producirse un ajuste hacia tasas más coherentes con la tasa neutral.

Al finalizar su exposición, informa que para esta Reunión se espera mayoritariamente una mantención de la tasa, aunque hay bastante dispersión en la opinión de los analistas. Especifica que la EOF apunta a una reducción muy marginal; que en la EEE, si bien un porcentaje relevante de encuestados respondió que el Consejo acordará una rebaja, la mayoría apuesta por su mantención; y que la mayoría de los encuestados por Bloomberg piensa que no registrará variación y una fracción no despreciable cree que se optará por un recorte.

Con respecto a la decisión del mes de enero, señala que los encuestados de la EEE piensan mayoritariamente que la tasa bajará a 5%.



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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que ante la presencia de baches de crecimiento en el corto plazo, corresponde tener algún juicio respecto de si ello es de carácter permanente o transitorio. En este sentido, consulta cuál es la hipótesis respecto de lo acontecido en octubre último, que sería el mes que está afectando la proyección de crecimiento del próximo año, ya que, en su opinión, la caída proyectada obedece a un efecto arrastre.

En segundo término, manifiesta que le llama mucho la atención que se afirme que industria cae por quinto mes consecutivo, habida consideración que el gráfico de la lámina 43 de la presentación da cuenta que este sector está por sobre el promedio de los últimos cinco años. Al respecto, plantea la conveniencia de contar con una explicación acerca del comportamiento de este sector para un próximo IPoM.

Asimismo, señala que también le sorprende que la formación bruta de capital fijo a precios del año base 2003 supere los MM\$ 31 millones y que a precios corrientes sea de MM\$ 23 millones. Por esta razón, solicita una explicación al respecto.

Por último, sostiene que la aceleración de la inflación en el mes de octubre, por el aumento de los precios de los perecibles, sería de carácter transitorio y no debiera afectar la proyección interna. A su juicio, esta no obedece a presiones de demanda, sino que a la aparición de los primores a precios elevados.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a la corrección del crecimiento. Indica que, en su opinión, el estrechamiento de las condiciones financieras, fenómeno que se ha evidenciado en el último mes con más claridad, constituye una novedad y justifica, junto con los datos de empleo y actividad, la corrección de la proyección de crecimiento.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que la tasa de creación de empleo, que ha estado muy alta, registra ahora una disminución. Al respecto, consulta si está llegando a niveles más normales o si responde a una desaceleración de una magnitud mayor.

En segundo lugar, pregunta si se observa una restricción de la oferta de créditos por parte de los bancos.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón responde que no se advierten condiciones de oferta más restrictivas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que personeros de algunas empresas bancarias perciben que los bancos españoles se han tornado menos agresivos y menos competitivos y que, por tanto, parte de sus clientes se están trasladando hacia estas otras empresas bancarias.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que las tasas de crecimiento de los créditos deben ser seguidas con cuidado. Hace presente que es posible que en una primera fase se observen incrementos, porque las personas y las empresas, al advertir inminentes restricciones, tienden a copar sus líneas de crédito; o que las empresas recurran a los bancos locales, ante el surgimiento de dificultades para endeudarse en el exterior. Recuerda que esto ha ocurrido en otras oportunidades, como en el año 2008.

Al respecto, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan informa haber sostenido reuniones con personeros de diferentes bancos en las semanas previas, quienes manifestaron que hasta entonces no se advertía un mayor uso de las líneas de crédito,



pero sí una mayor disposición por parte de algunas firmas, que normalmente se financiaban en el exterior, a cotizar en los bancos locales, ante el estrechamiento de las condiciones externas.

El señor Beltrán de Ramón señala que la caída en las colocaciones de comercio exterior puede deberse a que los bancos, debido a la escasez de dólares, tienen dificultades de encontrar líneas corresponsales y, por tanto, están decidiendo prestar en pesos reajustables en dólares, que cubren mediante *forwards*. Hace presente que ello no le generaría mayor preocupación, ya que los otros tipos de colocaciones no han disminuido.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que los importadores necesitan dólares para efectuar los pagos a sus proveedores extranjeros y, por tanto, necesitan recurrir a créditos de comercio exterior.

El señor Beltrán de Ramón explica que los importadores adquieren dólares en el mercado *spot*. Recuerda que el problema actual radica en la dificultad que enfrentan los bancos para llevar a cabo su negocio tradicional de obtener créditos en el exterior para colocarlos entre sus clientes locales porque el mercado externo está cerrado.

El señor Claudio Soto hace presente que las variaciones mensuales de las colocaciones comerciales y de comercio exterior reaccionaron rápidamente a la baja con ocasión de la crisis del año 2008, situación que no se observa ahora, y que entonces las colocaciones de consumo se demoraron bastante más en responder a ella. Agrega que se han realizado algunos ejercicios, que arrojan que el consumo disminuye antes que las colocaciones y que de ahí, entonces, la importancia del foco en las colocaciones a empresas, porque ellas sí podrían estar respondiendo en mayor grado ante fenómenos de crisis.

Respecto del dato de empleo, señala que es difícil realizar un seguimiento de las variaciones interanuales por el cambio de metodología. Sin embargo, hace presente que el último dato, que ya es comparable interanualmente, da cuenta de una tasa de crecimiento anual levemente inferior a 4%, que desde una perspectiva histórica se acerca a los registros "normales" que se observaban antes del cambio de la encuesta. Agrega que lo mismo ocurre con la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo.

Finalmente, y con respecto a las proyecciones de crecimiento, hace notar que la sorpresa interna del IMACEC de octubre fue superior a un punto. Explica que si se hubiera considerado que esa sorpresa era genuina y que no había ningún fenómeno de rebote, se debería haber corregido la proyección del trimestre en una magnitud similar. Sin embargo, destaca que el crecimiento solo se corrigió en 40 puntos base, porque se supone que hay un rebote y un elemento genuino relacionado, de alguna manera, con la mayor incertidumbre, las turbulencias y el ajuste de expectativas a la baja, que tienen un impacto en la actividad. De hecho, comenta que las sorpresas provinieron de varios sectores, entre ellos la industria, específicamente de los sectores ligados a las exportaciones, que son los que están directamente afectados por el menor dinamismo de la actividad externa.

Enfatiza que todos los elementos mencionados llevan a configurar este ajuste en la proyección, que es menos intenso que lo que podría sugerir solamente la sorpresa del mes de octubre. Por lo tanto, advierte que hay un elemento de riesgo, ya que si la sorpresa fue genuina y la caída tan intensa del IMACEC obedeció a una desaceleración *ad portas* de la actividad, entonces la corrección podría ser incluso mucho mayor de aquí al primer trimestre del próximo año.

Al no haber consultas o comentarios adicionales, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la Reunión hasta las 16:00 horas.



Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 179.

El Presidente señor Rodrigo Vergara 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.

Con respecto a la economía internacional, indica que en la Eurozona, las autoridades han realizado diversos anuncios monetarios y fiscales, pero que, hasta ahora, no han logrado revertir las agudas tensiones financieras de bancos y gobiernos. Asimismo, destaca que continúa el deterioro de los indicadores de actividad y confianza de la región. Agrega que en Estados Unidos, las autoridades políticas no han logrado un acuerdo respecto del presupuesto fiscal, lo que genera riesgos para la actividad en el corto plazo y la sustentabilidad fiscal a mediano plazo, y que las cifras recientes de actividad han sido algo mejores que lo esperado y son coherentes con un ritmo de crecimiento bajo, pero positivo. En cuanto a China, señala que se observa un deterioro en los indicadores de actividad, que la inflación muestra una nueva disminución y que las autoridades han tomado medidas para atenuar la restricción monetaria. Comenta, además, que los precios internacionales de los bienes agrícolas muestran un retroceso durante el último mes, mientras que los precios del cobre y el petróleo no presentan mayores diferencias. Por último, menciona que fuera de la Eurozona, los premios financieros internacionales no muestran grandes cambios.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que en Chile, el producto se ha desacelerado algo más rápido que lo previsto en el IPoM de septiembre, aun cuando la demanda interna se mantiene dinámica y las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas. Añade que si bien la inflación del mes de noviembre fue algo mayor que lo esperado por factores puntuales, no modificó las expectativas de mercado, que se mantienen en torno a la meta. Además, advierte que se observan mayores fricciones en los mercados financieros locales, incluyendo un encarecimiento del crédito externo, un aumento de las tasas de financiamiento local y mayores premios corporativos. Finalmente, informa que las encuestas y precios financieros anticipan un relajamiento gradual de la política monetaria en los próximos meses, aunque para esta Reunión la mayoría de los analistas esperan una mantención de la TPM.

El Gerente de División Estudios indica que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes para esta Reunión la mantención de la TPM en 5,25%, señalando que se constata un deterioro del escenario externo que probablemente requerirá realizar ajustes a la política monetaria; o un recorte de la tasa en 25 puntos base, a 5%, junto con un sesgo negativo.

Hace presente que la recomendación en esta oportunidad es por la primera opción, en razón de los siguientes fundamentos.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que tal como se ha señalado en las últimas Reuniones, desde la publicación del IPoM de septiembre a la fecha se ha configurado un escenario externo más adverso y con riesgos significativos a la baja. Al respecto, precisa que en comparación con septiembre, la revisión del escenario base del próximo IPoM contempla una reducción significativa de las proyecciones de crecimiento mundial, menores términos de intercambio y mayores premios de riesgo internacional, y que los escenarios alternativos consideran que podría haber un ajuste aún más severo del crecimiento en la Eurozona y Estados Unidos, un recrudecimiento de las tensiones financieras y menores precios de materias primas. Advierte que este deterioro del escenario externo afectará la evolución de la economía chilena.



Destaca que, hasta la fecha, las trayectorias del producto y la inflación no se han alejado significativamente respecto de lo proyectado en septiembre. No obstante, señala que la sorpresa negativa en el IMACEC de octubre, los indicadores de actividad y gasto muestran una desaceleración que, en lo principal, obedece a una convergencia normal y deseable hacia tasas de tendencia. Informa que el escenario base del IPoM contempla que esta desaceleración se profundizará en los próximos trimestres. De hecho, precisa que desde septiembre a la fecha, las expectativas privadas de crecimiento para el presente año se han reducido en 0,3 puntos, desde 6,5 a 6,2%, y en 0,5 puntos para el próximo año, desde 4,7 a 4,2%. Añade que la revisión del escenario base del IPoM también contempla una reducción de las proyecciones de crecimiento para este y el próximo año.

En materia de inflación, indica que el repunte reciente obedece principalmente a factores puntuales, en tanto que las medidas de inflación subyacente y las expectativas de inflación, así como las proyecciones que están contenidas en el escenario base del IPoM, se mantienen en torno a la meta de 3%.

El señor Luis Óscar Herrera prosigue su intervención, señalando que en lo más reciente se observan algunos síntomas de la transmisión de la situación externa a la economía nacional. Al respecto, especifica que en el sector industrial y comercio se advierte una menor intención de acumulación de existencias, a pesar del dinamismo reciente de las ventas internas, y que en la industria se observa un estancamiento en la producción de las ramas orientadas a los mercados externos. En todo caso, manifiesta que este patrón no es uniforme, porque otros indicadores, como el empleo, el crédito, las compras de durables y las importaciones, aún muestran dinamismo.

Por otra parte, hace presente que también han aparecido algunas señales de fricciones en el mercado financiero local como consecuencia de estas tensiones financieras internacionales, como es el encarecimiento y menor disponibilidad de líneas de financiamiento externo para bancos y empresas; un aumento de las tasas de financiamiento y crédito en el mercado interno; y mayores premios de liquidez y de riesgo corporativo. Agrega que evidencia casual indica un comportamiento crediticio más cauteloso por parte de la banca y otros actores del mercado de capitales. En su opinión, la amplificación de estas fricciones podría estrechar a futuro las condiciones financieras locales y afectar el consumo y la inversión en los trimestres venideros.

Con respecto a las opciones planteadas para esta Reunión, señala que las ventajas y riesgos de cada una de ellas no varían mucho de lo discutido en reuniones previas.

En cuanto a la opción de recortar la tasa en 25 puntos base e incorporar un sesgo negativo, manifiesta que tendría como ventaja comenzar a actuar en forma preventiva ante el deterioro del escenario externo, anticipándose a sus probables efectos sobre el crecimiento y la inflación en Chile, tomando en cuenta los rezagos con que opera la política monetaria.

Informa que esta no es la decisión que espera la mayoría del mercado para esta Reunión, por lo que de adoptarse, se podría transmitir una visión más negativa respecto del escenario internacional. Asimismo, plantea que tampoco se puede descartar un escenario externo algo más benigno, al menos en el corto plazo, si es que las medidas que se están adoptando en Europa logran restaurar la confianza financiera en esa región. Finalmente, expresa que la intensidad de los efectos del escenario externo sobre la economía chilena aún es incierta.

Por su parte, indica que la opción de mantener la tasa en esta Reunión, señalando un empeoramiento de las condiciones en la economía mundial, tiene como ventaja dar tiempo para que la situación externa decante, así como para evaluar la intensidad de sus efectos en la economía chilena.



El señor Luis Óscar Herrera plantea que el riesgo de mantener la tasa es retrasar un relajamiento de las condiciones monetarias que ayude a amortiguar los efectos del escenario externo sobre el crecimiento y la inflación en Chile. Sin embargo, comenta que este riesgo es atenuado, porque la economía nacional parte de una situación inicial de brechas cerradas de capacidad y condiciones estrechas en el mercado laboral. Además, sostiene que este riesgo se podría compensar más adelante con movimientos más intensos de la TPM, que lleven rápidamente a la política monetaria a una posición más expansiva. Agrega que también está la posibilidad de adoptar medidas complementarias para contribuir al normal funcionamiento de los mercados financieros nacionales en caso de darse un deterioro más marcado y abrupto del panorama externo.

Indica que este conjunto de antecedentes llevan a proponer mantener la TPM en su nivel actual, comunicando, al mismo tiempo, que se constata un deterioro significativo del escenario externo, cuyos efectos sobre la economía chilena probablemente requerirán ajustar la política monetaria.

Con respecto a las consideraciones tácticas, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que la opción recomendada en esta oportunidad coincide con la expectativa mayoritaria en el mercado. Asimismo, destaca que la trayectoria esperada para la TPM que se desprende de las encuestas de mercado es coherente, en líneas generales, con las proyecciones a publicar en el próximo IPoM.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón se suma a los argumentos contenidos en la Minuta de Opciones, excepto el que señala textualmente "mantener la TPM en 5,25% coincide con la expectativa mayoritaria del mercado", habida consideración que la mediana de la Encuesta de Operadores Financieros que, en su opinión, constituye un mejor reflejo del mercado, indica una baja de la TPM. A su juicio, es más correcto señalar que el mercado está dividido.

Reitera que la Minuta antedicha propone dos alternativas razonables, esto es, mantener la TPM e introducir un sesgo a la baja, o bajar la TPM en 25 puntos base e introducir un sesgo a la baja para la próxima Reunión.

El señor Beltrán de Ramón indica que si bien existen argumentos para seguir ambas opciones, recomienda la de bajar la TPM en esta oportunidad, basado en los siguientes dos argumentos.

En primer lugar, reitera lo que manifestó en la RPM anterior en cuanto a que producto del deterioro de la situación internacional y la alta apertura de la economía chilena, la dirección que debe tomar la TPM de aquí en adelante es claramente a la baja. A su juicio, la única incertidumbre, que no es menor, es la magnitud de esta baja, es decir, si es mayor o menor que lo que indica hoy día la curva de rendimiento que se proyecta a partir de los precios o las encuestas de analistas y de mercado.

Hace presente que el segundo argumento es que, hoy, las tasas de depósitos a 180 y 360 días están 66 puntos base por sobre el promedio observado en los meses de septiembre y octubre pasados, precisando que ello es a nivel absoluto, no solo a nivel de *spread*. En otras palabras, manifiesta que la estrechez de liquidez en dólares que se ha ido transmitiendo de manera paulatina al mercado local en pesos equivale hoy —todo lo demás constante— a haber tenido una TPM de entre 5,75 y 6,00%.



En este sentido, plantea que si este aumento de tasas es precisamente una consecuencia de un escenario de mayor riesgo asociado a un ciclo más negativo producto de la crisis europea y no una contaminación aguda del canal financiero, como ocurrió en el año 2008, la primera respuesta del Banco Central debiera ser una reducción de tasas y solo cuando la crisis se agudice, reinstalar las medidas de estabilidad financiera que implementó hace tres años.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón.

Al proseguir con la Sesión, el señor Presidente informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, por intermedio de su Asesor señor Rodrigo Cerda, le ha hecho llegar su planteamiento, al que dará lectura a continuación:

"El escenario económico continúa mostrando importantes vaivenes y elevados niveles de incertidumbre. A nivel interno, la actividad y el empleo muestran una desaceleración significativa.

En el ámbito externo, destaca la incertidumbre y la debilidad económica en Europa. Las tensiones financieras continúan, lo que se refleja en que el riesgo país medido por los CDS a 5 años, que sigue alto tal como en la última reunión. En Grecia, los CDS siguen en niveles récord. En Italia, los CDS a 5 años se ubican levemente más bajos que los valores a la fecha de la última reunión, aunque siguen cerca de los 600 puntos, tras el resurgimiento de los temores en este país. De igual forma, Francia y Alemania se ubican cerca del *peak* histórico alcanzado hace algunas semanas atrás. En términos de actividad, el reporte preliminar para la Zona Euro mantuvo el crecimiento de 0,6% trimestral anualizado y desestacionalizado. Sin embargo, al analizar las contribuciones por componente de gasto, se revela una fuerte desacumulación de inventarios. Así, esta cifra se descompone en un aporte de 0,9% de las exportaciones netas, de 0,7% de la demanda interna y una sustracción de 1,0% de los inventarios.

Por otra parte, los datos sectoriales muestran que la Zona Euro sigue mostrando signos de debilidad. Las ventas minoristas de octubre aumentaron 0,4% mensual y desestacionalizado, aunque decrecieron 0,4% interanual. En Alemania, la producción industrial en octubre creció 4,0% en 12 meses, tras un 5,3% el mes previo. En Francia, creció un 0,9% interanual, tras un 4,2% el mes anterior, y en Italia decreció un 3,2%, tras una caída de 2,1 % en septiembre.

En este contexto, el Banco Central Europeo decidió bajar nuevamente la tasa de política monetaria en 25 puntos base en su reunión de diciembre, hasta 1%. Este es un escenario de alta volatilidad y de marcada desaceleración, que configuran el ambiente para una probable recesión en la Zona Euro.

La economía de Estados Unidos muestra algunas señales de mejora en el margen. El mes de noviembre el país creó 120 mil empleos respecto al mes anterior, superior a los 100 mil del mes anterior. Por su parte, la tasa de desempleo bajó a 8,6% desde 9,0% el mes previo, donde influyó la caída de la fuerza de trabajo. Por su parte, el PMI manufacturero de noviembre subió a 52,7 desde los 50,8 de octubre, manteniéndose así sobre el umbral de 50. Por otro lado, el índice de percepción del consumidor de la Universidad de Michigan registra un importante avance en el mes de diciembre, alcanzando en el reporte preliminar 67,7 puntos, tras los 64,1 de noviembre y los 60,9 de octubre. De esta forma, las cifras en Estados Unidos son más alentadoras.

En China, la cifra de inflación de octubre en 12 meses se ubicó en 4,2%, bastante menor al 5,5% del mes anterior, sugiriendo una desaceleración económica. Por otra parte, el PMI manufacturero oficial ha descendido a niveles de 49 en noviembre, inferior a los 50,4 de



octubre y ubicándose en zona de contracción. De este modo, se configura un escenario económico más propicio para la realización de política monetaria acomodaticia.

En consecuencia, tal como indicábamos la reunión anterior, nos seguimos enfrentando a un escenario global en donde el elemento de mayor riesgo en la actualidad es una recesión en la Zona Euro.

Por otro lado, en el escenario interno la actividad económica exhibe una significativa desaceleración, en donde el IMACEC de octubre creció 3,4%, sorprendiendo al mercado a la baja, tras un crecimiento en septiembre de 5,7%. Se espera que la moderación que se ha venido dando durante el segundo semestre continúe. Así lo muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre, que arroja una tasa de crecimiento del IMACEC en noviembre de 4,0%. Esta desaceleración es algo más acentuada comparada con lo que esperábamos unos meses atrás.

El consumo sigue creciendo a tasas robustas, aunque se modera. Los datos de ventas del comercio minorista de octubre mostraron una tasa de crecimiento de 8,6%, desacelerándose respecto al 9,6% de septiembre. Por su parte, el mercado laboral sigue estrecho, aunque empieza a mostrar señales de moderación. En efecto, el empleo creció a una tasa interanual de 3,5% en el trimestre agosto-octubre, desacelerándose respecto al 3,8% del trimestre móvil inmediatamente anterior. De igual forma, los salarios han tendido a moderarse. En octubre los salarios reales crecieron 2,1% en 12 meses, tras el 2,6% del mes anterior. En consecuencia, los indicadores muestran una disminución del crecimiento de la masa salarial real en el margen.

En este contexto, la medición de inflación registró un aumento en noviembre superior a lo esperado por el mercado, llegando a un nivel de 3,9% en 12 meses. Los incrementos en los precios de alimentos siguen siendo parte de las sorpresas al alza de los últimos meses. Sin embargo, en el último mes han caído los precios internacionales de *commodities* agrícolas, como el maíz y el trigo, lo que podría generar algún alivio en el precio de los alimentos. Estos elementos pueden atenuar las presiones inflacionarias. Además, las expectativas de inflación a plazos mayores se mantienen acotadas en torno al centro del rango meta del Banco Central. En efecto, según la Encuesta de Expectativas del Banco Central de diciembre, la inflación en 2012 se ubicaría en 2,9%. Por otra parte, las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles de 2,31 %.

En este escenario de desaceleración de Chile y el mundo, es muy probable que las presiones inflacionarias disminuyan pese a los aumentos observados en los últimos meses, atribuibles en parte importante a factores puntuales. Sin embargo, los indicadores económicos del país ya comienzan a mostrar los efectos de la crisis externa, situación que no se revertirá en el corto plazo. Por ello parece recomendable rebajar la tasa en 25 puntos base en esta reunión y recalcar la flexibilidad de la política monetaria en caso que la situación internacional se vuelva más adversa."

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro comienza su intervención señalando que, en las últimas semanas, han continuado las señales de debilidad externas, con alta volatilidad en los mercados financieros. Manifiesta que, en su opinión, las medidas adoptadas en Europa han demostrado no ser satisfactorias, continuando, por tanto, la incertidumbre sobre la evolución de la Zona Euro en el corto plazo. Indica, además, que ya parece confirmarse que Europa estará en recesión en los próximos trimestres y con un bajo crecimiento en adelante.



En un tono algo más positivo, destaca que los datos en Estados Unidos no han dado cuenta de una mayor debilidad, por lo que se alejan, por ahora, los temores de un ajuste mayor. No obstante ello, hace notar que se confirma la lenta recuperación después de la crisis.

En cuanto al resto del mundo en desarrollo, informa que continúa en un proceso de desaceleración similar al anticipado a grandes rasgos y que las menores cifras de inflación en China facilitan el fin del período de ajuste monetario en ese país.

Finalmente, comenta que, en general, las proyecciones de crecimiento mundial se han seguido ajustando a la baja, que los términos de intercambio no han exhibido mayores variaciones este mes y que las condiciones de acceso a financiamiento externo se han deteriorado.

A nivel interno, indica que las señales de desaceleración continúan y que el impacto de las peores condiciones de demanda y financieras externas se percibe en algunos indicadores. Al respecto, subraya que los datos de actividad resultaron algo menores que lo esperado y que si bien hay algunos efectos puntuales que lo explican, en general, estima que la tendencia ya anticipada hace algunos meses respecto de una normalización de la actividad es clara y debiera verse reflejada en las proyecciones del IPoM. Aún así, destaca que los datos de empleo, demanda interna y crédito reflejan que la economía continúa con signos de dinamismo relevantes.

En materia de inflación, señala que el último registro sorprendió un poco al alza, pero que sus medidas subyacentes dan cuenta de una gradual normalización hacia el 3%. Agrega que las medidas de inflación total, en cambio, se mantendrán sobre 3% por algunos trimestres, convergiendo hacia el 3% durante el 2012, y que no es descartable que en el corto plazo exista volatilidad en estas medidas, toda vez que algunos productos volátiles —valga la redundancia—, así como los ajustes cambiarios derivados de períodos de turbulencia externa podrían introducir fluctuaciones en el corto plazo en las medidas del IPC. Con todo, indica que las perspectivas muestran expectativas de inflación estables en torno a 3% a diferentes plazos.

Por otra parte, plantea que datos contemporáneos de condiciones financieras sí dan cuenta de un estrechamiento en las condiciones. Sobre el particular, hace presente que más allá de los ajustes observados en los precios de algunos activos, las condiciones en los mercados monetarios de corto plazo en dólares y pesos han evidenciado una mayor estrechez. Menciona que ello se nota con claridad en el incremento en las tasas de captación bancaria, en especial comparadas con las tasas *swap* equivalentes, y también en las condiciones de acceso a financiamiento externo en dólares. Añade que algunas señales, aunque menos nítidas, también aparecen sobre mayores restricciones en el otorgamiento de créditos.

A título de resumen, expresa que las condiciones en el mundo permanecen débiles y que la probabilidad de una crisis mayor continúa latente. Sostiene que en ausencia de aquello, se avizora una desaceleración gradual de la economía chilena que es posible que requiera de algún grado de corrección en la política monetaria en adelante. Plantea que las señales internas son mixtas respecto de la intensidad que va a requerir tal normalización y que, por tanto, no es clara la oportunidad e intensidad de los eventuales cambios en la TPM. En su opinión, esto justifica una mantención de la tasa rectora en esta Reunión.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, el área donde sí se muestra con mayor claridad cierto impacto de la crisis externa es en el funcionamiento de las condiciones financieras. Tal como se discutió ampliamente en la sesión de la mañana, señala que ello introduce una fricción en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, y que si bien parte de los efectos de la mayor incertidumbre son inevitables, estima que de continuar en las próximas semanas, podría justificar el inicio de un ajuste en la TPM. A su juicio, ese es el elemento más nítido que sobresale en el último mes respecto del impacto de la incertidumbre externa y de la crisis externa sobre la economía chilena.



En razón de los fundamentos expuestos, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que vota en esta oportunidad por mantener la tasa en 5,25% e introducir un sesgo a la baja. Expresa que, en contraste con la Minuta de Opciones, su justificación principal a este sesgo a la baja no es tanto el deterioro adicional de las condiciones externas, sino que la mantención de condiciones financieras estrechas en el mercado que podrían estar anticipando un mayor ajuste en la economía y, por lo tanto, en las expectativas de crecimiento e inflación.

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

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

Hace presente que las noticias del último mes han seguido centradas en las economías avanzadas y, en particular, en Europa.

Destaca que las tensiones financieras en los mercados internacionales no han aflojado y que las perspectivas de crecimiento en el mundo desarrollado se han seguido debilitando; que los sentimientos permanecen deprimidos al observar que los avances en la solución de los problemas estructurales son muy lentos e insuficientes; y que, en estos días, los mercados han reafirmado su escepticismo sobre la efectividad de las acciones de política adoptadas en Europa.

Manifiesta que los efectos de ello para las economías emergentes, si bien han permanecido acotados o contenidos, comienzan a reflejarse en diversos indicadores.

Por último, señala que se ha consolidado así un escenario externo más adverso que el visualizado hace algunos meses, y que a ello se agrega que los riesgos permanecen altos y han tendido a incrementarse.

En el frente interno, subraya que la actividad sigue entregando señales de desaceleración y que el último registro del IMACEC resultó incluso más bajo de lo esperado. Sin embargo, menciona que no es claro cuánto de la desaceleración observada responde directamente al deterioro de las condiciones externas.

Asimismo, comenta que si bien la demanda interna también se modera, aún exhibe un relativo dinamismo, que es coherente con el comportamiento del empleo, los salarios y el crédito.

En el ámbito bancario, indica que los agregados y las tasas de interés se comportan con relativa normalidad, pero que surgen indicios de fricciones, de origen externo, que deben ser monitoreadas por sus eventuales implicancias para la política monetaria.

Por otra parte, señala que la inflación anual ha experimentado un leve repunte por factores puntuales, entre los que se incluye la devaluación del peso. Sin embargo, destaca que más allá de esta desviación de la inflación, transitoria y acotada, no se advierten elementos que comprometan su estabilidad en el mediano plazo. De hecho, indica que las medidas subyacentes permanecen muy contenidas. Hace presente que el mercado tiene un diagnóstico muy similar, por cuanto sus expectativas inflacionarias se han ajustado al alza en el corto plazo, pero permanecen completamente en línea con la meta en el mediano plazo.

En cuanto a la tasa de política monetaria, manifiesta que el mercado ha reafirmado sus expectativas de recortes en los próximos meses. En todo caso, informa que para esta Reunión, el mercado espera mayoritariamente que la tasa se mantenga, con una fracción, eso sí, importante que apuesta por un recorte.



Sobre las opciones que resultan coherentes con los antecedentes revisados, coincide con la Minuta de la Gerencia de División Estudios en que las razonables o plausibles son las mismas de las últimas Reuniones, esto es, mantener o bajar la TPM en 25 puntos base. Reconoce, eso sí, que esta vez la decisión es más compleja que en ocasiones anteriores, debido a la evolución experimentada por el escenario externo y sus implicancias internas.

A juicio del Consejero señor Enrique Marshall, el deterioro externo podría justificar adoptar acciones preventivas, teniendo en cuenta adicionalmente el nivel en que se ubica la TPM, que no es particularmente bajo. Sin embargo, concuerda con que la economía interna exhibe todavía cierto dinamismo y que se encuentra en un proceso de gradual moderación de su ritmo de expansión, bastante en línea con lo esperado, y con una inflación anual bajo control, pero ubicada transitoriamente cerca del límite superior del rango meta.

Enseguida, plantea que el riesgo de no innovar parece bastante acotado en estos momentos, ya que si las condiciones cambiaran bruscamente, debido a una pérdida de impulso de la demanda y/o por una intensificación de las fricciones financieras antes comentadas, no existirían mayores restricciones para que la política monetaria reaccione incluso en forma agresiva.

Finalmente, indica que la apuesta mayoritaria, pero no unánime, del mercado por la opción de mantener es también un elemento que debe ser considerado al momento de tomar una decisión.

En virtud de ello, el Consejero señor Enrique Marshall se inclina por no innovar en esta Reunión y vota, por tanto, por dejar la TPM en su actual nivel de 5,25%.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff* que, en esta oportunidad, se beneficia de la cercanía de la presentación del IPoM de diciembre, e indica que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la Reunión anterior, contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, a lo que añade lo siguiente.

Respecto de la economía internacional, destaca que los riesgos se mantienen significativamente elevados, en primer término, por las tensiones en Europa, que ya no se radican solo en la periferia, sino que también en economías del centro, especialmente España e Italia, que se han incorporado al conjunto de países en riesgo financiero.

Hace presente que el diseño de un programa fiscal europeo está aún en desarrollo, pero tal como se discutió en la sesión de la mañana, contiene elementos que por fin están atacando los problemas de fondo. En su opinión, un eventual involucramiento del Fondo Monetario Internacional en las economías del centro, sin interferencias ni intermediarios, se ve promisorio. Con todo, estima que aún falta camino por recorrer.

En segundo lugar, comenta que el *Spread Libor OIS* en dólares ha continuado aumentando tanto en Europa como en Estados Unidos, dando indicios crecientes de problemas de liquidez y de una menor expansividad de la política monetaria. Asimismo, indica que en las economías emergentes, Chile incluido, el *spread* sobre Libor se ha elevado, generando efectos de liquidez y de costo de financiamiento adicionales. Sobre el particular, manifiesta que para efectos del Acta y de la Minuta de la presente Reunión, quisiera respaldar su planteamiento con datos, recordando que se había convenido revisar si el costo de financiamiento de otras economías emergentes, respecto de la Libor, también se había elevado. En todo caso, señala que, hasta ahora, los registros no son preocupantes, pero que sí lo es la clara tendencia que muestran.



En tercer término, menciona que los mercados bursátiles de las economías emergentes se han acoplado entre sí, casi sin mostrar ya elementos idiosincrásicos. A su juicio, este acoplamiento también puede ser sistémicamente riesgoso, en tanto su efecto agregado no distingue entre regiones.

Como señala la Minuta de Opciones, indica que en Estados Unidos la coyuntura se ve menos preocupante, pero que desde la Reunión anterior y contrario a lo que se esperaba, la clase política de la Zona Euro ha mostrado mayor capacidad de entendimiento y de acción en lo fiscal que la de Estados Unidos.

Finalmente, expresa que en materia internacional y respecto del escenario base de septiembre, el crecimiento mundial se sigue corrigiendo a la baja, especialmente en las economías desarrolladas.

Respecto de la economía nacional, en tanto, manifiesta que la Minuta de Opciones lo representa adecuadamente, tanto en su recuento de hechos como de análisis. Sin embargo, añade que la tasa de interés que interesa para efectos del comportamiento de la demanda agregada es la que está vinculada a las decisiones de gasto, y que esta se ha elevado, aun cuando la política monetaria se ha mantenido, con lo cual la misma política monetaria está teniendo efectos menos expansivos que hace algún tiempo.

En razón de ello, concuerda con la Minuta de Opciones en cuanto a mantener la TPM en su nivel actual. Expresa que, a su juicio, la principal razón de ello es el hecho que el Consejo podrá explicar mejor el escenario nuevo después de la presentación del IPoM que en esta Reunión. Enfatiza que esta presentación tiene especial importancia en esta oportunidad, dado que se estrenan nuevas autoridades en el Banco. En este sentido, señala que es importante que ese discurso sea claro y preciso respecto de las acciones futuras, especialmente en cuanto al escenario nacional e internacional.

En mérito de lo expuesto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán vota por mantener la TPM y agrega que, en principio, no se opondría a incluir un sesgo a la baja.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Vicepresidente señor Manuel Marfán.

Al finalizar con el proceso de votación, el Presidente señor Rodrigo Vergara comienza su intervención agradeciendo al *staff* el excelente análisis.

Expresa que, en su opinión, los anuncios fiscales realizados por las autoridades europeas van en la dirección correcta, pero que no han sido suficientes para calmar a los mercados. Sostiene que la indefinición en algunas materias y la sensación de que se sigue estando detrás de los acontecimientos y por debajo de los requerimientos, junto con la gravedad de la situación, explican estas dudas. Agrega que en Estados Unidos, por su parte, la economía ha tenido un desempeño algo mejor a lo esperado, pero persisten las incertidumbres fiscales.

En cuanto a Chile, señala que la cifra de crecimiento de octubre fue inferior a lo esperado, contrarrestando, de este modo, la cifra de septiembre, que había sido algo superior a las expectativas. Agrega que la desaceleración del PIB ha sido algo mayor que lo previsto, mientras que la demanda interna se mantiene dinámica; que las condiciones del mercado laboral siguen estrechas, aunque se ha ido reduciendo la tasa de creación de empleos; y que la inflación ha subido mayoritariamente por factores puntuales, mientras que las medidas subyacentes se mantienen acotadas al igual que las expectativas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara menciona, además, que el crédito, con alguna excepción, muestra un comportamiento dinámico, sin evidencia, por el momento, de que los acontecimientos externos hayan tenido una mayor influencia sobre su comportamiento. Aun



así, advierte que hay indicios de una mayor estrechez en la liquidez, que se ha traducido en un aumento en el costo de financiamiento bancario. Por último, señala que la compra de durables también mantiene su dinamismo.

En estas circunstancias, manifiesta que las opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios son las más razonables, por cuanto mantener la TPM es consistente con efectos aún acotados sobre la economía nacional, con estrecheces en el mercado laboral y con una inflación que ha subido y, además, porque es coherente con las expectativas del mercado. Expresa que bajarla sería una medida de orden preventivo ante posibles efectos más adversos de la situación externa y ante la eventualidad que las condiciones más estrechas de liquidez muestren persistencia.

A juicio del Presidente señor Rodrigo Vergara, todo parece indicar que se tendrá un relajamiento monetario en el futuro cercano. Sin embargo, plantea que la actual TPM no es particularmente restrictiva, lo que da algo más de tiempo para que los acontecimientos tanto externos como internos se decanten antes de proceder en dicha dirección. Además, indica que siempre se puede actuar con más intensidad más adelante si la situación así lo amerita. Por el contrario, sostiene que actuar apresuradamente puede llevar a reversiones posteriores que afecten la credibilidad de la política monetaria.

Por todo lo anterior, manifiesta su inclinación por la opción de mantener la TPM en su nivel actual. Asimismo, estima conveniente ser más explícitos en cuanto a que el deterioro del escenario externo probablemente requerirá realizar ajustes de política monetaria en el futuro cercano.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara indica que su voto también es por mantener la tasa en un 5,25%.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara 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:

179-01-111213 – 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, las economías avanzadas mantienen un lento ritmo de crecimiento. Las proyecciones de crecimiento de consenso para la Eurozona y otras regiones se han revisado a la baja, mientras que para Estados Unidos no han cambiado. Pese a los anuncios realizados, continúa la incertidumbre acerca de cómo se resolverá la situación de las economías europeas, cuyos riesgos fiscales y financieros siguen muy elevados. Las condiciones financieras internacionales se mantienen estrechas.

En el plano interno, la actividad económica ha evolucionado algo por debajo de lo proyectado, en tanto que la demanda interna continúa dinámica. Las condiciones en el mercado laboral siguen ajustadas. En el mercado financiero se observan condiciones algo más restrictivas como consecuencia de la situación en los mercados globales. La inflación total ha sido algo mayor de



lo esperado por la incidencia de combustibles y alimentos. Los registros de inflación subyacente permanecen acotados. Las expectativas inflacionarias se ubican en torno a la meta.

En el curso de los últimos meses se ha configurado un escenario externo más adverso que el contemplado previamente, situación que probablemente tendrá consecuencias para el crecimiento y la inflación en Chile, así como para la orientación de la política monetaria.

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 17:30 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

