



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En Santiago de Chile, a 15 de septiembre de 2011, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Subsecretario de Hacienda, señor Julio Dittborn Cordua.

Asisten también:

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

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

El Presidente señor José De Gregorio informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín no asistirá a la presente Reunión y que, en su reemplazo, se contará con la presencia del Subsecretario de Hacienda señor Julio Dittborn durante el análisis de las opciones y adopción de acuerdos de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.



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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). En primer lugar, destaca la alta tensión en los mercados financieros frente a la compleja situación fiscal de Europa; que los CDS de Grecia reflejan una alta probabilidad de *default*; que los bancos evidencian incrementos significativos de CDS y que voces disonantes al interior de la Zona Euro han aumentado las dudas en torno al camino de salida de la crisis.

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su exposición, mencionando los puntos destacados desde la última Reunión.

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

176-01-110915 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

Comunicado

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Transcripción RPM
Sesión N° 176
Página 23 de 23

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

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

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



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



JULIO DITTBORN CORDUA
Subsecretario de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

