



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 178 celebrada el día martes 15 de noviembre de 2011

En Santiago de Chile, a 15 de noviembre 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.

Asisten también:

Gerente General
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante,
don Juan Esteban Laval Zaldívar;
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 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 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° 178, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige a estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2012 para el día 17 de ese mes.



El Presidente señor José De Gregorio 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.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que, a diferencia de otras Reuniones, en esta oportunidad se iniciará la presentación con el recuento de los desarrollos más destacados de las últimas semanas, tanto en el ámbito externo como local, que anteriormente formaba parte del inicio de la Minuta de Opciones.

De esta forma, y con respecto a la economía internacional, hace presente que los anuncios en la Eurozona no han logrado revertir las tensiones financieras en esa región y que las cifras de actividad en Estados Unidos han sido algo mejores que lo esperado, dando cuenta de un ritmo de crecimiento que se mantendría bajo, pero positivo aún.

En cuanto a China, destaca que la inflación ha comenzado a retroceder, lo que podría abrir espacios para atenuar las medidas de restricción monetaria y crediticia adoptadas recientemente.

Asimismo, informa que en respuesta a algunas noticias más alentadoras, los precios del cobre y del petróleo han aumentado en el último mes y que los premios financieros internacionales han retrocedido en la Zona Euro.

El señor Luis Óscar Herrera subraya que en Chile no se advierte un impacto significativo del empeoramiento del escenario externo sobre las cifras internas. Al respecto, precisa que tanto el producto como la demanda interna crecieron algo más de lo esperado en el mes de septiembre, llevando a que, en el neto, los datos del tercer trimestre sean similares a los previstos en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Añade que las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas.

Además, menciona que la inflación de septiembre fue algo mayor que lo esperado, explicada principalmente por los alimentos, pero subraya que ello no modifica mayormente las proyecciones internas de mediano plazo, como tampoco las expectativas del mercado.

A título de último hecho relevante desde la pasada Reunión, indica que las expectativas del mercado han postergado los posibles ajustes de la política monetaria y también han disminuido la magnitud de las reducciones futuras.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, a continuación, concede la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann para que presente el escenario internacional.

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención, exhibiendo el cuadro que se contiene en la lámina N°4 de la presentación, que resume los principales eventos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM) en materia de movimientos políticos y de planes y ajustes que se están proponiendo, anunciando o llevando a cabo en algunas de las economías más comprometidas de la Zona Euro.

En materia de movimientos políticos, menciona la renuncia del Primer Ministro de Grecia y la de su par de Italia, así como las próximas elecciones en España.

Con respecto a los ajustes, destaca el *haircut* de 50% en el valor nominal de los bonos griegos, que si bien llevaría la deuda de esa economía a cifras en torno a 120% del PIB, sigue siendo un porcentaje particularmente elevado. Agrega que el nuevo Primer Ministro Papademos debería llevar a cabo aumentos de impuestos por alrededor de €7 billones de aquí



al año 2014 y que se recortarán los salarios del sector público en un 20%, se reducirá el presupuesto en defensa, salud, inversiones públicas y educación, y se elevará la edad de jubilación de 61 a 65 años.

En relación con los ajustes fiscales de Italia, precisa que se aumentará el IVA en un punto, desde 20 a 21%, se congelarán los salarios públicos, se elevará la edad de jubilación a 65 años, se incrementarán los impuestos a las ganancias de capital desde 12,5 a 20% y se impondrá un impuesto solidario a quienes tienen ingresos superiores a €90.000.

Asimismo, informa que Francia, que también atraviesa por una situación fiscal bastante compleja, ha estado adoptando algunas medidas con el propósito de mantener su clasificación AAA, entre las cuales figuran un incremento del IVA, un adelanto en la ejecución de la medida de elevar la edad de jubilación de 60 a 62 años, la congelación del salario del Presidente y de sus Ministros, el aumento de 5% del impuesto a compañías con facturación por sobre €250 millones por un período de dos años y la aplicación de un impuesto adicional de 3% a los contribuyentes con ingresos anuales mayores a €250.000.

Sin embargo, subraya que las medidas enunciadas precedentemente no han logrado calmar a los mercados y que, de hecho, se observa que los CDS de Francia tienden a aumentar, y con mayor fuerza aún los de España y Bélgica, así como también los de Italia, donde los *spreads* alcanzan niveles en torno a 500 – 600 puntos base respecto al bono alemán.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, refiriéndose especialmente a la situación de Italia. Al respecto, precisa que las tasas de interés de largo plazo han aumentado de manera importante, llegando a un nivel cercano a 7%; y que sus CDS, que recogen la probabilidad de *default* que el mercado le asigna a esta economía, están en torno a 10% en un horizonte de 1 año hasta 10 años, luego de alcanzar niveles de 0% hacia fines del año 2009, específicamente el 8 de diciembre de 2009, cuando se reconocieron los problemas particulares de Grecia y se transparentaron las cifras que se habían mantenido ocultas. Hace notar que ello da cuenta de que la curva de rendimiento en Italia está bastante plana y que esta, a su vez, explique que las probabilidades de *default* que se recogen a distintos plazos sean bastantes similares. Hace el alcance que para calcular esta probabilidad de *default* se supuso un *haircut* de 50%, equivalente al griego.

Con respecto a la deuda del gobierno italiano, que equivale al 120% del PIB, aproximadamente, informa que podría reducirse ligeramente hacia el año 2013, en la medida que se materialicen algunos ajustes importantes en materia de gasto público.

En relación con los principales indicadores, en especial los que se refieren a proyecciones para los años 2012 y 2013, señala que Consensus Forecasts estima que el crecimiento de esta economía será de 0,3% el próximo año y de 0,5% en el año 2013; que el balance fiscal, que hoy día está en torno a 4%, debería acercarse a 3% bajo el supuesto de un grado de normalización y ajuste del gasto fiscal; que la inflación sería de 1,6 y 1,7% en los años 2012 y 2013, respectivamente; y que se observaría también una normalización de las tasas de interés. De hecho, informa que el balance fiscal fue calculado alrededor del mes de septiembre, cuando las tasas de interés aún no subían; por lo tanto, se debería considerar que no volverán a los niveles observados en septiembre último, sino que más bien a los registrados a fines del año 2010.

En cuanto al balance primario, manifiesta no tener certeza si también tiene implícito algún grado de rezago; por lo tanto, en principio, no incorporaría aún las medidas anunciadas recientemente, pudiendo ser algo mayor. Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera precisa que el plan contempla que el balance primario llegue a 5% en el año 2015.



El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al gráfico que se contiene en el lado inferior izquierdo de la lámina N°6 de la presentación, relativo a la evolución de la deuda de gobierno a PIB, y consulta por los supuestos implícitos en él en materia de crecimiento, de tasas y de balance fiscal, y si acaso son coherentes con las cifras incluidas en la tabla que figura a la derecha, específicamente con un crecimiento de 0,3 y 0,5% en los años 2012 y 2013, respectivamente, y con tasas de interés de largo plazo del orden de 7%.

El señor Sergio Lehmann responde que los gráficos contenidos en la lámina N°6 son coherentes con el escenario que contempla la tabla incluida en esa misma lámina. En todo caso, advierte que este escenario podría ser algo más negativo, en función de lo observado en materia de tasas. En este sentido, plantea también que el crecimiento podría ser menor y el balance fiscal más negativo, en la medida que el nuevo gobierno italiano no sea capaz de implementar los ajustes propuestos.

El señor Luis Óscar Herrera agrega que las tasas de interés no alteran mayormente la perspectiva de corto plazo, ya que la duración de la deuda es de 7 años, aproximadamente.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, señalando que, en este contexto, los CDS bancarios de los bancos europeos y americanos han aumentado, y que las primas por liquidez están en ascenso. Destaca particularmente el incremento sostenido del *Spread Libor – OIS* en Estados Unidos, dando cuenta de una estrechez en el mercado de dólares, así como también del *Spread Libor – OIS* medido en euros, que luego de haber registrado una caída hacia fines del mes pasado, ha vuelto a aumentar, reflejando que las tensiones en Europa se mantienen vigentes.

El Consejero señor Rodrigo Vergara alude a una emisión de bonos italianos de corto plazo. Al respecto, el señor Sergio Lehmann precisa que el día anterior, Italia colocó bonos con un *spread* de entre 6 y 7%, confirmando que las tasas de interés no retroceden y, en consecuencia, que las señales políticas no se reflejan aún en el mercado.

El señor Lehmann continúa con su exposición, indicando que la volatilidad cae en el margen, pero permanece en niveles elevados. Con respecto a Estados Unidos, informa que el VIX se mantiene en torno al 30% y que los premios por riesgo corporativo han tendido a caer, a propósito de señales algo más positivas en materia de actividad.

Hace presente que, en línea con esa percepción tal vez algo más positiva para Estados Unidos, particularmente lo que dice relación con la demanda interna y consumo, las bolsas de ese país han aumentado, mientras que en Europa se han observado mayores vaivenes, ya que tras una recuperación volvieron a retroceder. Agrega que las bolsas de los mercados emergentes registraron alzas, en línea con una lectura que da cuenta de una cierta recuperación de los flujos de capitales, que habían estado saliendo de manera algo sistemática en las últimas semanas.

En materia de tasas de interés, el señor Sergio Lehmann señala que las tasas largas no han registrado variación en Estados Unidos y que en Alemania se advierten retrocesos importantes por un efecto *flight to quality*, por una necesidad de mantener posiciones en euros, y porque el mercado anticipó que el Banco Central Europeo (BCE) adoptaría una medida más relajada de política monetaria.

De hecho, confirma que el BCE recortó la tasa rectora en 25 puntos base en su última reunión, al igual que el Banco de Australia, mientras que Indonesia y Brasil lo hicieron en 50 puntos base. Añade que el único país que acordó un aumento fue India, desde 8,25 a 8,50%, preocupada por la inflación que enfrenta esa economía.



En cuanto a las trayectorias de tasas de política monetaria (TPM), informa que se mueven a la baja en Europa y en las economías emergentes. Sobre el particular, detalla que el cambio es bastante ligero en América Latina y algo más marcado en Asia y en Oceanía, que recoge la visión de Australia sobre un escenario más complejo y que lo ha llevado, de hecho, a tomar la decisión de reducir su tasa en 25 puntos base. Añade que Europa emergente no registra cambios y que la Zona Euro, si bien exhibe un adelanto respecto de lo anticipado, muestra, a partir de los contratos futuros, una trayectoria futura muy similar a la observada en la Reunión anterior, esto es, un nuevo recorte de 25 puntos base en diciembre o enero próximo, hasta 1%.

Respecto a movimientos de monedas, el señor Sergio Lehmann indica que el dólar mostró una ligera apreciación de 0,5% y el euro una depreciación de 1,1%, y que se observa una situación algo heterogénea en las economías emergentes, con algunas apreciaciones en algunos países de América Latina —Chile y Perú, particularmente—, depreciaciones en Colombia, Brasil y Argentina, y depreciaciones también en Israel y en Europa emergente.

El señor Sergio Lehmann destaca que en el curso de la última semana se conoció nueva información respecto de las condiciones crediticias en las economías desarrolladas. En cuanto a Estados Unidos, señala que mantiene todavía algún grado de relajamiento respecto al trimestre previo, pero inferior al exhibido en trimestres anteriores; que en la Zona Euro no solo se han restringido, sino que podrían estrecharse aún más hacia el cuarto trimestre en función de las señales que están entregando algunos bancos europeos; que en Japón no registran variaciones y que en el Reino Unido exhiben algún grado de relajamiento.

Además, hace presente que a partir de información del Institute of International Finance sobre cifras agregadas para economías emergentes, se observa que la banca, que había estado expandiendo las condiciones crediticias, comienza a ser más cauta y, de hecho, comienza a restringirlas. Destaca que ello se advierte con mayor fuerza en Europa emergente.

En cuanto a las condiciones crediticias para empresas, indica que la situación es algo más heterogénea, ya que son más estrechas en las economías emergentes, particularmente en Europa emergente. Añade que en América Latina están en el límite y que en Estados Unidos tienden a estabilizarse.

En materia de indicadores de actividad, destaca que los de la Zona Euro resultaron ser más negativos que lo esperado, salvo el de producción industrial, y que en Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre fue mayor que lo anticipado y superior al registrado en el segundo trimestre. Además, resalta que las condiciones de consumo también son más positivas en esta economía, ya que el consumo real crece más que lo proyectado, la confianza del consumidor informada por la Universidad de Michigan también es algo más positiva, la tasa de desempleo un poco más baja y las ventas minoristas también algo mayores que lo esperado. Sin embargo, hace notar que la confianza de los consumidores se mantiene en niveles negativos comparados con el promedio histórico, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

El señor Lehmann indica que en el caso de Estados Unidos, lo anterior tiene un correlato con el comportamiento del sector empleo, que sigue mostrando una marcada debilidad. Sobre el particular, manifiesta que más allá del dato de creación de empleo, que es bajo comparado con períodos de recuperación, destaca particularmente el hecho que los desempleados de largo plazo —por más de seis meses— se mantienen en niveles elevados, llegando a representar casi el 50% del total de desempleados, muy superior al promedio de 15% del período 1990-2001.



En cuanto a la creación de empleo, subraya que mostró una recuperación importante en las economías desarrolladas a comienzos de año, pero que luego registró una desaceleración relativamente significativa, en especial en las economías avanzadas excluyendo a Japón. Precisa que la situación actual da cuenta de que la creación de empleo sigue débil tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas.

Con respecto a las perspectivas futuras de Estados Unidos, señala que hay elementos importantes en el ámbito fiscal que aún están pendientes de ser aprobados por el comité bipartidario del Congreso. Al respecto, precisa que del recorte del déficit fiscal por un total de US\$2,5 trillones, la reducción de US\$900 billones hasta el año 2021 ya fue acordada, restando aún US\$1,5 trillones por ser aprobados.

Destaca que el 23 de noviembre es una fecha clave, ya que ese día se debería anunciar si se ha alcanzado un acuerdo por los referidos US\$1,5 trillones, en tanto que el 23 de diciembre se debería votar en el Congreso lo que acuerde este comité y el 1 de enero de 2013 deberían entrar en vigencia los recortes aprobados.

El señor Sergio Lehmann hace presente que de no haber acuerdo, se producirá un recorte automático de US\$500 billones en defensa y US\$500 billones en gastos sociales, conforme a lo convenido en el mes de julio último, lo cual podría tener un efecto negativo en el crecimiento de esa economía para el año 2013 en torno a 1,5%, según las percepciones de algunos bancos de inversión, particularmente el JP Morgan, y sería muy disruptivo desde el punto de vista de los mercados. Menciona, además, que algunos bancos de inversión le han asignado una probabilidad de 50% a la materialización de un acuerdo absoluto para el recorte de US\$1,5 trillones.

El señor Lehmann informa que el acuerdo definitivo podría involucrar un monto inferior a US\$1,5 trillones, en cuyo caso la diferencia se ajustaría al efecto automático mencionado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que si la medida automática suma US\$1 trillón, entonces cualquier acuerdo por una suma inferior a US\$500 billones no tendrá premio, porque igualmente se gatilla esa cláusula.

El Presidente señor José De Gregorio señala entender que de no aprobarse el recorte por 1,5 trillones, se gatillará automáticamente el recorte de defensa y gastos sociales por un total de US\$ 1 trillón, y que los US\$500 billones restantes se prorratearían entre los demás gastos considerados.

El señor Sergio Lehmann indica que el planteamiento del señor Presidente es correcto. Agrega que existe también otra alternativa —que es el escenario más benigno y al que se le asigna una probabilidad bastante baja—, que consiste en un eventual acuerdo de un recorte superior a US\$1,5 trillones, que respondería a la insuficiencia del recorte presupuestado para lograr cierta estabilidad en la deuda pública americana sobre el PIB.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en su opinión, este recorte no puede ser inmediato, sino que debe ser un *flow* a 5 años o a un plazo similar.

El Gerente de División Estudios acota que la OCDE ha estimado que no llegar a acuerdo significará un ajuste fiscal de 2 puntos del PIB en el año 2012 y de 3 puntos en el 2013.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue con el detalle del ajuste fiscal norteamericano, señalando que, en materia de empleo, el programa del Presidente Obama tiene un costo total de US\$440 billones. Hace presente que este tema también sería objeto de discusión por parte del comité bipartidario, y que de no mediar alguna



decisión en este sentido, se pondrá fin a los recortes tributarios de la era del Presidente Bush de manera automática.

Agrega que otras medidas consideradas son el aumento de los impuestos sobre las ganancias de capital desde 15 al 20% en diciembre próximo; el que los dividendos vuelvan a ser gravados como ingreso ordinario, aumentando la tasa máxima desde 15 a 39,6%; y el aumento de los impuestos aplicables a rentas mayores que US\$200.000.

El señor Sergio Lehmann hace presente que estas medidas fueron adoptadas durante el gobierno del Presidente Bush, fueron extendidas por el Presidente Obama y concluyen en el mes de diciembre próximo.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere a las proyecciones sobre crecimiento mundial. Al respecto, hace notar algunas diferencias con relación a las proyecciones para el año 2012 contenidas en el último IPoM, y particularmente para el caso de la Zona Euro, ya que dicho Informe consideró para esta región un crecimiento de 1,2% para el próximo año, mientras que algunos bancos de inversión esperan hoy que solo alcance a 0,1%. En su opinión, ello da cuenta de que hay cierto consenso en cuanto a que Europa estaría entrando en recesión.

Hace notar que para Estados Unidos también se observan divergencias, por cuanto algunos bancos de inversión, sobre la base de indicadores de actividad y consumo algo más positivos, han estado revisando al alza el crecimiento para el próximo año, hasta 2,2%, mientras que el IPoM de septiembre consideró un crecimiento de 2% para esta economía y Consensus Forecasts de octubre contempló una cifra de 1,9%.

A continuación, el señor Sergio Lehmann manifiesta que la inflación en las economías desarrolladas permanece alta. De hecho, precisa que Estados Unidos no solo muestra un registro en doce meses cercano a 4%, sino que su inflación subyacente también es algo mayor que el promedio histórico. Añade que en el caso de las economías emergentes, la inflación se mantiene en general, pero muestra signos de moderación en Asia, particularmente en China y Corea.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a un informe de Barclays que cuestiona la medida de brecha en Estados Unidos, que supone que en el período 2000, antes de la crisis, el crecimiento era tendencial y no consideraba que la economía estaba sobrecalentada. Explica que Barclays trata de rehacer esta brecha, argumentando que es significativamente menor que la oficial y explicaría el IPC subyacente, que no es tan bajo como algunos modelos sugerirían, en principio.

Agrega que este mismo argumento podría aplicarse a Inglaterra, por sus niveles de inflación sostenidamente altos, y con menos claridad en el caso de Europa. Hace notar que este argumento estaría reflejando en algún grado que habría una magnitud de error que explicaría esta aparente dicotomía entre una brecha tan significativa y una inflación muy elevada, que no se explica solamente por el alza del petróleo.

En opinión del señor Sergio Lehmann, la percepción actual es que el PIB potencial de Estados Unidos es significativamente menor que el registrado antes de la crisis. De hecho, indica que los modelos, particularmente el GPM, que es el que se trabaja junto con el Fondo Monetario Internacional y algunos otros bancos centrales, están recogiendo un crecimiento del PIB potencial más cercano a 1,5 – 2% en lo inmediato, que es bastante menor que el observado entonces.

El Presidente señor José De Gregorio hace presente que en el caso de Inglaterra, la mayor inflación obedece al ajuste del IVA de principios de año.



El Gerente de División Luis Óscar Herrera se refiere a su participación en la reunión de la OCDE, ocasión en que se planteó la posibilidad de que Estados Unidos no solo esté enfrentando problemas de demanda, sino que también problemas de oferta relacionados con temas de desempleo de largo plazo, desajuste de habilidades y otros de naturaleza similar. Manifiesta que le llamó la atención la respuesta tajante de la Reserva Federal y del Tesoro norteamericano al respecto, cuyo diagnóstico es que ello solo obedece a problemas de demanda. Agrega que ellos calculan una brecha de entre 4 y 5 puntos del PIB.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que la Reserva Federal y el Tesoro americano estimaron un crecimiento potencial de Estados Unidos de entre 2,5 y 3% para el próximo año, pero ahora proyectan que será cercano a 2%. Indica que ello no tiene implicancia sobre la brecha, pero sí sobre la evolución del cierre de brechas.

El señor Luis Óscar Herrera corrobora lo planteado por el señor Presidente, en el sentido que la Reserva Federal y el Tesoro americano siguen completamente enfocados a políticas de demanda. Añade que los temas de oferta no son materia de discusión, como podría ser el caso de desajustes en el mercado laboral, esto es, que no calzan las habilidades que se necesitaban antes en el sector construcción con las requeridas ahora en el sector manufacturero y que, por lo tanto, es necesario reentrenar la fuerza de trabajo. En su opinión, ese tipo de factores podría estar afectando la movilidad en el mercado laboral y su capacidad para volver a crecer.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación y señala que, de acuerdo con Consensus Forecasts, las expectativas de inflación para el presente año han aumentado en América Latina y Asia emergente, mientras que para el año 2012 figuran sin cambios significativos. Agrega que en Europa del Este, en tanto, se advierte una inflación algo más baja para el año en curso, probablemente impactada por demandas internas más débiles.

Respecto de los precios de *commodities*, destaca que los datos dan cuenta de bastante volatilidad. A título ejemplar, indica que el cobre llegó a registrar una caída aproximada de 8% en el último mes, mientras que respecto a la última RPM presenta un aumento de 3%. Agrega que el petróleo WTI experimentó una alza de 16% respecto de la última Reunión y el Brent de solo 3%. Hace notar que lo anterior está asociado, en parte, a una mirada disociada de la actividad en Estados Unidos *versus* Europa, donde el primero exhibe cifras más bien positivas.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta su extrañeza respecto del comportamiento del precio del petróleo y de la gasolina.

El señor Sergio Lehmann explica que el precio de la gasolina está afectado por un factor estacional, por cuanto termina el período durante el cual las refinerías realizan mantención y finaliza también la época de huracanes. Con ello, entonces, se produce una caída en el precio de la gasolina, que tiene habitualmente un premio en esta época del año. Asimismo, hace presente que la gasolina tiene mucha trazabilidad, no así el petróleo, y que parte de ello se refleja en este movimiento de precios.

Además, el señor Lehmann se refiere al índice FAO de alimentos y cereales, mencionando que al cierre de octubre dio cuenta de una caída de 4 y 5%, respectivamente, en relación con el cierre del mes anterior.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, el significativo aumento del precio del petróleo, claramente mayor que el de los otros *commodities*, se debería a perspectivas de mayor recuperación de Estados Unidos.



El señor Lehmann manifiesta que hay un componente asociado a ese factor, pero que también se suma otro relacionado con problemas de estancamiento del petróleo en Oklahoma, que se habrían solucionado, logrando producirlo a un costo menor, lo que se refleja en una suerte de normalización con respecto a lo observado en períodos anteriores. En todo caso, destaca que ello responde, fundamentalmente, a una mirada distinta de las actividades en Estados Unidos y en Europa y a que el petróleo Brent está mucho más asociado a la demanda por combustibles en Europa.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera explica que el petróleo Brent o el de Louisiana reflejan mejor que el WTI los costos equivalentes de las gasolinas en el Golfo, que son los relevantes para Chile. Añade que al no tener cañerías de salida, refleja más las condiciones internas de Estados Unidos que las internacionales. A su juicio, a ello se atribuye la disminución del *spread* en los últimos meses.

Asimismo, hace presente que las instituciones internacionales han reducido la utilización del petróleo WTI y están poniendo mucho mayor énfasis en el Brent por los problemas comentados. A título ejemplar, expresa que bastaría que hubiera una nueva cañería o que se acercara su período de construcción para que comience a normalizarse el precio del petróleo WTI hacia el Brent.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el gráfico que se contiene en la lámina N°31 de la presentación, que da cuenta de la variación del precio de los *commodities* desde la última RPM y en los últimos doce meses, y donde se observa que el oro aumenta en ambos casos; que el cobre aumenta con respecto a la última RPM, pero acumula una caída cercana a 30% en doce meses; y que el zinc, plomo, níquel, aluminio y estaño retroceden tanto en doce meses como respecto de la Reunión de octubre.

Al finalizar su presentación, el señor Sergio Lehmann menciona que las curvas de futuros del petróleo WTI y Brent apuntan a una convergencia tal vez más acelerada hacia los niveles de precios normales.

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

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, a su juicio, el elemento central de las últimas semanas, referido a que el considerable Plan Europeo de capitalización de bancos, el EFSF y *default* "ordenado" de Grecia, parecen haber sido muy mal recibidos por los mercados, a la luz del costo de financiamiento de Italia y también España. Expresa que ello constituye una noticia negativa, por cuanto no se advierte que mitigue el problema financiero de Europa.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que vendrán nuevos planes en Europa, ya que los problemas de fondo, como son los referidos a los precios relativos, aún no se resuelven. En su opinión, sin una participación mucho más activa de Alemania, la solución todavía se ve algo lejana. En consecuencia, cree que el escenario más probable para Europa es uno muy negativo en el corto plazo y que a ello se suma un escenario de riegos bastante complejo en Estados Unidos.

A su juicio, el escenario de una probable recesión severa y simultánea en Europa y Estados Unidos podría dar paso a una tormenta perfecta, en cuyo contexto dificulta que los precios de los *commodities* puedan sostenerse, excepto el del petróleo, cuya variación obedece a razones geopolíticas. Acota que hay un riesgo de cola, que es particularmente complejo en este momento respecto de Reuniones anteriores.



El Consejero señor Rodrigo Vergara concuerda con que los riesgos políticos son caídas más fuertes en Italia y la forma como se constituya el nuevo gobierno de ese país.

Agrega que el plan de ajuste fiscal norteamericano es insuficiente, si se considera que el déficit anual es cercano al 9% del PIB y que dicho plan asciende a US\$2,5 trillones a diez años, lo que implica US\$250 mil millones por año, equivalentes a 1,6% del producto.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan hace presente que la situación financiera de los bancos europeos es más compleja que lo observado en meses pasados. Al respecto, especifica que la banca no tiene financiamiento, lo que genera un acortamiento de plazos y, por lo tanto, mayor vulnerabilidad a retiros de liquidez o aumentos de tasa que deriven en problemas de solvencia. Hace notar, además, que estos problemas de financiamiento explican el mayor estrechamiento crediticio reportado precedentemente por el señor Sergio Lehmann. Agrega que con ello, se abre el frente de los países de Europa emergente, donde el 40% de su financiamiento bancario proviene de fuentes transfronterizas, muchas de las cuales corresponden a los países en problemas.

Con respecto al plan de rescate europeo, plantea que los bonos del Fondo Europeo de Estabilización Financiera no solo han comenzado a transarse con crecientes castigos, sino que se postergó el remate de un bono por el plazo de una semana, que finalmente fue subastado con *spreads* de 30 o 40 puntos base por sobre el promedio que sugerían los *ratings*. Destaca que ello da cuenta de una creciente desconfianza en ese mecanismo y que la socialización de la garantía a la deuda pública anunciada, que parecía ser una de las herramientas útiles del plan, no se ha concretado. Luego, se cuenta solo con un eventual mecanismo de garantía unilateral de los distintos Estados, que no tiene implicancia alguna.

El señor Kevin Cowan manifiesta que lo anterior refleja una situación financiera de los bancos europeos que no solo es compleja, sino que se ha ido agravando.

El Consejero señor Enrique Marshall concuerda con que el análisis apunta a que la situación en Europa no solo es muy negativa, sino que lo más probable es que siga deteriorándose. Sin embargo, expresa que llama la atención que el mercado apueste a un impacto acotado sobre el resto del mundo y a que Estados Unidos podría tener un desarrollo algo distinto del de Europa, tal como queda reflejado en los precios y en la evolución de las bolsas. En cuanto a la evolución del escenario actual, manifiesta no tener claridad, pero destaca el hecho que Europa sea un sistema más bien cerrado y que las últimas cifras de Estados Unidos sean algo más favorables, porque ello permite que sea sostenible un cierto grado de desacoplamiento para el resto del mundo.

El Presidente señor José De Gregorio señala que Europa tiene dos escenarios. Indica que el primero considera que esa región explota y afecta a todo el mundo, e incluye el *default* de Grecia y que Italia no logra financiarse. Señala que en el segundo contempla que durante los próximos dos años se declarará que la situación de Europa es muy delicada.

En su opinión, si bien Europa atraviesa por una situación muy compleja, no explotará, porque con el plan anunciado, todo va ir detrás de la curva. Sostiene que los problemas comenzarán a solucionarse una vez que el Banco Central Europeo adquiera la deuda de los países más comprometidos, lo cual ocurrirá cuando Alemania determine que se alcanzó una situación límite.

Destaca que el mundo no será inmune a un escenario en que Europa se encuentre hundida por un periodo de dos años. De hecho, precisa que Asia ya está sintiendo



los efectos de los problemas europeos, más que Latinoamérica, y que hay bastante mayor preocupación por el impacto que está teniendo en el comercio. Hace presente que los próximos dos años serán de bajo crecimiento, de muchas amenazas y mucho riesgo de cola.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que la pregunta de fondo es qué tan fuerte se van a sentir los problemas externos en nuestra economía. Al respecto, indica que, en su opinión, la situación actual es más negativa que la observada en la RPM pasada, por cuanto a Grecia, Portugal e Irlanda se han sumado Italia, Francia y otros países.

En segundo lugar, sostiene que si en Estados Unidos se llega a un mal acuerdo respecto del plan de ajuste fiscal o, peor aún, no hay acuerdo, esa economía va a enfrentar serias complicaciones.

A juicio del señor Vicepresidente, la mezcla de la situación europea con la norteamericana puede arrastrar a varios países asiáticos y sentirse también en Chile, razón por la cual habrá que estar muy bien preparados para un escenario de ese grado de complejidad. Concluye manifestando que con ello, ha aumentado su grado de preocupación con respecto a la última Reunión.

El Presidente señor José De Gregorio 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, refiriéndose a los riesgos. Al respecto, señala que durante el mes y especialmente a fines de octubre, luego de los anuncios de Grecia y conocidos los datos de Estados Unidos, se observó una cierta mejora tanto en el indicador de riesgo sintético internacional como en el indicador de riesgo local que, de hecho, cayeron desde la última RPM. Sin embargo, hace notar que en los últimos días y como consecuencia de la situación italiana, la percepción de riesgo tendió a aumentar nuevamente en Chile y en el mundo.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita al señor Soto que especifique qué genera las reversiones en los índices de riesgo local e internacional en los últimos días, con el objeto de entender mejor sus componentes y determinantes.

El señor Claudio Soto explica que casi todos los componentes se han movido bastante en tándem. Precisa que en el caso del índice de riesgo internacional, estos corresponden al EMBI y al VIX, que son medidas de riesgo corporativo de las empresas *investment grade*; y que en el caso del índice de riesgo de Chile, la situación es similar.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, destacando que en el escenario local se registró, por primera vez después de bastante tiempo, una sorpresa simultánea al alza tanto en la inflación como en la actividad, pero que tuvo un impacto acotado en las variables financieras que habitualmente responden a este tipo de variables. A título ejemplar, menciona que la Bolsa se recuperó, pero que en los últimos días ha tendido a estabilizarse; y que las tasas reales experimentaron un aumento importante, que coincidió con el anuncio de los datos internos, en particular el relativo a producción industrial, que sorprendió al alza. Agrega que estos movimientos importantes al alza en las tasas reales han tendido a mantenerse en niveles por sobre los observados en la RPM anterior.

Con respecto a las tasas nominales, informa que también tendieron a subir, mientras que las tasas de los *swaps* registraron un incremento significativo, pero que en los últimos días han retrocedido, en línea con el empeoramiento del escenario externo de las últimas semanas.



Hace presente, además, que el tipo de cambio se apreció, en parte, alienado con los movimientos de los fundamentales y, en especial, como consecuencia de la mejora del precio del cobre. Sin embargo, resalta que también hay un fenómeno de corrección que explica parte de su movimiento a la baja, tendiendo a estabilizarse en torno a los \$500.

A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los indicadores de percepción de empresas y de consumidores han disminuido de manera más bien sistemática, pero que las empresas, a diferencia de los consumidores, se mantienen todavía en un terreno optimista, excepto la industria, que está en terreno neutral.

Con respecto a la demanda, plantea que un par de datos podrían estar sugiriendo una desaceleración, en particular las importaciones de automóviles, que cayeron significativamente en el mes de octubre, así como las importaciones de bienes de capital, que también exhibieron un ajuste importante en el último mes.

Sin embargo, subraya que los datos de colocaciones se mantienen bastante dinámicos, en especial las colocaciones a empresas, que crecieron con fuerza con respecto al mes anterior y están alcanzando tasas de crecimiento anuales que bordean el 15%. Añade que los datos de comercio exterior y las importaciones también están registrando tasas de crecimiento muy elevadas, al igual que los créditos de consumo. Con respecto a los datos de colocaciones a viviendas, menciona que algo en línea con lo que ha acontecido en el sector construcción, se muestran con cierto dinamismo, pero mucho menor que el exhibido antes de la crisis del año 2008.

El señor Claudio Soto destaca que el dato de actividad correspondiente al mes de septiembre sorprendió al alza. Precisa que la sorpresa estuvo concentrada fundamentalmente en sectores de recursos naturales, especialmente en pesca, que obedeció tanto a la recuperación de la industria salmonera como a las capturas industriales. Agrega que también hubo algunas sorpresas en sectores más vinculados al consumo, como es el caso del comercio, que si bien continúa mostrando tasas de crecimiento elevadas, ha comenzado a mostrar una cierta atenuación en el ritmo de expansión en el margen.

Hace presente que, por el contrario, la industria sigue siendo un sector bastante deprimido. De hecho, explica que si se eliminan los efectos estacionales, se observa que los últimos registros dan cuenta de una cierta caída. Además, resalta que ello se produce en un contexto en que la percepción de demanda de los empresarios no solo se ha ido deteriorando, sino que su debilidad podría ser de carácter más persistente.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, indicando que el mercado laboral continúa bastante estrecho. Al respecto, informa que la creación mensual de empleo ha alcanzado, en promedio, a alrededor de 20.000 puestos de trabajo en los últimos meses, lo cual está bastante en línea con lo que es una expansión de tendencia del mercado laboral. Destaca que ello ha mantenido una presión en los salarios, que se han incrementado en torno a 3% real en el margen, y constituye uno de los factores que da cuenta del dinamismo actual del consumo, que si bien exhibe una atenuación en sus tasas de crecimiento interanuales, siguen siendo bastante elevadas, alcanzando niveles en torno a 8%.

A continuación, el señor Claudio Soto exhibe un adelanto del cierre del tercer trimestre de Cuentas Nacionales, donde sobresale el fuerte impulso en la inversión y se refleja que la variación trimestral del consumo muestra bastante dinamismo en el margen, pero en el tercer trimestre. Agrega que por el lado de la oferta, se observa una desaceleración algo más marcada del PIB.

Respecto de las tasas de crecimiento interanuales, señala que la nueva proyección para el año corrige a la baja el PIB del primer y segundo trimestre. Hace presente



que dicha corrección se explica, principalmente, por el sector agrícola en el primer y segundo trimestre, y que en el caso de este último período se suma el sector construcción.

De acuerdo con lo anterior, precisa que el PIB del primer semestre se corrige, en promedio, en una décima y media.

En cuanto al segundo semestre, plantea que la sorpresa del IMACEC de septiembre lleva a corregir al alza el crecimiento para el tercer trimestre, y destaca la incidencia bastante importante de los sectores de recursos naturales, pesca y EGA, en particular, en dicha corrección.

El señor Soto manifiesta que con ello, la proyección para el año se mantiene en 6,3%, pero contempla una pequeña recomposición del PIB desde los sectores Resto hacia los sectores recursos naturales, ya que estos últimos crecerían 3,1% en el año, en vez de 2,5% como se previó anteriormente, mientras que la tasa de crecimiento del sector Resto caería desde 6,7 a 6,6%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán repara en la revisión de las proyecciones del sector agrícola, que no crecería 6,7% en el tercer trimestre como estaba previsto, sino que solo lo haría en un 3,2%.

El señor Claudio Soto explica que el sector agrícola tiene poco peso en el tercer trimestre de cada año, no así en el primero, cuando alcanza su mayor participación en el PIB Resto.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, señalando que la demanda interna correspondiente al segundo trimestre se corrigió levemente a la baja a raíz de un menor registro de inversión, específicamente lo que dice relación con la parte construcción. Sin embargo, destaca que el dato del tercer trimestre ha constituido una sorpresa, porque muestra una tasa de crecimiento más elevada, explicada principalmente por la inversión y, específicamente, por el componente de maquinarias y equipos, cuyo crecimiento se revisó desde 25% a cerca del 32%.

En razón de lo anterior, indica que la proyección de demanda interna para el año se ha corregido al alza desde 9,5 a 9,7%, reiterando que el componente maquinarias y equipos se corrige de manera importante. Además, hace el alcance que esta corrección tiene implícita una desaceleración en el cuarto trimestre, ya que en línea con los datos marginales de importaciones observados últimamente, deberían desacelerarse las inversiones en maquinarias y equipos de manera importante e, incluso, deberían registrar variaciones negativas en el trimestre. En consecuencia, señala que más allá de tener una proyección al alza para el crecimiento como un todo en el año, se tiene un supuesto relativamente conservador para el cuarto trimestre en términos de su dinámica.

Con respecto al PIB, informa que la variación anual proyectada de 6,3%, tiene como supuesto una mayor velocidad en el cuarto trimestre respecto del tercero. Al respecto, menciona que la velocidad del tercer trimestre se ajustó a la baja en razón del tema minero y de elementos puntuales en la industria, que tendría algún componente transitorio, debiendo registrar una recuperación en adelante.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a las sorpresas a la baja que se registraron en minería, y consulta si con ello se mantienen las perspectivas positivas para este sector para el próximo año 2012.

En segundo lugar, alude a los automóviles, cuya demanda sigue aumentando, mientras que las importaciones registran una caída muy importante, dando cuenta, por tanto, de



una desacumulación muy significativa de inventarios. En su opinión, estos datos estarían anticipando una corrección relevante en las ventas y una desaceleración por el lado de la demanda en el último trimestre. En ese sentido, manifiesta desconocer si este supuesto es de carácter conservador.

El señor Claudio Soto señala que este supuesto es conservador, en el sentido que tiene incorporado este dato, pero de manera transitoria. Aclara que este fenómeno no tiene una naturaleza similar al observado en el año 2008, cuando se registró una caída sistemática en las importaciones durante un par de trimestres, que derivó en una corrección muy importante en la demanda. En todo caso, hace presente que si bien este antecedente ha llevado a estar alertas respecto de la evolución de la demanda, se estima que podría revertirse el próximo mes.

En opinión del Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria señor Enrique Orellana, los vendedores de automóviles están efectuando ajustes de inventarios, ya que presupuestan que las ventas no crecerán el próximo año.

El señor Claudio Soto agrega que se tiene como supuesto una variación negativa de existencias hacia fines de año, es decir, que se producirá una desacumulación de inventarios, en línea con lo mencionado precedentemente.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por el sector minero. El señor Claudio Soto responde que dicho sector se ha visto afectado por diversos paros, pero que es un problema puntual que debiese desaparecer en los datos, así como también por temas relacionados con la ley del metal, que son mucho más persistentes. Agrega que los datos de Cuentas Nacionales sobre envíos y retornos, que fueron positivos en el mes de septiembre, generan un rezago en el dato de producción que reporta el INE, razón por la cual se ha supuesto que la cifra correspondiente al cuarto trimestre del presente año debiera dar cuenta de un mayor nivel de producción.

Con respecto al año 2012, indica que el catastro refleja que hay numerosos proyectos mineros de importancia y mucha inversión en el sector que, de alguna manera, debiese compensar la peor ley del cobre. Hace presente que ello se consideró como supuesto en el escenario de septiembre, pero que será reevaluado con ocasión del próximo IPoM. En todo caso, reitera la importancia de los proyectos mineros antedichos, por lo que se supone que deberían tener algún impacto positivo en la producción del sector.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, refiriéndose a la inflación. Sobre el particular, señala que la inflación de 0,5% en el mes de octubre estuvo algo por sobre la proyección interna, sorprendiendo también al mercado en cierto grado. Destaca que tal como ha ocurrido en el curso del presente año, los combustibles y los alimentos fueron los componentes que más incidieron en su variación mensual.

Con respecto a los alimentos, plantea que el precio de la carne registró un alza importante, que se explicaría por fenómenos puntuales derivados de la suspensión de las importaciones desde Paraguay. No obstante, hace presente que si bien los seguimientos semanales que se llevan a cabo no dan cuenta aún de una reversión de estos precios, se estima que comenzarían a bajar, en la medida que se sustituya esa fuente de abastecimiento.

A continuación, subraya que la inflación se ha corregido al alza con respecto al último IPoM, ya que entonces se estimó que el IPC cerraría el año con una variación anual de 3,3% y hoy se anticipa que alcanzará a 3,7%. Especifica que los principales cambios se explican por el tipo de cambio, que está más depreciado que lo contemplado en el IPoM, y por el mayor precio de los combustibles, en particular el precio del gas, que ha tenido una incidencia relevante en la inflación y que no estuvo considerado en dicho Informe.



De todas maneras, anticipa que hacia fines del primer trimestre del próximo año y hacia el trimestre siguiente se deberían observar tasas de variación anuales de la inflación, convergiendo con cierta rapidez hacia el centro del rango meta, porque desaparecen algunos elementos en la base de comparación interanual.

El señor Claudio Soto destaca que las tasas de caída de la parte transable de la inflación debería tender a disminuir. De hecho, explica que el componente transable de la inflación, excluidos los alimentos y la energía, ha venido cayendo de manera más o menos sistemática desde fines del año 2009, acompañado en cierto grado de la apreciación del tipo de cambio. Agrega que en la medida que el tipo de cambio se mantenga más bien estable en los niveles actuales, debería observarse una cierta atenuación en las tasas de caída de esta parte de la inflación.

Con respecto a los no transables, señala que dada la estrechez del mercado laboral, la dinámica de ajustes de salarios persistirá, razón por la cual es posible esperar que los precios de los componentes no transables sigan aumentando a una tasa relativamente moderada o en línea con la meta de inflación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere al gráfico de la derecha que se contiene en la lámina N°59 de la presentación. Sobre el particular, consulta si se pretende mostrar que los precios de los no transables y los salarios se han movido de manera muy parecida. El señor Claudio Soto manifiesta que el planteamiento del señor Vicepresidente es correcto.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que ello puede significar que no ha habido crecimiento de productividad. Por esta razón, consulta si ello obedece a una casualidad estadística o si hay alguna reflexión o asociación entre la evolución de los salarios y la de los precios de los no transables.

El señor Claudio Soto indica que lo que está creciendo son los salarios medidos con respecto al IPC total.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera acota que, en general, hay dificultades para medir la productividad de los no transables, porque corresponden a servicios y componentes de características similares, que no se miden en el índice correspondiente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por el índice de costo mano de obra que, en su opinión, es algo más confiable. Al respecto, el señor Claudio Soto señala que se observa muy parecido en esta escala. Destaca, además, que hay un tema metodológico que es importante mencionar. Explica que en el IPC no transable hay un componente importante que, metodológicamente, se mide con los salarios, porque el INE imputa los precios de una serie de servicios —servicios comunes, servicio doméstico, servicios de profesionales, entre otros— con los salarios, lo cual tiene implícito que la productividad no crece. Enfatiza que es un elemento metodológico del INE, que está implícito en gran parte de la muestra.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si la inflación actual se explica mayoritariamente por el aumento del precio de los combustibles. Al respecto, el señor Claudio Soto señala que los combustibles sorprendieron en los meses de septiembre y en octubre. Con respecto al mes de noviembre, precisa que el dato del precio de la gasolina de la primera semana del mes dio cuenta de una pequeña alza, en circunstancias que se habían considerado algunas caídas.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta también por el Transantiago. En tal sentido, el señor Claudio Soto indica que habrá un alza en diciembre y que su incidencia será



algo menor que lo anticipado internamente, porque no se reajustará la tarifa de los escolares, que tiene una importancia relevante.

El señor Claudio Soto expresa que junto con la sorpresa de inflación, llamó la atención el aumento de algunos indicadores de expectativas de inflación en octubre, en particular, los que se derivan de las encuestas IPEC y de la Encuesta de Expectativas Económicas. No obstante, indica que lo que se desprende de las respuestas de los analistas económicos y de los precios de los activos financieros, es que no se registrarán cambios a doce y veinticuatro meses. Agrega que la Encuesta a Operadores Financieros dio cuenta de una pequeña caída en algún momento, que tendió a revertirse, pero que en general, tampoco hay cambios muy relevantes en cuanto a la inflación esperada.

A continuación, el señor Soto hace presente que, recogiendo las mejores perspectivas que hubo hacia fines del mes de octubre y comienzos del mes en curso, así como los movimientos de los mercados financieros, se observó una cierta atenuación en las caídas implícitas en el precio de activos para la TPM. Al respecto, precisa que la curva *forward* se movió algo al alza, da cuenta de caídas menos intensas hacia mediados del año 2012, y está bastante en línea con lo que reflejan las encuestas, sobre todo hacia fines de 2012, para cuando se esperan tasas de política en torno a 4,5%, aproximadamente.

Finalmente, el señor Claudio Soto informa que para esta Reunión, el mercado, representado por la Encuesta de Expectativas Económicas, la Encuesta a Operadores Financieros y Bloomberg, espera una mantención de la TPM, mientras que solo un encuestado consideró una reducción de 25 puntos base. Agrega que para el mes de diciembre, la mayoría de los analistas que respondieron la Encuesta de Expectativas Económicas, estima que su nivel se mantendrá inalterado. Sin embargo, hace presente que para esa oportunidad, un porcentaje mayor de los encuestados estima que podría acordarse una reducción de 25 puntos base, un porcentaje menor cree que se bajará en 50 puntos base y que solo uno supone que habrá un alza de 25 puntos base.

El Presidente señor José de Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y no habiendo comentarios, indica que se suspende la Reunión hasta las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 178.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita la palabra para manifestar que en el mes de diciembre próximo concluye el período del señor José De Gregorio como Presidente del Banco Central de Chile y, por lo tanto, esta sería la última Reunión de Política Monetaria a la cual el señor José De Gregorio asiste en tal carácter.

En razón de lo anterior, desea dejar constancia en el Acta de la presente Sesión que, con ello, concluye una etapa para el Banco que se ha caracterizado por ser un período de distinción, en que el Presidente señor José De Gregorio ha hecho crecer la buena imagen y reputación de la Institución y, además, ha contribuido a que sea un organismo valorado no solamente en Chile, sino que también y de manera creciente en el exterior. Asimismo, expresa que para él y quienes han conocido al señor De Gregorio por largos años, no ha constituido una sorpresa su gran desempeño en el ejercicio del cargo de Presidente, esperando, desde ya, que quien lo suceda pueda desarrollar su labor en los mismos términos, con el objeto de que el Banco pueda seguir creciendo en el futuro.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que en el marco de esta Reunión de Política Monetaria, que constituye un momento simbólico dentro del quehacer de la



Institución, en que el Consejo adopta una de las decisiones más importantes en cumplimiento del objetivo fundamental que le asigna la Ley Orgánica Constitucional, desea dejar constancia del aprecio, cariño, admiración y agradecimiento del Consejo por lo que ha sido el desempeño del señor José De Gregorio durante el ejercicio del cargo de Presidente del Banco Central de Chile.

El Presidente señor José De Gregorio agradece los conceptos expuestos por el Vicepresidente señor Manuel Marfán.

Los Consejeros señores Enrique Marshall, Sebastián Claro y Rodrigo Vergara se adhieren íntegramente a las palabras pronunciadas por el Vicepresidente señor Manuel Marfán.

A continuación, 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, señalando que el análisis de los antecedentes expuestos en el curso de la mañana llevan a proponer como opciones relevantes para esta Reunión la mantención de la TPM en 5,25%, conservando un balance de riesgos negativo para la economía mundial y para la economía chilena, o su recorte en 25 puntos base, hasta 5,0%, e introducir un sesgo negativo para su trayectoria futura. Destaca que la recomendación, en esta oportunidad, es por la primera opción, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, indica que tal como se revisó en la RPM anterior, desde la publicación del IPoM de septiembre a la fecha, la probabilidad de escenarios externos más adversos ha aumentado y la continuación y/o profundización de las tendencias recientes podría afectar negativamente las proyecciones de crecimiento e inflación para la economía chilena.

En segundo término, plantea que, hasta ahora, es difícil distinguir los efectos del menor impulso externo sobre la economía chilena, porque se contraponen con el impulso previo que esta traía. En este sentido, hace presente que los datos recientes de actividad y demanda indican que la economía ha evolucionado en torno a lo proyectado en septiembre o algo superior en el caso de la demanda, a pesar del empeoramiento externo y que, a su vez, las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a la meta.

Con respecto a las opciones planteadas para esta Reunión, el señor Luis Óscar Herrera indica que cada una de ellas involucra ventajas y riesgos.

Manifiesta que la opción de recortar la tasa en 25 puntos base en esta Reunión e incorporar un sesgo negativo, 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 normalmente opera la política monetaria.

Sin embargo, señala que el riesgo es que esta decisión constituiría una sorpresa respecto de la expectativa de mercado, lo que podría transmitir una visión más negativa respecto del escenario internacional. Asimismo, menciona que tampoco se puede descartar un escenario externo algo más benigno, si es que las medidas que se están adoptando en Europa finalmente logran restaurar el clima de negocios y la confianza financiera en esa región, al menos en el corto plazo. Finalmente, advierte que aún existe incertidumbre respecto del impacto del escenario externo sobre la economía chilena.

Por su parte, destaca que la opción de mantener la tasa en esta Reunión, reafirmando un balance de riesgos más negativo para la economía mundial y nacional, tiene



como ventaja dar tiempo para que la situación externa decante, así como para evaluar la intensidad de sus efectos en la economía chilena.

Hace presente que el riesgo de mantener la tasa es retrasar un relajamiento de las condiciones monetarias que ayude a amortiguar los efectos del escenario externo. Sin embargo, manifiesta que este riesgo es atenuado por el dinamismo reciente del gasto interno y sus fundamentos, y porque la economía nacional parte de una situación inicial de brechas cerradas de capacidad y condiciones estrechas en el mercado laboral. Además, indica 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 anexo a ello 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.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que este conjunto de antecedentes llevan a proponer la mantención de la tasa de política monetaria y continuar con una comunicación que indique que los riesgos negativos para el escenario externo se han intensificado respecto del IPoM y que la mantención o profundización de los problemas recientes en la economía internacional podrían llevar a revisar estas proyecciones, así como la orientación de la política monetaria. Con respecto a las consideraciones tácticas, señala que la opción recomendada en esta oportunidad coincide con la expectativa mayoritaria en el mercado.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón indica que de las dos opciones planteadas por el Gerente de División Estudios, la de mantener la TPM en 5,25% y, además, mantener el balance de riesgos negativos, es la más adecuada; en tanto, que la de recortar la tasa hoy no es una alternativa, principalmente porque sería una sorpresa y podría entregar una señal confusa al mercado de que el panorama es aún peor.

Sin embargo, en su opinión, hay una tercera opción, que es mantener la TPM hoy en 5,25% e introducir un sesgo negativo y no condicional a un escenario dado. En cuanto a las razones que justifican esta alternativa, expresa que la economía chilena no está inmune a lo que acontezca en el mundo y que la hipótesis del desacople entre los países desarrollados y emergentes, discutido en alguna Reunión anterior y que se hizo popular en el año 2008, demostró que no tenía sustento. A su juicio, ello no tiene por qué ser distinto hoy y menos aún para Chile, que es una economía muy abierta.

En consecuencia, plantea que la pregunta relevante no es si los eventos económico financieros que se observan principalmente en Europa, y también en Estados Unidos, van a afectar la economía chilena, sino que cuándo y con qué intensidad lo hará.

Al respecto, hace presente que si el efecto viene solo por el canal comercial, es decir, menores exportaciones o menores precios de las mismas, se observará una desaceleración en Chile en los próximos meses que hará necesario bajar la tasa rectora. Subraya que si esta desaceleración es suave, mediana o profunda, la medida a adoptar será la misma: reducir la TPM. Agrega que si a la desaceleración del canal comercial se suma un estrechamiento o turbulencias en el canal financiero, se observarán aumentos más intensos en los *spreads* de los préstamos de corresponsales a los bancos chilenos, que las condiciones de préstamos internos se harán más restrictivas en los próximos meses y que los bancos trasladarán estos efectos a sus clientes locales. Indica que si esta una transmisión suave o severa, como la del año 2008, la medida a adoptar también será la de bajar la TPM.



Sostiene, entonces, que si bien elegir la opción de mantener la TPM y el balance de riesgos permite preparar al mercado para un sesgo negativo en la próxima RPM y para una reducción de la TPM en enero o febrero del próximo año, esta alternativa tiene la dificultad que la condiciona a una materialización del frente externo en lo interno, que puede no ocurrir rápidamente. Además, en su opinión, alarga la discusión de moverse desde un balance desde riesgos negativos a un sesgo negativo o a una baja de la TPM, si los datos internos siguen siendo positivos en los próximos meses, esto es, que se registren IPC más altos e IMACEC también superiores a lo proyectado. Además, indica que la hace más dependiente de los datos del mes que de los proyectados. Manifiesta entender que se tenga ahora mucha incertidumbre al respecto, o que se haya tenido con ocasión del IPoM pasado, pero estima que, en este caso, es más importante ser más dependiente de las proyecciones que de los datos.

El señor Beltrán de Ramón sostiene que lo anterior es muy relevante si se considera que la decisión que adopte el Consejo en la presente Reunión tendrá un efecto más intenso a partir del segundo semestre del año 2012, cuando los efectos de la desaceleración serán más notorios.

En su opinión, no hay incertidumbre sobre la dirección que deberá tomar la TPM en los próximos meses, ya que la decisión es una sola: reducir la tasa de instancia. Enfatiza que la única incertidumbre será conocer cuál será la magnitud de sus efectos en la economía total y, por lo tanto, la magnitud en que sea necesario rebajar la TPM.

Al finalizar, el Gerente de División Operaciones Financieras sostiene que el Consejo deberá sopesar los argumentos a favor y en contra de seguir la opción planteada por la Gerencia de División Estudios, o adoptar la decisión de introducir un sesgo negativo en esta ocasión. A su juicio, ciertamente, se puede optar por la primera alternativa e introducir el sesgo negativo en la próxima Reunión, pero el riesgo de mantener el balance negativo y condicional por algunas Reuniones más, podría consistir en una reacción tardía e ir posteriormente detrás de la curva.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la intervención del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y ofrece la palabra para comentarios adicionales.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera expresa dos consideraciones en relación con lo planteado por el Gerente de División Operaciones Financieras. En primer término, señala que se debe tener presente que la próxima Reunión coincidirá con la publicación del IPoM, lo que dará pie para reflejar cuáles son las proyecciones del impacto del escenario externo sobre la economía chilena y hará más fácil la comunicación de sus efectos futuros, que todavía no son visualizados, así como su carácter y la magnitud que tendría este escenario externo según las estimaciones internas.

En segundo lugar, destaca que no existe una restricción para mover la tasa y, simultáneamente, introducir un sesgo negativo. En este sentido, indica que no es necesario tener como precondition —y tampoco ha sido la práctica habitual— haber colocado un sesgo previo a los movimientos de tasa. Por el contrario, manifiesta que si se tuviera la seguridad de que se impondrá un sesgo y que el Banco se moverá en esa dirección, entonces la pregunta es porqué no hacerlo de forma inmediata.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la intervención del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, complementando su planteamiento, recuerda que en la Reunión pasada manifestó que los sesgos tienen que ver con un tema de inminencia, esto es, que son casi equivalentes a decir que, con probabilidad altísima, es la próxima decisión, razón por la cual ello debe ser evaluado al momento de redactar el Comunicado de la Reunión.



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 siguen desacelerándose en línea con lo esperado.

En efecto, las tensiones financieras en Europa continúan en medio de una gran incertidumbre política, lo que se refleja en que el riesgo país medido por los CDS a 5 años ha mostrado incrementos en varias economías desde la última Reunión. En Grecia los CDS siguen en niveles récord. En Italia, estos se ubican cerca de los 600 puntos base, su *peak* histórico, superior en 360 puntos a los niveles de comienzos de año. De igual forma, Francia se ubica en su *peak* histórico, con niveles mayores a 230 puntos base. Por otra parte, los datos sectoriales muestran que la Zona Euro se está contrayendo. Las ventas minoristas de septiembre cayeron 0,7% mensual y desestacionalizado, tras una cifra de 0% en agosto. En Alemania, la producción industrial en septiembre cayó 2,7% mensual y desestacionalizado; en Francia, un 1,7%; y en Italia, un 4,8%. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base en su reunión de noviembre, hasta 1,25%. Este es un escenario de alta volatilidad, pero de marcada desaceleración e incluso una probable recesión en la Zona Euro.

La economía de Estados Unidos muestra señales mixtas. En el mes de octubre, el país creó 80 mil empleos respecto al mes anterior, cifra inferior a los 95 mil esperados por el mercado. Sin embargo, la tasa de desempleo bajó a 9,0% desde 9,1% el mes previo. Por su parte, el PMI manufacturero de octubre bajó a 50,8 desde los 51,6 de septiembre, aunque manteniéndose sobre el umbral de 50. Por otro lado, el índice de sentimiento del consumidor de la Universidad de Michigan registró un importante aumento en el mes de noviembre, pasando a 64,2, desde los 60,9 el mes previo. Así, aunque las cifras permanecen débiles, no revelan una economía entrando a una recesión.

En China, la cifra de inflación de septiembre en 12 meses se ubicó en 5,5%, bastante menor al 6,1% del mes anterior. Por otra parte, el crecimiento del tercer trimestre fue de 9,1%, desacelerándose respecto al 9,5% del trimestre anterior. Por otra parte, el PMI manufacturero ha descendido a niveles de 50,4 en octubre, inferior a los 51,2 de septiembre y rozando el umbral de 50. De este modo, por el momento, se ha alejado el riesgo de nuevas alzas de la tasa rectora.

En consecuencia, nos enfrentamos a un escenario global en donde el elemento de mayor riesgo en la actualidad es la Zona Euro y, en menor medida, Estados Unidos. Aunque han ocurrido cambios importantes en los liderazgos políticos de algunos países europeos, no hay aún señales claras de nuevas políticas que produzcan cambios en las perspectivas económicas de mediano plazo de esta región en comparación al escenario discutido en la última Reunión de Política Monetaria.

Por otro lado, en el escenario interno, la actividad económica exhibe un proceso de desaceleración, aunque el IMACEC de septiembre creció 5,7%, sorprendiendo al mercado, tras un crecimiento en agosto de 4,6%. Con todo, se espera que la moderación del crecimiento que se ha dado en el segundo semestre continúe. Así lo muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre, que arroja una tasa de crecimiento del IMACEC en octubre de 4,8%.

El consumo sigue creciendo a tasas robustas. Los datos de ventas del comercio minorista de septiembre mostraron una tasa de crecimiento de 9,6%, acelerándose respecto al 9,1% de agosto. Por su parte, el empleo muestra signos de moderación, en línea con el menor dinamismo observado, creciendo a una tasa interanual de 3,8% en el trimestre julio-septiembre.



En este contexto, la medición de inflación registró un aumento en octubre más allá de lo esperado por el mercado. Parte de este aumento en inflación obedeció a sorpresas en alimentos y combustibles, que no alcanzaron a ser compensadas por la leve apreciación del peso desde el nivel de la RPM pasada. Estos aumentos de precios deben seguir siendo monitoreados en los próximos meses, aunque por el momento las expectativas de inflación se mantienen acotadas en torno al centro del rango meta del Banco Central, si bien aumentan marginalmente en el corto plazo.

De este escenario se desprende que más allá del aumento de volatilidades observadas en el último mes en el escenario internacional, por el momento no hay grandes cambios respecto del análisis realizado en la última RPM. Por ello es que parece recomendable mantener la recomendación de la última RPM, sin variar la tasa y recalcando la flexibilidad de la política monetaria en caso que la situación internacional se vuelva más adversa."

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comienza su intervención, agradeciendo al *staff* por el excelente análisis.

En primer término, señala que a pesar de los acuerdos y cambios políticos que se han producido en Europa, las noticias sobre dicho continente siguen sin mejorar. Al respecto, precisa que los *spreads* continúan elevados y que las indefiniciones políticas no ayudan; que, afortunadamente, ha habido mejores cifras en Estados Unidos; que China, por su parte, mantiene un crecimiento fuerte, aunque con señales de desaceleración; y que el gran riesgo sigue siendo el grado de contagio de la economía europea sobre el resto del mundo, en particular sobre el mundo emergente, que hoy está sosteniendo el incremento de la actividad mundial.

Con respecto a Chile, indica que más allá de la buena cifra de crecimiento de septiembre, la actividad sigue desacelerándose de acuerdo con lo esperado, mientras que la demanda lo hace en cifras menores a las anticipadas. Subraya que el IPC terminaría este año algo por arriba de la proyección del último IPoM, pero dentro del rango de tolerancia del Banco Central, y en que alimentos y combustibles han sido importantes en este comportamiento. Agrega que la inflación subyacente sigue en rangos acotados y que las expectativas a mediano plazo se mantienen en torno a la meta.

El Consejero señor Rodrigo Vergara plantea que, hasta ahora, las turbulencias externas no parecen haber tenido efectos mayores que los esperados en la actividad y demanda interna, por cuanto la desaceleración que se ha producido no es diferente de la proyectada antes de estos eventos. No obstante, sostiene que es difícil pensar que la crisis en el mundo desarrollado no tendrá un efecto adicional. En rigor, menciona que ya ha habido efectos importantes en los mercados de activos y que, por ahora, sigue ayudando el hecho que los términos de intercambio, si bien han caído, se mantienen en niveles elevados. Con todo, manifiesta que no debiera sorprender que las cifras que se observen en los meses venideros empiecen a reflejar un entorno externo que se ha seguido deteriorando, ya que se debe tener presente que los efectos de estas turbulencias se muestran con rezagos.

En contraposición a lo anterior, comenta que las condiciones en el mercado laboral siguen estrechas y que, tal como se mencionó, la demanda interna se ha desacelerado menos que lo previsto.

En estas circunstancias, señala que las opciones presentadas son las más razonables. Plantea que mantener la tasa rectora no solo es consistente con efectos aún acotados sobre la economía nacional, con estrecheces en el mercado laboral y con una



inflación que está en rangos normales, sino que, además, es coherente con las expectativas del mercado. Estima que bajarla sería una medida de orden preventivo ante eventuales futuros efectos más adversos de la situación externa; sin embargo, todo indica que hay tiempo y espacio para seguir esperando a que los acontecimientos tanto externos como internos se sigan decantando antes de proceder en dicha dirección.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara se inclina por la opción de mantener la TPM en su nivel actual. Asimismo, estima conveniente mantener el tono del Comunicado anterior, particularmente en lo relacionado con el riesgo del escenario externo y sus efectos sobre la política monetaria.

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

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las últimas semanas han dado cuenta de fenómenos importantes, tanto externa como internamente.

En relación con el ámbito externo, piensa que la principal novedad ha estado en Europa, donde los datos de actividad han sido débiles y la situación financiera continúa tensa. Al respecto, menciona que la debilidad de la actividad ha contribuido a la percepción de que los próximos trimestres serán de crecimiento muy bajo o negativo, en tanto que por el lado financiero, los anuncios de hace dos semanas sobre capitalización de los bancos, el fortalecimiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y la reestructuración de la deuda soberana griega no han sido bien recibidos. Comenta que estos anuncios, entre otras cosas, pretendían aislar a Italia y España de los problemas en otros países periféricos, bajo el supuesto que sus problemas de liquidez no eran reflejo de problemas de solvencia, sino que de una corrida por parte de inversionistas. Señala que, lamentablemente, la reacción de los mercados ha puesto en duda tales supuestos, por lo que la situación se mantiene sumamente compleja y, en consecuencia, no es descartable que en las próximas semanas o meses estos fenómenos se agudicen.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que la tensión en Europa ha sido acompañada de datos algo más positivos en Estados Unidos y Asia, que muestran que la desaceleración en Estados Unidos si bien continúa, no se ha agudizado, y que las economías asiáticas mantienen un dinamismo importante por ahora. Destaca que todo ello ha contribuido a sostener los precios de activos, lo que se ha traducido en la apreciación de las monedas de algunos países emergentes, en un aumento de las bolsas y en un repunte en los precios de algunos *commodities*.

A su juicio, sigue prevaleciendo, por ahora, la idea de que la debilidad en Europa y en Estados Unidos mantendrá acotado el crecimiento en el resto del mundo, pero sin producir una desaceleración mayor. En todo caso, señala que estos fenómenos están en permanente evolución, y deben ser cuidadosamente evaluados.

En cuanto al ámbito interno, indica que los datos de actividad e inflación sorprendieron en algo al alza. Más allá de efectos puntuales, el énfasis central, en su opinión, es que la normalización proyectada para la actividad continúa a tasas moderadas y que el consumo interno todavía da muestras de importante dinamismo. Plantea que las señales de desaceleración en el margen prosiguen, especialmente las referidas a las importaciones de bienes de consumo y de capital, pero, al mismo tiempo, el crédito y el crecimiento de la masa salarial contribuyen a una demanda dinámica. Destaca, además, que la inflación fue algo mayor a la esperada, pero que sus componentes subyacentes se mantienen acotados, y que no se ha desviado materialmente de las proyecciones que teníamos anteriormente. Por último, agrega que es evidente que la volatilidad de los precios de los *commodities* y del tipo de cambio pueden introducir cierta volatilidad en los registros de inflación de corto plazo, pero que las



perspectivas de mediano plazo, que son las que debieran guiar el accionar de la política monetaria, dan cuenta de una inflación en torno a 3% en el futuro previsible.

El Consejero señor Sebastián Claro sostiene que dada la posición de normalidad de la política monetaria, se configuran las condiciones para mantener la tasa en su nivel actual, dando así amplio espacio para continuar evaluando los fenómenos internos y externos, sin descartar, por cierto, bajas en las próximas Reuniones.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la tasa en 5,25% y mantener, en su esencia, el Comunicado anterior y sus prevenciones sobre la situación externa.

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

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el apoyo brindado en esta oportunidad y destaca que las noticias del último mes han seguido centradas en Europa. Sobre el particular, manifiesta que la crisis financiera que la afecta, a pesar de las medidas anunciadas y los cambios políticos en curso, aún no encuentra una salida satisfactoria para los mercados; y que, mientras tanto, las perspectivas de crecimiento para esta región del mundo se han seguido debilitando, lo que torna aún más difícil la búsqueda de una solución.

Expresa que, por el momento, los efectos de esta crisis sobre el resto del mundo permanecen más bien acotados, ya que las cifras de Estados Unidos han tenido una mejora marginal y las perspectivas para las economías emergentes continúan siendo positivas y, coherente con ello, los precios de las materias primas permanecen en niveles relativamente altos e incluso han experimentado un leve repunte en el último mes.

Sin perjuicio de lo anterior, advierte que los riesgos para la economía global siguen muy presentes, lo que se manifiesta en alta volatilidad financiera. En su opinión, la profundización de la crisis y/o la prolongación de un estado de bajísimo crecimiento económico en Europa configurarían, sin duda, un escenario con consecuencias mucho más adversas para el resto del mundo, por lo que, mientras tanto, corresponde monitorear atentamente estos desarrollos.

En el plano local, señala que la actividad sigue en proceso de convergencia hacia un crecimiento más moderado, coherente con las potencialidades internas. Al respecto, comenta que si bien el último IMACEC sorprendió al alza después de dos meses consecutivos con sorpresas a la baja, ello no modifica en lo grueso la tendencia comentada.

Agrega que la demanda interna se desacelera más lentamente que la actividad real y más lentamente que lo que se había proyectado con antelación, y que su dinamismo encuentra sustento en la evolución del empleo, los salarios y el crédito bancario. Con todo, estima que el deterioro global debería contribuir a la moderación de su ritmo de expansión en los próximos trimestres.

Hace presente, además, que la inflación anual, después de haber mostrado bastante estabilidad en torno a la meta, experimentó un repunte el último mes. Indica que ello resultó algo sorpresivo, pero que responde fundamentalmente a factores puntuales, entre los que se incluye la devaluación del peso. Sin embargo, subraya que más allá de esta desviación acotada y transitoria de la inflación, no se advierten elementos que comprometan su estabilidad en el mediano plazo; y que, de hecho, las medidas subyacentes, ubicadas por debajo del 3%, siguen en proceso de convergencia gradual a dicho nivel.



Destaca que este diagnóstico es similar al del mercado, cuyas expectativas inflacionarias se han ajustado al alza en el corto plazo, pero permanecen en línea con la meta en el horizonte de política.

En cuanto a la tasa de política monetaria, informa que las noticias del último mes han moderado y/o diferido en el tiempo los recortes que se venían anticipando y que para esta Reunión, en todo caso, la apuesta mayoritaria es por una mantención.

En suma, concluye que el escenario interno muestra una desaceleración de la actividad y una inflación estabilizada en el mediano plazo, todo ello en un contexto mundial que exhibe riesgos altos.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta coincidir con la Minuta de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que las opciones que resultan coherentes con los antecedentes revisados son las mismas dos de la Reunión anterior, esto es, mantener o bajar la tasa de política en 25 puntos base.

Al respecto, estima que la decisión de recortar la tasa sería una acción preventiva, en respuesta al deterioro o a los riesgos del escenario externo. Recuerda que este mismo argumento se puso sobre la mesa en la Reunión anterior, pero finalmente primó el criterio de que lo más adecuado era esperar, lo que resultó acertado.

Hace presente que las noticias conocidas tienden a confirmar que lo más probable es que los eventuales efectos del deterioro externo se sientan con gradualidad, lo que recomienda seguir aplicando un criterio de prudencia en la conducción de la política monetaria.

A su juicio, si se considera que la TPM se ubica actualmente dentro de un rango de valores neutrales, no se advierten razones poderosas para anticiparse y, por tanto, lo más adecuado sigue siendo no innovar. Hace el alcance que ello no implica descartar la posibilidad de reaccionar posteriormente, incluso con fuerza, si las circunstancias así lo exigen. Asimismo, indica que el mercado espera una mantención, motivo por el cual tampoco parece razonable sorprenderlo en esta oportunidad.

En razón de los fundamentos expuestos, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la tasa en su actual nivel de 5,25% y se inclina, adicionalmente, por un Comunicado con un sesgo similar al de la última Reunión.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención, agradeciendo el análisis del *staff* y señalando que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenido al inicio de la Minuta de Opciones, a lo que añade lo siguiente.

Respecto de la economía internacional, manifiesta que, hoy, los riesgos son significativamente mayores que en las Reuniones anteriores. En efecto, menciona que las tensiones en Europa han afectado a Italia, el país con la tercera deuda pública más grande del mundo; que como señala la Minuta de Opciones, las opciones que se han barajado en la Zona Euro no terminan de convencer a los mercados y se corre el riesgo de que sean insuficientes a corto andar; que el contagio hacia otras economías del centro es una posibilidad cada vez más difícil de descartar; y que hay elementos básicos de una salida que hasta ahora no han sido considerados, en particular, un mayor involucramiento de Alemania y acciones destinadas a mejorar la competitividad relativa de las economías más afectadas.



En otro plano, destaca que la incertidumbre respecto de un eventual acuerdo fiscal en Estados Unidos tampoco permite descartar un escenario de recesión en esa economía, y que un debilitamiento significativo y simultáneo en los Estados Unidos y en la Zona Euro podría arrastrar a las economías asiáticas, con efectos que ya incidirían en las economías emergentes. Advierte que si bien este no es el escenario más probable, la posibilidad de que sí ocurra una "tormenta perfecta" se ve más cercana, con impactos superiores a los que se han evaluado hasta ahora.

Respecto de la economía nacional, hace presente que la volatilidad cambiaria que se analizara en la Reunión anterior ha amainado, y que el mercado financiero, en tanto, ha ido ajustando sus expectativas de corto plazo de una manera que valida las decisiones que ha adoptado el Banco en las Reuniones anteriores.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán declara coincidir con la Minuta de Opciones en cuanto a que las alternativas a evaluar son las de mantener la TPM y el sesgo del Comunicado anterior, *versus* reducir la tasa en 25 puntos base. Subraya que esas han sido, por lo demás, las opciones analizadas en las Reuniones anteriores.

Hace presente que lo manifestado respecto de un eventual escenario externo lleva a que se deba enfrentar una incertidumbre que no se resuelve tratando de construir un escenario promedio. Sostiene que son escenarios alternativos el de una bola de nieve negativa y uno de *muddling-through* de la deuda, que es lo que parece más probable. Sin embargo, a su juicio, es más conveniente trabajar sobre la base de que bajar la tasa y después equivocarse es de más alto costo que mantener la tasa y después equivocarse. Expresa que los errores de tipo II, en esta ocasión, apuntan claramente a la conveniencia de mantener la tasa en su nivel actual, ya que una rebaja en un contexto de *muddling-through* podría ser contraproducente para efectos del manejo de expectativas, del ciclo y de la meta inflacionaria.

Por último, el Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que las sorpresas que se han observado en lo más reciente en lo interno también apuntan en la dirección de adoptar una decisión prudente.

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

Al finalizar con el proceso de votación, el Presidente señor José De Gregorio señala que en el ámbito interno, los últimos registros de inflación y actividad sorprendieron al alza y que la demanda también creció algo más de lo esperado. No obstante, indica que las desviaciones están dentro de los niveles normales, por lo que no cambia de manera relevante el panorama para el crecimiento del PIB y la inflación contenidos en el último IPoM.

Hace presente que la reacción de los mercados financieros, en concordancia con esta evidencia y la manera en que el Banco conduce la política monetaria, ha resultado en un alza de las tasas de instrumentos de renta fija, postergando en el tiempo la relajación esperada de la política monetaria. Con todo, resalta que ya se advierten señales de moderación de la demanda, en particular en las cifras de importaciones de bienes de consumo y capital, las que será necesario ir monitoreando con atención para derivar con suficiente anticipación la evolución de la demanda y la actividad, así como sus implicancias sobre la inflación. Por último, menciona que las expectativas de inflación siguen en niveles coherentes con la meta.

El Presidente señor José De Gregorio destaca que los principales riesgos y noticias provienen del ámbito externo. Sobre el particular, precisa que el precio del petróleo y de los alimentos ha experimentado un alza acotada y que el precio internacional de las gasolinas ha descendido. En su opinión, estas noticias tampoco representan desviaciones importantes



respecto de lo esperado, y que su impacto inflacionario se atenúa por la apreciación del peso desde la última RPM.

Enfatiza que la situación financiera en Europa sigue compleja. Al respecto, especifica que el 26 de octubre —después de la última RPM—, las autoridades económicas europeas anunciaron un conjunto de medidas tendientes a solucionar los problemas de Grecia, capitalizar a los bancos europeos y fortalecer el FEEF, con el propósito de limitar el contagio desde los países periféricos hacia el centro de Europa. Sostiene que si bien estos anuncios proveyeron cierta calma a los mercados, han demostrado no ser suficientes para resolver la crisis europea. Plantea que las tensiones financieras y la debilidad en Europa continuarán mientras no haya una solución definitiva, la cual no se avizora en un plazo cercano. A este respecto, manifiesta que no se puede descartar un desenlace desordenado y muy grave en Europa, aunque, a su juicio, lo más probable es que la región seguirá en una recesión o con mucha debilidad en materia de actividad, y con soluciones parciales e incompletas a sus problemas, pero no un escenario desastroso. Indica que las implicancias de ambos escenarios sobre la economía chilena y las economías emergentes en general, son distintas. Por una parte, señala que un escenario de crisis aguda tendría repercusiones muy negativas en el ámbito financiero y sobre la actividad, lo que podría requerir de un significativo impulso monetario, tal como ocurrió con la crisis global a finales del año 2008. Por otra parte, indica que un escenario de debilidad prolongada tiene implicancias sobre la actividad y la inflación doméstica, pero más moderadas, siendo probable que también se requiera darle expansividad a la política monetaria. Advierte que este escenario se podría agravar de arrastrar a una mayor debilidad a las economías emergentes, por lo que habrá que seguir con atención estos desarrollos para ir implementando la política monetaria más adecuada a este entorno.

El Presidente señor José De Gregorio señala que, por ahora, tanto las noticias internas como el escenario económico internacional sugieren que el Banco debería mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual para asegurar el logro de la meta de inflación. Agrega que es probable que haya que reducir la tasa en los próximos meses, pero por ahora eso no se justifica, como tampoco se justificaría poner un sesgo, por cuanto, tal como manifestó en la Reunión anterior, la relajación monetaria no es inminente. Más aún, plantea que dado las sorpresas inflacionarias y de actividad, este cambio en el Comunicado sería difícil de explicar, razón por la cual considera que es más prudente dar este tipo de señales en el próximo IPoM, para el que queda un mes. En su opinión, lo central sería mantener un Comunicado de continuidad, dado que las perspectivas macroeconómicas no han cambiado de manera importante.

En mérito de lo expuesto, el Presidente señor José De Gregorio expresa que su voto es por mantener la TPM en 5,25%.

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:

178-01-111115 – 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 confirman un lento ritmo de crecimiento en las economías avanzadas. Las proyecciones de crecimiento de consenso para la Eurozona continúan revisándose a la baja, mientras que se mantienen para Estados Unidos. Pese a los anuncios realizados, los riesgos fiscales y financieros de las economías europeas siguen muy elevados y continúa la incertidumbre acerca de cómo se resolverá esta situación. En otras regiones, las condiciones financieras han mejorado levemente, aunque la volatilidad financiera se mantiene alta. Los precios internacionales del cobre y el petróleo han aumentado.

En el plano interno, las cifras de actividad evolucionan en torno a lo contemplado en el escenario base del IPoM, en tanto que la demanda interna muestra un dinamismo algo mayor. Las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas. 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.

La persistencia de los problemas en las economías avanzadas podría configurar un entorno externo más adverso que el contemplado en el escenario base del IPoM, con posibles consecuencias para el crecimiento y la inflación 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 17:05 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero