



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 177  
celebrada el día jueves 13 de octubre de 2011

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

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también:

Gerente General  
don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe,  
don Miguel Ángel Nacur Gazali;  
Gerente de División Estudios,  
don Luis Óscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Operaciones Financieras,  
don Beltrán de Ramón Acevedo;  
Gerente de División Política Financiera,  
don Kevin Cowan Logan;  
Gerente de 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 Erika Arraño González;  
Asesor de la Presidencia,  
don Felipe Labbé Castillo; y la  
Secretario General,  
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 177, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige a estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril 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 solo asistirá al análisis de las opciones y adopción de acuerdos de la presente Sesión, que se tratarán en la tarde.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). En primer término, destaca que se mantiene una alta incertidumbre en los mercados y que la banca europea ha pasado a ser el principal foco de atención.

En segundo lugar, señala que las cifras de actividad continúan mostrando un escenario débil en las economías desarrolladas y deterioros adicionales en Europa.

Además, hace presente que se han anunciado nuevas medidas estimulativas en las economías desarrolladas.

Agrega que las primas soberanas, corporativas y bancarias han aumentado y que a ello se ha sumado una depreciación generalizada de las monedas frente al dólar, aunque moderadas en el margen, que refleja la búsqueda de activos seguros.

Por último, menciona que las expectativas inflacionarias han tendido a caer en todas las regiones y que los precios de los *commodities* han retrocedido, especialmente los de los metales.

A continuación, el señor Lehmann informa que si bien la volatilidad presenta una reducción en el margen, continúa elevada, en torno a 35%, mientras que las primas por riesgo corporativo en Estados Unidos —las *high yielders* y de empresas con clasificación A— han aumentado, pero registran alguna reversión marginal también en los últimos días.

En cuanto a los mercados bursátiles, indica que han caído con fuerza, especialmente en Estados Unidos y en algunos países de Europa, y que presentan también alguna reversión en las últimas sesiones. Añade que una situación similar se observa en las economías emergentes, por cuanto sus bolsas registran también una caída importante, con alguna reversión en el margen, pero que no alcanza a compensar las caídas de inicios del último mes.

Con respecto a los flujos de capitales, menciona que en las economías desarrolladas se observa un aumento de flujos de activos de renta fija, especialmente en Estados Unidos, que obedece a decisiones de los fondos de inversión por cuenta de sus clientes, mientras que en Europa desarrollada, básicamente la Zona Euro e Inglaterra, se advierten salidas. Agrega que en las economías desarrolladas también se han registrado salidas de instrumentos de renta variable, en línea con los movimientos de las bolsas, en tanto que en las economías emergentes se han producido salidas de bonos y de instrumentos de renta de variable, particularmente de América Latina.

El Consejero señor Sebastián Claro repasa en que entre el año 2009 y principios del año 2011 se observan entradas netas de instrumentos de renta fija a los países desarrollados y también a los países en desarrollo. Al respecto, consulta las razones por las que todos aparecen con entradas netas de renta fija y por los proveedores de tales instrumentos.

El señor Sergio Lehmann señala, en primer término, que estas cifras han sido provistas por los fondos de inversión y que es probable que no estén considerados todos los fondos en la muestra y, por tanto, tampoco todos los flujos. En segundo lugar, indica que esta muestra simplemente exhibe tendencias respecto de decisiones de inversión que podrían estar tomando los agentes. En tercer término, hace notar que las órdenes de magnitud no son comparables, ya que la escala es bastante más reducida en el caso de las economías emergentes.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En todo caso, se compromete a revisar las cifras expuestas con el fin de examinar su coherencia.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, señalando que las primas por riesgo soberano y corporativo han aumentado de manera importante en las economías emergentes, aunque se reducen en el margen. En cuanto a algunas economías en particular, destaca que la prima por riesgo soberano de Polonia es bastante mayor que la del resto de las economías con clasificaciones de riesgo similar —Corea, México, Chile, Brasil y China—, por un efecto contagio de la situación europea. Hace notar que en China se registró un aumento algo más marcado y una reversión también algo más marcada, siguiendo un patrón bastante similar al de las demás economías citadas, mientras que la prima de Chile figura por debajo de la de esos países.

Con respecto a las primas por liquidez, informa que continúan subiendo en Estados Unidos, aunque de una manera bastante tenue. En el caso de Europa, en cambio, destaca una reversión relativamente importante, que responde a una serie de medidas del Banco Central Europeo y también a algunas señales políticas que se han entregado en la Zona Euro, que han tendido a moderar las tensiones en los mercados monetarios.

El señor Sergio Lehmann plantea que si bien los *CDS* soberanos aumentaron en el mes, se advierte alguna reversión tras los anuncios más recientes en Europa, esto es, algunas señales políticas y medidas que ha adoptado el Banco Central Europeo recién comentadas. En cuanto a los *CDS* de las economías que presentan mayores problemas, subraya que los de Grecia, que ya no se transan, se estiman en 5.000 puntos base, mientras que los de España oscilan entre los 300 y 400 puntos base, los de Italia bordean los 400 puntos base y en el caso de Bélgica, alcanzan a 300 puntos base.

Agrega que los *CDS* de Francia, Reino Unido, Estados Unidos y Alemania también mostraron algún aumento y reversiones en el margen. Detalla que en Francia, estos llegaron a 200 puntos base, pero retrocedieron a un nivel cercano a 160 puntos base; que los del Reino Unido y Alemania superan los 80 puntos base y los norteamericanos están en torno a 50 puntos base.

Hace presente, además, que los *CDS* bancarios también aumentaron desde la RPM pasada. A título ejemplar, cita el caso de los *CDS* del Banco Dexia, institución franco belga cuya matriz que está en Francia, que alcanzan los 1.500 a 1.600 puntos base. Añade que este incremento también se observa en algunos bancos italianos; que los bancos españoles muestran mayor estabilidad, pero claramente con una tendencia hacia el alza, al menos en los últimos dos o tres meses; y que los bancos americanos JP Morgan, Bank of America y Citigroup también exhiben aumentos, pero con reversiones en el margen en los últimos dos o tres días.

A continuación, el señor Lehmann comenta que las tasas largas han tendido a subir en las últimas dos semanas como resultado de ajustes de portafolios, fundamentalmente de los fondos de inversión, y que a ello se agrega la recuperación importante de las bolsas durante las últimas dos semanas, que ha motivado mayores inversiones en instrumentos de renta variable y menores posiciones en títulos de renta fija. Agrega que las tasas norteamericanas superan el 2%, tras haber alcanzado niveles en torno a 1,8 – 1,9% hace dos o tres semanas, y que el efecto de la operación *twist* fue bastante marginal, tanto en las tasas a dos años como en las largas.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional plantea que Europa ha estado enfrentando la crisis a través de cinco canales.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Precisa que el primero de ellos, que ha estado en discusión durante los últimos días y que requiere la aprobación de todos los miembros del la Zona Euro, es el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), cuyo monto disponible, ascendente a € 440 billones, cuenta con la garantía de países AAA, como Francia y Alemania.

Informa que este Fondo ya ha entregado algunos préstamos con cargo a los recursos obtenidos de emisiones de bonos, como es el caso de los €4 billones a Irlanda en el mes de febrero último y de los € 6 billones a Portugal en el mes de junio. Añade que a ello se suma un compromiso por € 109 billones asociado al segundo tramo de apoyo a Grecia.

En todo caso, explica que está pendiente la aprobación formal de parte de Eslovaquia, la cual debería concretarse en el transcurso de la presente jornada.

El Consejero señor Rodrigo Vergara solicita detalles sobre la operatoria de este Fondo.

El señor Sergio Lehmann señala que el FEEF contemplaba inicialmente una disponibilidad de recursos de € 250 billones, pero que fue necesario ampliarlo a €400 billones, que es el monto disponible actualmente. En todo caso, aclara que los recursos totales del Fondo alcanzan a €700 billones, pero la diferencia con respecto a los €440 billones disponibles no han sido garantizados aún por países AAA.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si la votación de los distintos países tiene por objeto aprobar la ampliación del Fondo. El señor Lehmann responde que ese es precisamente el objeto de la votación, en tanto que el Vicepresidente señor Manuel Marfán agrega que votan porque otorgan su garantía.

El señor Lehmann precisa que solo los países AAA garantizan las emisiones de bonos y que los recursos obtenidos van en ayuda de los países en problemas, en este caso, a Grecia, Portugal Irlanda, contra bonos de primera emisión de esas economías.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta entender que los recursos correspondientes a esta ampliación serían entregados contra bonos secundarios. Comenta que estos recursos no solo se destinan a préstamos directos, sino que también a la capitalización de bancos.

El señor Lehmann prosigue, señalando que el segundo canal es la compra de papeles soberanos por parte de Banco Central Europeo. Al respecto, precisa que hasta el momento se han acumulado €163 billones.

Indica que otro canal es el *Long-Term Refinancing Operations (LTRO)*, cuyo monto vigente alcanza al día de hoy a US\$ 384 billones y sus operaciones vigentes van de 30 a 200 días, a una tasa de 1,5%. Hace presente que hace dos semanas se extendió el plazo de dos operaciones —la de octubre y diciembre a 12 y 13 meses, respectivamente—, y se estableció que la tasa de colocación será fija e igual al promedio de las operaciones regulares del Banco Central Europeo.

Agrega que otro canal corresponde a la línea *swap* dólar – euro, que corresponde a una acción coordinada del Banco Central Europeo y la Reserva Federal, que incluye además al Banco de Japón, al Banco Nacional Suizo y el Banco de Inglaterra, y cuyo objeto es la provisión de liquidez en dólares a los mercados financieros respectivos.

El señor Lehmann menciona que otro canal es la capitalización de la banca para protegerla de pérdidas. Sobre el particular, aclara que este aún esta en discusión, esperándose una definición en la reunión que sostendrán los principales líderes de la Zona Euro el 23 de octubre próximo. Explica que la idea central es que se utilicen fondos de los bancos, los gobiernos y del FEEF para tal efecto, y que si bien aún no hay una posición oficial



BANCO CENTRAL DE CHILE

respecto del requerimiento de capital que se le exigiría a cada uno de los bancos, existiría un planteamiento de subir el *Tier-1* desde el 6 a 9% y de ampliar de 6 a 9 meses el plazo para que los bancos constituyan el capital suficiente. Agrega que de no poder alcanzar esos requerimientos, podrían recurrir a los gobiernos o, eventualmente, al FEEF, pero advierte que no es evidente que haya capital o recursos suficientes y que es por ello que probablemente será necesario apalancar este Fondo.

El señor Luis Óscar Herrera destaca las distintas posiciones de Alemania y Francia al respecto, por cuanto Alemania propone que la primera instancia de ayuda sean el gobierno y los fondos privados, mientras que Francia sugiere que lo sea el Fondo Europeo de Estabilización Financiera.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, estos anuncios no solo han sido muy bien recibidos, sino que es muy probable que expliquen parte de la calma que reina en los mercados en los últimos días. No obstante, hace ver que ello tendría relación con la obligatoriedad de hacerlo, como ocurrió en Estados Unidos. En efecto, supone que hay una exigencia legal, porque muchos banqueros —entre ellos, el Deutsche Bank—, han declarado que no están dispuestos a aumentar capital dado los precios actuales de las acciones. Otros, en tanto, han manifestado que para cumplir con estas exigencias, prefieren disminuir sus activos en vez de aumentar su capital.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán insiste en lo que ha planteado en reiteradas oportunidades, esto es, que estas medidas solo tienen por objeto comprar tiempo, pero no resuelven el problema de fondo: que Grecia, España, Portugal y varios otros países tendrán que seguir endeudándose, dada la situación de su cuenta corriente.

El señor Sergio Lehmann señala que el quinto y último canal es la compra de *covered bonds*, anunciada también la semana anterior. Al respecto, explica que se reinicia un programa que existió en el año 2009, que consiste en la compra, por parte del Banco Central Europeo, de bonos con colateral hasta por un monto de €40 billones, aproximadamente, entre noviembre del presente año y octubre del año 2012, con el fin de proveer mayor liquidez.

Al proseguir con su presentación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere a la política monetaria. Sobre el particular, menciona que continúan las pausas en los procesos de normalización de la política monetaria en las economías emergentes, que solo India acordó un aumento de 25 puntos base y que Indonesia e Israel la recortaron en igual magnitud.

En cuanto a los movimientos futuros, informa que se esperan ajustes a la baja en América Latina, Asia, Oceanía y Europa emergente, y mantenciones en las economías desarrolladas. Agrega que en el caso específico de Europa, el mercado espera dos rebajas de aquí a principios del año 2012, desde 1,5 hasta 1%, y para Estados Unidos, Reino Unido y Japón ninguna variación.

En materia de paridades, destaca la depreciación generalizada de las monedas y su moderación en el margen en los últimos dos o tres días. De hecho, hace notar que el dólar registra al día de hoy una apreciación de 1%, pero hasta dos días atrás alcanzaba a alrededor de 8%. Por el contrario, comenta que entre las monedas que más se han depreciado se encuentran el real brasileño, el peso colombiano y el peso chileno.

Respecto de los indicadores de actividad, el señor Lehmann subraya que en Estados Unidos, las cifras en el margen fueron algo mejores que lo anticipado, en especial las referidas a creación de empleo, pero que aún dan cuenta de una situación extremadamente débil. En la Zona Euro y Alemania, en tanto, las cifras negativas predominantes anticipan una próxima recesión. De hecho, manifiesta que si se interpretara que los ISM o los PMI están reflejando una menor solicitud de insumos por parte de los gerentes de compra, ello daría





BANCO CENTRAL DE CHILE

cuenta de una caída en la producción industrial que podría estar repercutiendo en una desaceleración de la actividad.

El señor Sergio Lehmann concluye que por las razones indicadas, se observa que hoy día Europa está más cerca de una recesión que Estados Unidos, en tanto que esta última está más cerca de un crecimiento muy bajo y plano por un tiempo prolongado.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si los datos de actividad expuestos son peores o coherentes con las últimas cifras del *World Economic Outlook* y del último Informe de Política Monetaria (IPoM).

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera responde que en el caso de Europa son más débiles que las contempladas en el último IPoM.

El Consejero señor Rodrigo Vergara formula la misma pregunta respecto de China, a lo cual el señor Herrera señala que las proyecciones se han corregido a la baja. Destaca que el último dato puntual fue algo mejor, pero después de un trimestre en que las cifras habían estado mostrando expectativas de crecimiento más débiles, y que después del ajuste del precio de los *commodities* han surgido muchas opiniones negativas respecto de esa economía.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, exhibiendo las gráficas que se contienen en la lámina 17 y que dan cuenta precisamente de lo ya comentado, esto es, que la producción industrial se desacelera y que algunos PMI están por debajo del pivote 50, particularmente en la Zona Euro, reflejando un mayor deterioro que lo esperado y mayores riesgos de recesión.

Además, menciona que la confianza de los consumidores vuelve a disminuir, particularmente en las economías emergentes que excluyen a China, y que la creación de empleo también tiende a caer, lo cual da cuenta de una desaceleración importante en estos países.

El señor Sergio Lehmann reitera lo informado hace algunos días en una minuta de la Gerencia a su cargo: China tiene un talón de Aquiles. Al respecto, comenta que a la desaceleración de los créditos y de los depósitos, se debe agregar que un porcentaje importante de los préstamos bancarios son de carácter informal —identificados en celeste en el gráfico a la izquierda de la lámina 20—, y que, por tanto, están fuera del balance. Hace notar que estos son más cuantiosos que en años anteriores, lo que refleja que la restricción crediticia está siendo canalizada a través de préstamos de carácter más bien informal. En consecuencia, advierte que esta desaceleración del crédito podría ser menos marcada que lo que las cifras oficiales indican.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por los créditos fuera de balance en China. El señor Lehmann explica que se trata de créditos que colocan los bancos por fuera a través de vehículos especiales, pero declara desconocer los detalles precisos.

El señor Luis Óscar Herrera indica que los bancos chinos crean una sociedad, la capitalizan, y esta concede préstamos a empresas o a un gobierno local.

El señor Lehmann destaca que estos préstamos informales son hoy casi tan importantes como los oficiales.

Ante la consulta del Consejero señor Rodrigo Vergara sobre el destino de esos créditos, el señor Lehmann responde que se otorgan fundamentalmente a empresas pequeñas y a tasas que no son comparables con las oficiales, quedando en una situación mucho más vulnerable. Hace notar que ello da cuenta de una fragilidad del sistema productivo chino a nivel más micro.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro es de opinión que el tema más de fondo es la fuerte reducción del financiamiento a los bancos, porque tienen tasas de captación fijas. En consecuencia, la fragilidad de la banca se canaliza a través de fondos que terminan financiando estos vehículos extras. Explica que es por esta razón que las autoridades chinas han tratado de comenzar a regular a estos mercados en las sombras, porque constituyen una fuente de corrida bancaria.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su exposición, haciendo referencia al precio de las viviendas en España, Estados Unidos, Japón y China. Al respecto, indica que la burbuja inmobiliaria china parece no ser un riesgo inminente, ya que se advierten signos de estabilización. De hecho, precisa que en una muestra de setenta ciudades, se observa que desde marzo a la fecha, el precio de las viviendas ha aumentado en un número decreciente de ellas y ha disminuido en una cantidad mayor de ciudades.

En cuanto a inflación, el señor Sergio Lehmann señala que la de Estados Unidos no solo ha aumentado, sino que lidera los registros de las economías avanzadas. No obstante, manifiesta que se observa una moderación en los niveles de inflación, acorde con una demanda interna que tiende a debilitarse y, además, con la caída del precio de los *commodities*.

En el caso de las economías emergentes, destaca que si bien Asia emergente ha sido motivo de mayor preocupación al registrar niveles de inflación más elevados que el resto, está exhibiendo una cierta reversión en el margen. Agrega que la encuesta de *Consensus Forecasts* de septiembre para las distintas regiones, que no recoge las recientes y significativas caídas de los precios de los *commodities* durante las últimas semanas, muestra a América Latina, a las economías desarrolladas y a Europa del Este con expectativas inflacionarias más bajas, mientras que a Asia emergente más estabilizada y con caídas más importantes hacia el año 2012.

En cuanto a los *commodities*, manifiesta que, con alguna reversión en lo más reciente, se observa una caída generalizada de sus precios. Hace notar que el precio del petróleo Brent y WTI disminuyó 3 y 4%, respectivamente, y que si bien el del cobre exhibe una baja de 16% respecto de la RPM anterior, llegó a superar el 20% tres días atrás.

Con respecto al mercado del cobre, subraya la salida de especuladores, que eventualmente podría acentuarse, y la caída importante de su precio.

Asimismo, exhibe la gráfica de la derecha de la lámina 26 de la presentación, en que la línea azul da cuenta de los datos efectivos del precio de ese metal y la línea roja, los proyectados que, por cierto, resultaron ser mayores que los efectivos. Agrega que la línea naranja corresponde a la evolución que tendría el precio del cobre en la tormenta perfecta, esto es, en una situación de máximo estrés en los mercados financieros y recesión en Estados Unidos, en cuyo caso el precio caería hasta un rango de US\$ 2,5 la libra, en promedio. Por último, indica que la línea verde refleja los resultados de un ejercicio realizado para determinar la trayectoria futura del precio del cobre, que consideró su precio promedio del último mes y datos de producción industrial de las principales regiones consumidoras del metal. De acuerdo con ello, debería ubicarse entre US\$3,20 y US\$3,30 recién a mediados del 2012 y a partir de entonces comenzar una ligera trayectoria de recuperación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que la caída del precio del cobre podría obedecer a las denominadas posiciones especulativas, que están asociadas a expectativas y no necesariamente a transacciones productivas.

El señor Sergio Lehmann hace referencia a una noticia reciente, que señala que los inventarios de cobre en China, principal consumidor de este metal, han aumentado de manera muy marcada. Hace la distinción que no contempla los inventarios en bolsa, sino que



BANCO CENTRAL DE CHILE

los mantenidos en bodega, lo cual reflejaría que el consumo de cobre en China estaría desacelerándose de manera importante, pudiendo dar pie a que agentes no comerciales se deshagan de sus posiciones por razones que van más allá de la volatilidad observada en los mercados financieros. Destaca, además, que hay alguna indicación respecto de menor consumo de cobre en esa economía.

El Consejero señor Rodrigo Vergara alude a una versión contradictoria conocida dos días atrás, que anticipaba un aumento del precio del cobre por una reducción en las posiciones en *warrants*.

El Consejero señor Sebastián Claro llama la atención sobre la evolución del oro, que ha registrado una caída en las últimas semanas y una reversión en los días recientes. Al respecto, menciona que ello obedecería a que los mayores costos de financiamiento y ciertos *deleveraging* han llevado a las instituciones financieras a colocar esas posiciones más que a vender los títulos de sus carteras que se encuentran muy castigados en los mercados financieros.

El señor Sergio Lehmann confirma que hay indicaciones al respecto. No obstante, plantea que es probable que ello no explique completamente el comportamiento del precio del oro, como tampoco el del cobre y de otros metales como el plomo, zinc, cuyas posiciones especulativas o *non commercial* son actores bastante menos importantes. En opinión del señor Lehmann, la lectura de la gráfica expuesta daría cuenta de la existencia de elementos más fundamentales detrás de los movimientos del precio de los metales.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que, a su juicio, la posición neta de contratos financieros de cobre —que el señor Lehmann denomina de carácter especulativo— deben tener una contrapartida física, que normalmente corresponde a los almacenes *warrants* utilizados en los contratos de futuros. En consecuencia, plantea que si la posición de compra de cobre especulativa está cayendo en términos netos, los inventarios *warrants* necesariamente tienen que reducirse. Sostiene que ello es más bien una consecuencia más que una causa. Agrega que las ventas de excedentes de cobre afectan su precio en la medida que las magnitudes sean significativas.

Al finalizar su presentación, el señor Lehmann destaca que la caída de los precios de los *commodities* es generalizada en el último año, aunque presentan alguna reversión en los últimos días.

Respecto del precio del petróleo, hace notar que la trayectoria actual es inferior a la contemplada en el IPoM, que el petróleo WTI exhibe una trayectoria más bien plana y el Brent, una caída. En su opinión, estos precios estarían buscando cierta convergencia. Agrega que también es probable que el mercado haya internalizado un posible retorno de Libia a los mercados durante el año 2012.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y, a continuación, da paso a la exposición del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

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

En primer término, señala que las turbulencias financieras externas continúan, pero que han tenido un impacto acotado en las medidas de riesgo para Chile.

En segundo lugar, expresa que la novedad para esta Reunión es el movimiento del tipo de cambio, que se depreció con fuerza desde la última RPM, pero que se ha revertido en los días recientes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En tercer lugar, destaca que la actividad de agosto sorprendió a la baja por segundo mes consecutivo, pero que la demanda interna y la creación de empleos continúan bastante dinámicos.

En materia de inflación, comenta que el registro de septiembre estuvo en línea con lo esperado. Al respecto, subraya que los precios de alimentos no perecibles, que habían estado contribuyendo a la inflación, se redujeron de manera relevante. Asimismo, indica que las expectativas de inflación de corto plazo se han movido levemente al alza, en línea con los movimientos del tipo de cambio, no así las medidas de expectativas a mediano plazo, que permanecen estables en torno al 3%.

A título de último punto destacado desde la última RPM, menciona que la curva *forward* volvió a ajustarse a la baja, producto del movimiento de las tasas nominales, y que tanto ella como las encuestas anticipan bajas de la tasa de política monetaria (TPM) en adelante. Sin embargo, informa que, para esta Reunión, la mayoría de los encuestados se inclinan por una mantención de la tasa.

El Consejero señor Rodrigo Vergara, aludiendo al primer punto destacado, considera que las turbulencias financieras externas han tenido un impacto que no se puede calificar de acotado en las medidas de riesgo para Chile, ya que los *CDS* han subido alrededor 70 puntos base. Al respecto, el señor Claudio Soto exhibe los gráficos que se contienen en la lámina 31 de la presentación y explica que ellos dan cuenta de medidas sintéticas de riesgo para el mundo, fundamentalmente de *CDS*, *VIX* y el *EMBI* Global, tanto para el episodio actual como para el año 2008, observándose que en esta oportunidad ha habido un movimiento bastante importante al alza. Agrega que para el caso de Chile, en que se incorporaron medidas de *EMBI*, *spread* de empresas y *spread* de captación-colocación, también se advierte un movimiento al alza en este episodio, pero de una magnitud bastante más acotada que el registrado en el año 2008. En consecuencia, concluye que al comparar lo que ha acontecido en el ámbito internacional y en el local, el indicador local de riesgo muestra aumentos más acotados hasta ahora.

El señor Soto prosigue con su presentación, refiriéndose a las tasas de interés. Respecto de las nominales, hace presente que volvieron a caer después de la última RPM y con bastante fuerza hasta hace un par de semanas, pero que en los últimos días se ha observado una reversión bastante importante, tanto en las tasas de los *swaps* como en las de los BCP. En cuanto a las tasas reales, informa que permanecieron sin mayor variación y que, incluso, los datos más recientes de aquellas más largas registraron un leve aumento, como es el caso de los BCU-10, que se acercaron a 2,4% luego de haber alcanzado niveles cercanos a 2,2% en la RPM pasada.

Con respecto a la bolsa local, destaca que volvió a caer de manera importante desde la última RPM, como también en otras economías de la región. Añade que casi todos los sectores registraron caídas y que estas fueron algo mayores en el caso de las acciones ligadas a precios de *commodities*.

A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico reitera que un hecho relevante desde la última Reunión, fue el movimiento del tipo de cambio en el mercado financiero local, ya que se ajustó muy fuerte al alza, pero tendió a revertirse en lo más reciente. Plantea, además, que el movimiento del tipo de cambio real se explica, en parte, por movimientos de los fundamentales. En este sentido, menciona que la apreciación del dólar ha sido bastante intensa por una caída significativa del precio del cobre y, además, porque el diferencial de tasas con Estados Unidos ha tendido a reducirse de manera importante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sin embargo, hace notar que al introducir estos fundamentales en el modelo que trata de explicar el tipo de cambio, se observa claramente que su escalada hasta un valor cercano a \$530 constituyó una sobre-reacción. Agrega que, en general, los modelos predecían una menor depreciación del tipo de cambio, esto es, valores más alineados con los observados en lo más reciente.

El señor Claudio Soto destaca que para esta Reunión se cuenta con los resultados de la Encuesta sobre Crédito Bancario correspondiente al tercer trimestre de 2011, que realiza la Gerencia de División Política Financiera. Informa que, en esta oportunidad, las condiciones de oferta de crédito aparecen más deterioradas que en la encuesta anterior, fundamentalmente en el caso de los créditos para hipotecas, pymes y créditos comerciales. Por el contrario, resalta que los bancos aún perciben que la demanda por créditos continúa dinámica.

Hace presente, además, que el crédito a empresas también continúa bastante dinámico, no así las colocaciones para comercio exterior, que registran un cierto estancamiento e, incluso, una caída según el dato en el margen, que es de carácter preliminar.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que si bien la tasa de crecimiento de las colocaciones comerciales es positiva, es menor que las observadas en los meses previos. Al respecto, el señor Claudio Soto precisa que la velocidad ha retrocedido levemente, pero que aún es relativamente elevada si se la compara con la registrada durante el año 2010 y hasta comienzos del presente año.

El señor Soto prosigue con su presentación, señalando que las colocaciones a personas continúan bastante dinámicas y que su velocidad se mantiene elevada desde hace varios meses. En cuanto a las colocaciones para la vivienda, indica que su velocidad se ha moderado de manera paulatina.

En materia de actividad, plantea que el IMACEC sorprendió a la baja al anotar una variación de 4,6% en doce meses. Subraya, además, que la variación mensual fue de 0%, lo que sumado al registro negativo del mes anterior, da cuenta de que la actividad está estancada desde hace un par de meses.

El señor Soto explica que hay algunos elementos puntuales que pueden justificar este bajo dinamismo en la actividad —que, se supone, son de carácter transitorio—, como son el paro en la minería; ciertos problemas técnicos que están afectando a algunas plantas de celulosa, impidiéndoles operar; y, además, el paro de la educación, que está generando un impacto en la medición del IMACEC. Sobre el particular, señala que Cuentas Nacionales ha estimado ese efecto en una décima menos en servicios públicos, a partir del supuesto de asistencia a clases. Luego, como no hay asistencia a clases, se ha imputado una menor actividad en esa parte del IMACEC.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto agrega que educación tiene una incidencia de 5% en el IMACEC, mientras que los servicios públicos una algo mayor que 10%.

A continuación, el señor Claudio Soto menciona que los indicadores de consumo muestran una atenuación en su ritmo expansión. A título ejemplar, comenta que las importaciones de bienes de consumo habían estado sorprendiendo al alza, pero que ahora exhiben una cierta atenuación en su ritmo de expansión, llevando, además, a revisar las proyecciones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que en el caso de la inversión, la evidencia es algo mixta, ya que las importaciones de maquinarias y equipos continúan con mucho dinamismo, mientras que la construcción y obras registran cierto estancamiento. Al respecto, precisa que si bien los permisos de construcción y el empleo del sector continúan con bastante vigor, las ventas de materiales y los despachos de cemento se han estancado.

El Presidente señor José De Gregorio indica que comentarios recientes apuntan a una lentitud en la construcción de viviendas.

El señor Claudio Soto responde que hay un debate entre la Cámara de la Construcción y el Ministerio de Vivienda respecto de los subsidios y su ejecución.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que los datos de subsidio que utiliza el Ministerio de Vivienda no son los más adecuados para medir la actividad del sector construcción, porque incluyen los arreglos de viviendas, y especifica que los datos de la Cámara de la Construcción darían cuenta que la actividad de este sector está muy lenta.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si los subsidios se computan al tiempo de su asignación o cuando se aplican efectivamente a una vivienda.

El señor Claudio Soto señala que existen estadísticas de subsidios asignados que dan cuenta de una alta asignación; no obstante, enfatiza que desde ese momento hasta la materialización de las obras, pueden transcurrir muchos meses.

Explica, además, que los datos de permisos de edificación corresponden a una suerte de promedio móvil que construye el Instituto Nacional de Estadísticas y que, al respecto, debe considerarse que estos permisos se otorgan y no necesariamente se ejecutan, por lo que es un indicador más débil de actividad. Hace presente que el dato que captaría la actividad del sector construcción es el de ventas reales, que sí muestra ciertas atenuaciones en el margen.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda consulta por la velocidad de ventas del sector, a lo cual el señor Claudio Soto responde que han estado creciendo, pero que no alcanzan aún los niveles observados antes de la crisis.

En cuanto al empleo, el señor Claudio Soto destaca el alto dinamismo que se observa, especialmente en la parte asalariada. Hace presente que al excluir el componente agro, que por razones de estacionalidad es más débil en esta época del año, se advierte aún bastante creación de empleo asalariado, que se extendería hacia los meses venideros, justamente por la incorporación del empleo agrícola en la medición correspondiente. Finalmente, y con respecto a los salarios reales, subraya que siguen creciendo a tasas relativamente elevadas.

En relación con los datos de comercio, plantea que muestran cierta atenuación en el margen, principalmente por el menor dinamismo que exhibe el comercio mayorista. Informa que el comercio minorista también muestra cierta atenuación en relación con los elevados ritmos de crecimiento observados a comienzos de año y a fines del anterior.

En el caso de la industria, destaca que el sector figura bastante débil. Al respecto, menciona que una parte del sector industrial se encuentra afectada directamente por la menor actividad mundial, como es el caso de los sectores más ligados a las exportaciones, y que el sector ligado a la inversión, específicamente el enfocado a la construcción y obras, que había registrado bastante dinamismo a comienzos de año, aparece más estancado en los últimos datos.

El señor Claudio Soto, respondiendo a una pregunta del Consejero señor Sebastián Claro, manifiesta que la producción metalúrgica, en general, se ha estancado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sobre el particular, el señor Soto añade que en el último dato de industria, sorprendió a la baja el de producción de muebles, que registró una caída de alrededor de 16%, probablemente porque están aumentando los *stocks*. De todas maneras, hace notar que al revisar los datos del IMCE, se advierte una percepción de demanda del sector algo más débil, como también un aumento de la percepción de inventarios no deseado, haciendo prever que este sector continuará con cierta debilidad en los próximos meses.

Con todo, subraya que si bien las expectativas empresariales han retrocedido, continúan en terreno optimista. De hecho, precisa que el indicador está en niveles de 57, es decir, bastante optimista si se considera que el pivote es 50, mientras que las expectativas de los consumidores se mantienen bastante estancadas. Hace notar que el dato desestacionalizado tuvo un salto, pero que al desestacionalizar la serie se observa que el dato permanece en terreno pesimista, fundamentalmente por la percepción de los consumidores acerca de la situación externa.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que la construcción ha mejorado mucho. El señor Claudio Soto señala que mejoró, sobre todo a comienzos de año, pero luego volvió a estancarse. Agrega que el sector comercio ha caído con fuerza, probablemente a raíz de los paros y huelgas de los meses recientes.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que con ocasión de la última RPM se comentó que la percepción respecto de los inventarios de la industria y del comercio estaba subiendo. El señor Claudio Soto indica que el planteamiento del Consejero señor Claro no solo es correcto, sino que además, forma parte del diagnóstico.

El Consejero señor Sebastián Claro añade que, quizás, los inventarios del comercio dan cuenta de órdenes de importaciones que tienen cierto rezago y ventas *spot* más lentas. Declara que si bien tiene una percepción en tal sentido, estima que los datos no lo muestran con tanta claridad. El señor Claudio Soto confirma que los datos no lo muestran con tanta claridad. De hecho, señala que aquellos sobre ventas del comercio minorista, tanto del INE como los del Servicio de Impuestos Internos, dan cuenta de un vigor algo menor.

Finalmente, el señor Soto hace presente que las importaciones de bienes de consumo muestran cierta atenuación en el margen.

A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que los antecedentes disponibles han llevado a corregir a la baja la proyección de actividad hasta 6,3%, fundamentalmente por los dos datos de IMACEC correspondientes al tercer trimestre del presente año. Explica que ello obedece a componentes transitorios que han afectado a la industria, como los referidos a los paros en la minería y problemas técnicos en la industria de la celulosa ya mencionados, así como también a un efecto más persistente en el tiempo, lo cual ha llevado a corregir a la baja el cuarto trimestre, pero de manera menos intensa que el tercero.

El señor Claudio Soto destaca que la demanda, a diferencia de la actividad, se ha corregido al alza, fundamentalmente por el dato de importaciones observado en el tercer trimestre, que tiene un correlato en acumulación de existencias que se corrige al alza. Añade que el consumo, especialmente de bienes durables, así como la inversión, particularmente en maquinarias y equipos, se ha visto con bastante vigor.

De todas maneras, hace notar que se ha supuesto una desaceleración en el cuarto trimestre, tal como se observa en los gráficos que se contienen en la lámina 50 de la presentación. A título ejemplar, indica que la velocidad del PIB debería registrar un rebote hacia el cuarto trimestre, dado que la parte transitoria ya comentada está afectando la velocidad del tercer trimestre.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que en el caso de la demanda, se observa una desaceleración que estaría dada, fundamentalmente, por la desacumulación de inventarios en adelante, así como también por una cierta desaceleración en los otros componentes de la demanda, especialmente la inversión, que, al menos en lo que se refiere a construcción, se advierte más débil.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a un anuncio sobre racionamiento eléctrico para las grandes empresas, que constituiría un *shock* de oferta. Al respecto, consulta por mayores antecedentes, así como por el impacto que tal medida pudiera tener.

El señor Claudio Soto responde que solo se dispone de antecedentes sobre los embalses, que se encontrarían en niveles mínimos históricos. En todo caso, manifiesta que el referido mínimo histórico es bastante mayor que el registrado en el año 1998, cuando hubo un racionamiento significativo de energía; y que el peso de la energía hidráulica en la matriz energética es hoy día bastante menor que el que tuvo entonces. Por lo tanto, las perspectivas son que no debería haber mayores efectos en términos de racionamiento, pero sí en las tarifas, en la medida que los costos marginales aumenten.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si detrás de la corrección a la baja del PIB para el tercer y cuarto trimestre de este año, existe una lectura más generalizada que los efectos puntuales en minería e industria de la celulosa ya comentados.

El señor Claudio Soto responde que hay dos componentes, uno transitorio y otro de carácter más persistente. Precisa que ambos están afectando el tercer trimestre, mientras que solo el componente persistente está incidiendo en el cuarto. En segundo lugar, comenta que si bien en el tercer trimestre hay elementos puntuales que inciden en algunos sectores, ellos impactan a otros sectores, dado los ordenamientos que hay en la matriz productiva. A modo de ejemplo, menciona que el sector transporte se ve directamente afectado por minería y que la parte de servicios se vincula, de alguna manera, con el comercio. Indica que a ello se suma también una desaceleración marginal, que puede llegar a ser más persistente.

Por último, destaca que la proyección interna para el presente año y el próximo constituye la primera corrección a la baja desde el año 2009 y que es coherente, además, con lo que refleja la Encuesta de Expectativas Económicas.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, refiriéndose a la inflación. Al respecto, señala que el dato de IPC de septiembre fue de 0,5%, en línea con lo proyectado internamente y con lo anticipado por el mercado. Agrega que en términos de la composición del IPC, destaca la menor contribución de los alimentos X1, que anteriormente habían tenido una incidencia relevante en el IPC. De hecho, precisa que aquellos que suben de precio caen en porcentaje, mientras que los que presentan reducciones aumentan de manera importante, lo que es bastante coherente con lo observado en los precios internacionales de alimentos y de granos y cereales. Resalta que lo anterior indicaría eventuales menores presiones inflacionarias en adelante de parte de este componente subyacente.

El señor Claudio Soto plantea que las sorpresas negativas provenientes de la parte de alimentos se compensaron con las sorpresas en los alimentos perecibles, específicamente frutas y verduras, así como con la trayectoria de los combustibles durante el mes, influida, a su vez, por la depreciación del peso. Hace presente que la parte combustible tiene un impacto transitorio en la proyección del IPC, mientras que la de perecibles tendría un efecto más persistente, dado que los niveles de precios están más altos. Agrega que se ha supuesto que los perfiles de precios se mantendrán, pero con niveles más altos; por lo tanto, habría una mayor incidencia en la parte de perecibles en adelante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la nueva proyección que expondrá a continuación, hace el alcance que supone un tipo de cambio de \$520, que es el supuesto metodológico utilizado habitualmente, y que corresponde al promedio de los diez días anteriores al momento del cierre de las proyecciones. Destaca que, en esta oportunidad, este valor está claramente desfasado con el tipo de cambio *spot*, por lo que tiende a sesgar la proyección e incide principalmente en la variación de un mes.

Con ello, entonces, indica que el perfil de la nueva proyección, comparada con lo proyectado en la RPM pasada, muestra algo más de inflación en los próximos dos meses, pero hacia comienzos del próximo año vuelve a tener las tasas de variación anticipadas en la Reunión anterior, lo que confirmaría que el impacto del mayor precio de los combustibles por tipo de cambio sería más bien transitorio. Añade que hay una corrección a la baja en los componentes Resto, que se explica por menores presiones inflacionarias derivadas fundamentalmente de la parte X1 de alimentos.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a la proyección de inflación de corto plazo de la RPM anterior y la actual, y pregunta si la caída tan brusca que exhibe esta última estaba contemplada en la proyección original.

El señor Claudio Soto responde que los perfiles son más bien similares. Explica que hay un tema base en el mes de marzo por los reajustes de los aranceles y de la educación en general y que, además, se está suponiendo que habrá reajuste de aranceles en diciembre y en marzo. Hace presente que si bien es probable que, por diversos motivos, los reajustes sean menores este año, lo que produciría un efecto base que va a detener la inflación en marzo, de todas maneras, esta trayectoria de inflación está por debajo de la contemplada en el último IPoM. Agrega que si se corrieran los modelos, probablemente se observarían IPC por debajo del 3% por algunos meses, que convergerían al 3% desde abajo hacia fines del año 2012.

El señor Claudio Soto hace presente, además, que las expectativas de inflación del mercado también se ajustaron al alza durante el mes, ya que incorporaron un traspaso acotado del alza en el tipo de cambio a precios.

A continuación, el señor Soto presenta las proyecciones de inflación a diciembre de este año. Al respecto, indica que un día puntual estuvieron en 3,5%, pero que, en general, estuvieron en 3,4%, mientras que ahora, con la caída reciente del tipo de cambio, se han ajustado a la baja. De acuerdo con ello, entonces, reitera que el mercado recogió que podría haber un impacto transitorio y acotado de la depreciación en las medidas de inflación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta que el Banco proyecta una inflación de 0,4% en octubre, mientras que el mercado estima que será menor. El señor Claudio Soto informa que la Encuesta de Expectativas Económicas anticipa un IPC de 0,3% en dicho mes y de entre 3,3 y 3,4% para el presente año, *versus* el 3,5% proyectado internamente.

Asimismo, manifiesta que si bien se han observado algunas reducciones en los precios de combustibles en las semanas recientes, han sido bastante menos significativas que las alzas registradas a fines del mes pasado. Sostiene que esas alzas afectarán el promedio del mes y, por lo tanto, debiesen tener una incidencia importante en el IPC.

Con todo, destaca que las expectativas hacia mediano plazo se mantienen bastante alineadas con la meta. Sobre el particular, precisa que las expectativas a dos años, tanto de la Encuesta de Expectativas Económicas como de la Encuesta a los Operadores Financieros, se mantienen en 3%, mientras que la compensación inflacionaria 1 en 1 estuvo por debajo de 3%, pero ha tendido a acercarse a la meta en los últimos datos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Claudio Soto hace presente, además, que dado que las tasas en Unidades de Fomento han estado más bien planas o subiendo levemente, mientras que las tasas de los bonos nominales cayeron durante el mes, las expectativas de inflación hacia horizontes más largos han tendido a mostrar aumentos en los datos más recientes. Agrega que la compensación inflacionaria 5 en 5, que registra un aumento mayor, se ha mantenido por sobre 3%, ya que está incorporando una suerte de premios.

Respecto de la trayectoria de la política monetaria, subraya que la curva *forward* vuelve a corregirse a la baja y que las encuestas también indican reducciones de tasas, pero la de Expectativas Económicas con bastante dispersión.

Al finalizar su presentación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto informa que, para esta Reunión, el mercado espera una mantención de la tasa de política monetaria, mientras que para el próximo mes, una fracción importante de los consultados en la Encuesta de Expectativas Económicas también estima que no variará y otra fracción relevante, que podría acordarse una reducción.

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

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que el tipo de cambio destaca entre todos los indicadores que dan cuenta del impacto de la situación externa en la economía nacional. Al respecto, señala que su volatilidad ha sido muy notoria desde la última Reunión, en especial su apreciación en los últimos días.

Agrega que también le llama mucho la atención la evolución de las tasas largas —los BCP y BCU—, porque han registrado una caída muy significativa y no se han revertido mayormente. En su opinión, ello obedecería a que los inversionistas han buscado refugio en estos papeles. Al respecto, consulta si se han actualizado los modelos que habitualmente se estiman para evaluar los determinantes de los movimientos de las tasas de interés de largo plazo y cuáles son sus resultados.

En cuanto a los resultados posibles, manifiesta que no le extrañaría que mostraran que el nivel actual de las referidas tasas es menor que lo que podría estimarse sobre la base de los modelos, lo que se podría explicar por cierta sobre-reacción de las tasas o una aversión al riesgo. Agrega que de no ser así, es decir, que los movimientos de las tasas fueran completamente explicados por los modelos, podría entenderse que el escenario macroeconómico implícito en esas tasas es mucho más débil que el considerado en el último IPoM. Finalmente, señala que, a su juicio, es muy notable que la caída de tasas observada no sea tan lejana de la registrada en el año 2008 y que ellas permanezcan en niveles tan bajos por varias semanas.

Con respecto al tema de los modelos, el señor Claudio Soto indica que los modelos vinculan las tasas internas con las tasas externas. Agrega que como estas últimas se encuentran en niveles muy bajos y han tenido caídas menores que las tasas locales, los modelos presentan residuos negativos importantes. Es posible, prosigue, que la mayor aversión al riesgo explique la caída de las tasas, pero que esa es una variable que por ahora no está incorporada en los modelos y que se está trabajando en incorporarla.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera informa que un elemento recogido durante la visita efectuada a los bancos de inversión en Nueva York fue que este movimiento a la baja de las tasas de interés chilenas habría respondido a una suerte de protección frente al deterioro del ciclo global. Destaca que para los mercados, Chile se percibía como una oportunidad atractiva, porque la economía tenía una mayor sensibilidad al ciclo global y porque las tasas de interés se habían acercado más a los niveles normales. En



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asia y en algunas otras economías de América Latina, en cambio, ellas se percibían todavía algo por debajo de su nivel normal.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que le merece duda el supuesto de que la desaceleración de la demanda agregada prevista hacia fines de año solo obedecerá a un ajuste de los inventarios. Manifiesta que frente a la gran incertidumbre del último tiempo, era natural prever de los agentes económicos moderarían su gasto y con ello lo haría la actividad. Agrega que de ser cierta esta hipótesis, no le extrañaría que fuera una causal para la caída de las tasas largas.

Al no haber consultas o comentarios adicionales, el Presidente señor José De Gregorio suspende la presente Reunión hasta las 16 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 177, incorporándose a ella el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

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

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

En relación con la economía internacional, indica que se mantienen las tensiones financieras de la Zona Euro; que se observan condiciones crediticias más restrictivas en los mercados externos; que el dólar se ha apreciado y que las tasas de interés de bonos refugio se han mantenido bajas.

Hace presente, además, que los indicadores de actividad y confianza no solo han empeorado en la Zona Euro y se han mantenido deprimidos en Estados Unidos, sino que han continuado los recortes de las proyecciones de crecimiento para las economías avanzadas y se han agregado recortes para las emergentes.

En cuanto a los precios de las materias primas, informa que muestran una disminución significativa, y que en el caso del cobre se ubica bajo los valores proyectados en el IPoM de septiembre.

Destaca, asimismo, que los bancos centrales de Estados Unidos, Inglaterra y de la Zona Euro han anunciado medidas adicionales para promover una mayor expansividad monetaria, que algunos entes rectores pertenecientes a economías emergentes han recortado su tasa objetivo y que la mayoría la ha mantenido en pausa.

Por último, menciona que durante la última semana se ha observado cierta mejora en el clima financiero global tras algunos anuncios y declaraciones en Europa y cifras algo mejor de lo esperado en Estados Unidos.

En cuanto a Chile, el señor Gerente de División Estudios señala que el crecimiento de la actividad económica se ha moderado en forma algo más acentuada que lo anticipado en el último IPoM y que lo contrario ocurre con la demanda interna. Añade que las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas.

Manifiesta, además, que en septiembre, la inflación estuvo en línea con lo esperado; que la inflación subyacente fue menor que lo anticipado por la incidencia de alimentos; y que las expectativas inflacionarias para los próximos 24 meses se han estabilizado en torno a 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informa, también, que tras la caída del cobre, el peso y el tipo de cambio real se depreciaron significativamente, pero destaca que esa situación se ha revertido parcialmente en la última semana.

Indica, además, que las tasas de los bonos de largo plazo se han mantenido en los menores niveles alcanzados en septiembre; que los premios de financiamiento interno y externo han experimentado alzas; y que los bancos han informado condiciones de crédito algo menos expansivas o más restrictivas en el mercado nacional.

Finalmente, menciona que las encuestas de mercado indican una expectativa mayoritaria de mantención de la TPM en esta Reunión y recortes más adelante, aunque con una alta dispersión.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes para esta Reunión la mantención de la TPM en 5,25%, comunicando un balance de riesgos más negativo para la economía mundial y la economía chilena; o el recorte de la TPM en 25 puntos base, a 5,00%, junto con la introducción de un sesgo negativo para su trayectoria futura. Hace presente que, en esta oportunidad, la recomendación es por la primera opción, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, señala que el escenario base delineado en el IPoM de septiembre anticipaba que la pérdida de dinamismo internacional, tarde o temprano, contribuirá a moderar el crecimiento de la economía chilena y las presiones inflacionarias, permitiendo una trayectoria para la TPM bajo lo estimado en el IPoM de junio. Asimismo, recuerda que en dicho Informe se consideró como escenario alternativo la posibilidad de un deterioro mayor del crecimiento en las economías avanzadas y la intensificación de las tensiones financieras, lo que llevó a sesgar a la baja el balance de riesgos para el crecimiento mundial y de la economía chilena.

En segundo lugar, informa que los antecedentes más recientes confirman que Estados Unidos y Europa crecen con lentitud y que esta situación probablemente persistirá durante lo que resta de 2011 y 2012; que continúa la incertidumbre respecto de cómo se resolverán los problemas de la deuda soberana y los bancos en la Eurozona; y que las condiciones financieras internacionales se han tornado más restrictivas, observándose una pérdida de confianza en consumidores y empresas en las economías afectadas.

El señor Herrera destaca que esta situación ha comenzado a afectar a otras regiones y mercados relevantes para la economía chilena. Al respecto, especifica que, durante el último mes, las proyecciones de crecimiento para las economías emergentes han sufrido recortes, que sus premios de financiamiento externo han aumentado y que se han observado salidas netas de capitales desde estos mercados, junto con correcciones en la valoración de activos y monedas de estas economías. Agrega que los precios de materias primas han mostrado un ajuste significativo, particularmente los metales y el cobre, y que en el caso de China, las encuestas empresariales muestran una moderación de las expectativas de crecimiento en el último trimestre y han surgido otras preocupaciones respecto de la situación financiera de bancos y gobiernos locales.

El señor Luis Óscar Herrera indica que a la luz de estos desarrollos, la Gerencia de División Estudios estima que la probabilidad de escenarios externos más adversos ha aumentado respecto de lo contemplado en el IPoM, y que la continuación y/o profundización de las tendencias recientes podría afectar negativamente las proyecciones de crecimiento e inflación para la economía chilena.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Sin embargo, expresa que, a estas alturas, no se puede descartar un escenario más benigno y similar al escenario base del IPoM, en que las economías de la Eurozona logren implementar en el curso de las próximas semanas un conjunto de medidas fiscales y financieras que permitan revertir paulatinamente el deteriorado clima financiero y de negocios. Hace notar que la respuesta de los mercados financieros a los anuncios de la última semana refleja que este escenario aún es relevante.

Enfatiza, además, que, hasta ahora, la evidencia acerca del impacto del deterioro externo en el crecimiento de la economía chilena es tenue, y que sus efectos se confunden con el impulso previo que traía la economía nacional.

En efecto, comenta que los antecedentes recientes reflejan que el consumo, la inversión, el crédito y las contrataciones se mantienen dinámicos, aunque en una trayectoria de moderación; que, en lo más reciente, algunos indicadores financieros y evidencia casuística señalan que las condiciones crediticias internas se han tornado algo más cautelosas o menos expansivas; y que en el caso de la industria se observa una desaceleración más marcada en meses recientes, a lo que se suman problemas transitorios que han afectado negativamente el desempeño de la minería, el comercio y otros servicios públicos. Por otra parte, subraya que las condiciones en el mercado laboral y las holguras de capacidad se mantienen estrechas como consecuencia del crecimiento acumulado en trimestres pasados.

El Gerente de División Estudios explica que sobre la base de estos antecedentes, las proyecciones internas para el crecimiento de la economía chilena se han ajustado marginalmente a la baja para los próximos dos trimestres, mientras que las proyecciones de demanda interna se han ajustado al alza. A su vez, informa que las proyecciones de consenso muestran una reducción de 2 décimas tanto para el crecimiento del PIB de 2011 como 2012, situándose en 6,3 y 4,5%, respectivamente. Sin embargo, advierte que ante la consolidación de un escenario externo más adverso, estas proyecciones probablemente continuarán revisándose a la baja.

En relación con la inflación, resalta que las cifras recientes han estado en línea con las proyecciones del IPoM de septiembre, aunque con diferencias en su composición; que las tasas de inflación subyacente continúan evolucionando en forma acotada; que las expectativas privadas se mantienen estables en torno a la meta de 3% anual; y que si bien las proyecciones internas de corto plazo se han corregido levemente al alza para los próximos meses por la influencia del tipo de cambio, en meses posteriores convergen a las proyecciones previas.

Plantea que al igual que para el crecimiento, la consolidación de un escenario externo más adverso afectaría la evolución de la inflación. Al respecto, plantea que, en el plazo relevante para la política monetaria, predominan los efectos negativos de un menor crecimiento económico, la evolución de las holguras en distintos mercados y la incidencia de menores precios internacionales de materias primas.

Con relación a la política monetaria, manifiesta que ha reaccionado al escenario externo, tomando en cuenta que la TPM ha evolucionado por debajo de la trayectoria estimada a mediados de año y que el Consejo retiró el sesgo alcista en agosto último. Hace notar que esta situación, junto a la disminución de las tasas externas, ha llevado a una disminución significativa de las tasas de largo plazo en la economía chilena, permitiendo condiciones más expansivas. Asimismo, destaca que en caso de consolidarse un escenario externo más adverso, la política monetaria cuenta con flexibilidad y espacio para responder con rapidez.

Con respecto a las opciones planteadas para esta Reunión, sostiene que cada una de ellas involucra ventajas y riesgos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que la opción de recortar la tasa en 25 puntos base en esta Reunión e incorporar un sesgo negativo a su trayectoria futura tendría como ventaja comenzar a actuar en forma preventiva ante el deterioro del escenario externo, anticipándose a sus probables efectos sobre el crecimiento y la inflación en Chile, tomando en cuenta los rezagos con que opera la política monetaria. Sin embargo, explica que el riesgo es que esta decisión constituiría una sorpresa respecto de la expectativa de mercado para esta Reunión, lo que podría transmitir una visión más negativa respecto del escenario internacional, generando un efecto contrario al deseado sobre la confianza de consumidores y empresas en Chile.

Asimismo, reitera que tampoco se puede descartar un escenario externo algo más benigno, si las autoridades de la Eurozona logran adoptar un conjunto efectivo de medidas que mejoren el clima de negocios y la confianza financiera, al menos en el corto plazo.

Finalmente, expresa que también existe incertidumbre respecto del impacto del escenario externo sobre la economía chilena. En su opinión, es difícil precisar la oportunidad e intensidad en que ocurrirán estos efectos, ya que hasta el momento la evidencia es débil y no se puede descartar que tarden en observarse, porque se confunden con el positivo impulso e inercia que traía previamente la economía chilena.

Por su parte, señala que la opción de mantener la tasa en esta Reunión, comunicando 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 que se observen sus efectos en la economía chilena.

El señor Herrera indica que el riesgo de mantener la tasa es retrasar un relajamiento de las condiciones monetarias que ayude a amortiguar los efectos del escenario externo sobre el crecimiento y la inflación en Chile. Sin embargo, explica que este riesgo es atenuado en las circunstancias actuales, porque las tasas de largo plazo ya han experimentado una reducción significativa, en coherencia con la evolución de las tasas internacionales; 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, menciona que este riesgo se puede compensar con movimientos posteriores más intensos de la TPM, que lleven rápidamente la política monetaria a una posición más expansiva.

El Gerente de División Estudios manifiesta que este conjunto de antecedentes llevan a proponer mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, pero señalando que los riesgos negativos para el escenario externo se han intensificado respecto del IPoM de septiembre y que la mantención o profundización de las tendencias recientes en la economía internacional podrían llevar a revisar estas proyecciones, así como la orientación de la política monetaria.

Finalmente, plantea que no se puede descartar un escenario en que se produzca un deterioro más abrupto y marcado de las condiciones financieras internacionales en las próximas semanas. A su juicio, esta situación también podría llevar a una revisión de la política monetaria, así como a la adopción de medidas complementarias para contribuir al normal funcionamiento de los mercados financieros nacionales.

Con respecto a las consideraciones tácticas, indica que la opción recomendada en esta oportunidad, esto es, mantener la TPM en 5,25%, coincide con la expectativa mayoritaria en el mercado. Al respecto, hace presente que, en horizontes más largos, las encuestas y las tasas de mercado señalan una trayectoria para la política monetaria algo por debajo de la actual TPM. Destaca, además, que esta perspectiva es coherente con la mayor relevancia de los riesgos externos y sus consecuencias sobre la economía chilena.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El señor Felipe Larraín inicia su intervención, señalando que el escenario económico continúa incierto y con importantes riesgos; que a nivel interno se confirma la desaceleración de la actividad y que en el frente externo destaca el empeoramiento del escenario económico de Europa.

En efecto, el Ministro especifica que las tensiones financieras en Europa no se han atenuado, lo que se refleja en el riesgo país medido por los CDS a 5 años, que ha mostrado incrementos en varias economías desde la última Reunión. En este sentido, hace notar que el elevado riesgo de *default* de Grecia ha generado contagios sobre otras economías debido a la alta interconexión interregional de los sistemas financieros, como es el caso de Italia, cuyos CDS a 5 años se ubican en niveles de 436 puntos base, superior en 197 puntos base a sus niveles de comienzos de año, así como también de Francia, cuyo mismo indicador alcanzó su *peak* histórico durante el último mes.

Subraya, además, que los datos sectoriales muestran que la Zona Euro se está contrayendo. Al respecto, precisa que las ventas minoristas de agosto cayeron un 0,3%, de acuerdo con la medida mensual y desestacionalizada; que en Alemania, la producción industrial en agosto cayó un 1% mensual y desestacionalizada; y que el PMI manufacturero de septiembre cayó a 48,5 desde los 49 de agosto, ubicándose en zona de contracción, donde España se debilita con fuerza, alcanzando su PMI a 43,7 en septiembre.

En este contexto, indica que el Banco Central Europeo decidió aplicar medidas no convencionales para aumentar la liquidez, aunque mantuvo estable la tasa de política monetaria en su última reunión. De esta forma, explica que para garantizar la liquidez en el sistema financiero, se anunciaron dos operaciones con vencimiento a un año para prestar dinero a los bancos comerciales, a realizarse en octubre y diciembre de este año, y, además, el BCE garantizará liquidez ilimitada a los bancos comerciales mediante subastas mensuales hasta junio de 2012. Finalmente, comenta que el BCE pondrá en marcha de nuevo el programa de compra de deuda bancaria por 40.000 millones de euros a partir del mes de noviembre.

En cuanto a la economía de Estados Unidos, el señor Felipe Larraín subraya que sigue mostrando signos de debilidad, aunque por el momento los temores de recesión han disminuido. Sobre el particular, menciona que en septiembre dicho país creó 103.000 empleos respecto a agosto, cifra superior a los 73.000 esperados por el mercado, y que la cifra de agosto se corrigió al alza desde 0 a 57.000. Por su parte, informa que el PMI manufacturero de septiembre subió a 51,6 desde 50,6 en agosto, manteniéndose sobre el umbral de 50. Así, reitera que aunque las cifras permanecen débiles, aún no revelan una economía entrando a una recesión.

Con respecto a China, manifiesta que la cifra de inflación de agosto en doce meses se ubicó en 6,2%, levemente inferior al 6,5% del mes anterior, y que, por el momento, se ha alejado el riesgo de nuevas alzas en la tasa rectora, aunque la autoridad monetaria ha declarado que estabilizar los precios sigue siendo su primera prioridad política.

En consecuencia, el señor Ministro concluye que se enfrenta un escenario en que se han intensificado las turbulencias en la economía internacional, donde el elemento de mayor riesgo es la Zona Euro y, en menor medida, Estados Unidos y una posible mayor desaceleración en China.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otro lado, y con respecto al escenario interno, el señor Ministro señala que la actividad económica exhibe un proceso de desaceleración, tal como se anticipaba hace varios meses. En efecto, precisa que el IMACEC de agosto no solo creció 4,6%, tras un crecimiento en julio de 4%, lo que contrasta, además, con la tasa de 8,4% del primer semestre, sino que se espera que la moderación del crecimiento continúe. Hace presente que así lo muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de octubre, que arroja una tasa de crecimiento del IMACEC en septiembre de 4,8% esperado, así como los datos de ventas del comercio minorista de agosto, que mostraron una tasa de crecimiento de 9,1%, desacelerándose respecto del 9,6% de julio. Por su parte, agrega que las importaciones de bienes de consumo se desaceleraron desde un ritmo anual de 27,1% en el segundo trimestre a 20,3% en el tercero. En su opinión, esto revela signos de moderación en el consumo, en línea con el menor dinamismo observado y esperado para el resto del segundo semestre. Advierte que es posible que este patrón se acentúe, en la medida que las noticias de desaceleración internacional y una potencial crisis económica internacional deterioren las expectativas, lo que, a su vez, desacelerará la inversión y el consumo doméstico de bienes durables.

El señor Felipe Larraín plantea que lo anterior se ha traducido en que las presiones inflacionarias siguen bajo control y con expectativas de inflación en torno al centro del rango meta del Banco Central. Al respecto, comenta que en septiembre, se registró una cifra de inflación de 0,5% mensual y de 3,3% en doce meses, lo que implica un leve aumento desde la cifra de 3,2% de agosto, en tanto que el IPCX registró un aumento mensual de 0,3%, al igual que el IPCX1, con lo que las mediciones en doce meses de estos indicadores se ubican en 2,1 y 1,5%, respectivamente.

Por su parte, menciona que las expectativas de inflación para 2011 se mantienen contenidas. Sobre el particular, comenta que de acuerdo a la encuesta de expectativas de inflación de octubre, la inflación esperada para 2011 se ubica en 3,4%, levemente superior al 3,3% de la encuesta de septiembre, aunque inferior al 3,6% de la de agosto. Añade que para el año 2012, las expectativas se mantienen en 3,0%, al igual que el mes previo.

De igual forma, manifiesta que las expectativas de inflación medidas a través de compensaciones inflacionarias muestran, incluso, valores inferiores a la meta de la autoridad monetaria. En efecto, precisa que las tasas de mercado de los BCP y BCU a dos años arrojan en la actualidad un valor de 2,69%, cifra similar a la observada en promedio en septiembre y bastante menor a los niveles de 4,6% de comienzos de marzo.

A continuación, el señor Felipe Larraín destaca, que el 30 de septiembre pasado, el Ministerio de Hacienda presentó el Proyecto de Ley de Presupuesto que, en línea con las expectativas y, reafirmando su compromiso de manejo fiscal responsable, propone un aumento del gasto público de 5% real para el año próximo y mantiene, además, la proyección de crecimiento del gasto público para este año en 4,6%. De esta forma, reitera el compromiso de esa cartera de converger a un déficit estructural de 1% en el año 2014 y de moderar, en forma significativa, las tasas de crecimiento del gasto público.

Al finalizar su intervención, expresa que a juicio del Ministerio de Hacienda, la tasa rectora debiera mantenerse en el nivel actual, para validar las expectativas de mercado. Sin embargo, estima conveniente que el Comunicado refleje los mayores riesgos que está enfrentando la economía internacional y, por lo tanto, la economía chilena, de forma de dar señales de que la Autoridad está disponible para actuar decididamente en caso de ser necesario. Manifiesta que en opinión de esa Secretaría de Estado, ello debería reflejarse en un cambio de sesgo del Comunicado.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En primer término, plantea que las noticias del exterior no han sido buenas, más allá de la mayor tranquilidad relativa de los últimos días producto de acuerdos preliminares en la Zona Euro. Al respecto, señala que se mantienen las tensiones financieras en Europa, que los indicadores de actividad han empeorado en el mundo desarrollado en general y que ha caído el precio de las materias primas, entre otros. Advierte que surgen también algunas dudas sobre el dinamismo de China, lo que, a su juicio, es más preocupante para Chile.

En segundo lugar, indica que en Chile, los últimos datos apuntan a una desaceleración de la actividad más allá de lo previsto. De hecho, precisa que en julio y agosto, la serie desestacionalizada del IMACEC mostró un estancamiento. En su opinión, si bien aún es temprano para sostener que es un fenómeno de carácter más permanente, entre otras cosas porque ha estado influido por eventos puntuales en el sector minero, dicho estancamiento llama la atención, ya que no se daba desde hace meses. Agrega que las proyecciones privadas de crecimiento se han ajustado a la baja, mientras que las de inflación se mantienen en torno a 3%. Al respecto, comenta que los datos recientes de inflación subyacente muestran un incremento muy acotado y que, en particular, la variación en doce meses del IPCX1 sigue muy baja, incluso por debajo de la parte inferior del rango de tolerancia del Banco Central.

Hace notar que en contraposición a lo anterior, la demanda interna se ha desacelerado menos que lo previsto y el mercado laboral sigue dinámico.

El Consejero señor Rodrigo Vergara sostiene que es difícil pensar que las turbulencias externas no vayan a tener un impacto en Chile más allá de la desaceleración natural esperada luego de un período de alto dinamismo en la actividad y el gasto, y un ajuste correspondiente de la política monetaria. En su opinión, debe tenerse presente que los efectos de estas turbulencias se muestran con rezagos en las cifras reales, por lo que no sería sorprendente que estos efectos se observen más adelante.

Dado lo anterior, afirma que las opciones que se nos presentan son las más razonables. Por una parte, considera que bajar la tasa se justificaría para adelantarse a las consecuencias que las turbulencias internacionales eventualmente tendrían sobre la economía. Indica que se trataría de una acción de orden preventivo. Por otra parte, señala que mantenerla es consistente con holguras internas que son estrechas, con efectos por ahora acotados en el ámbito doméstico y por una política monetaria que difícilmente podría catalogarse como excesivamente contractiva.

En opinión del Consejero señor Rodrigo Vergara, la opción de mantener la TPM parece ser más coherente con la situación actual.

Agrega que, a su juicio, también debiera darse la señal que desde la última RPM ha habido cambios de cierta relevancia que, a lo menos, significan que la probabilidad de escenarios más negativos ha aumentado. Manifiesta que una posibilidad es introducir un sesgo negativo, quizás menos fuerte que en otras ocasiones, del tipo "dada la evolución del escenario externo, no puede descartarse que en el futuro cercano se deba bajar la TPM". Hace presente que otra posibilidad, sugerida en la Minuta de Opciones y que es menos explícita que la anterior, es simplemente dejar claro en el Comunicado que el Consejo ve que la probabilidad de ocurrencia de un escenario más negativo ha aumentado.

Con todo, estima que es clave comunicar que se está alerta para reaccionar oportunamente con la política monetaria si así se requiriera.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En razón de los fundamentos expuestos, el Consejero señor Rodrigo Vergara vota por mantener la TPM en 5,25%.

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

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que las últimas semanas han sido de gran volatilidad en los mercados internacionales. En su opinión, destacan tres temas. En primer término, la ya larga inquietud sobre la recuperación de Estados Unidos y la velocidad que ello va a tener en los próximos trimestres; en segundo término, las tensiones en los mercados de deuda en Europa y su impacto sobre el sistema bancario; y, por último, la inquietud sobre la situación financiera de los bancos en China y sus implicancias sobre su capacidad de mantener altas tasas de crecimiento en un contexto de debilidad sostenida de los países desarrollados.

Destaca que lo anterior ha contribuido con fuerza a la corrección de las expectativas de crecimiento para el próximo año en el mundo, a una corrección de los precios de los *commodities* y, en general, a cambios importantes de precios de activos. Hace notar que esto ha sido especialmente claro desde la última RPM, donde la volatilidad de las monedas, de las bolsas y del precio del cobre ha sido especialmente aguda.

A juicio del Consejero señor Sebastián Claro, existen fundadas razones para suponer que más allá de la volatilidad de corto plazo, en las últimas semanas se ha ido confirmando un panorama donde la debilidad de los países desarrollados será prolongada. Al respecto, indica que en el corto plazo, la discusión ha estado centrada en la capacidad de Europa para superar la crisis financiera, lo que podría tener repercusiones importantes sobre el crecimiento en el mundo en los próximos trimestres. No obstante, expresa que más allá de cómo se solucione este asunto —tema que por cierto constituye hoy el principal foco de riesgo para la trayectoria macroeconómica de la economía chilena—, los antecedentes apuntan a una sostenida debilidad de los países desarrollados, lo que abre una inquietud acerca de la capacidad de las economías en desarrollo para mantener un desacople más permanente de esta situación. En su opinión, esto incluye, por cierto, a Chile, y determina a grandes rasgos las perspectivas para la política monetaria en los próximos trimestres.

Al continuar, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que en el plano interno, la volatilidad y la incertidumbre externa se ha reflejado especialmente en los precios de algunos activos, con una corrección a la baja en las expectativas de crecimiento hacia el próximo año. En este sentido, comenta que la inflación se ha mantenido en un rango esperado en torno a 3% y que, más allá de los vaivenes en precios específicos, se espera que esto continúe por los próximos trimestres. Añade que otros indicadores dan señales mixtas, ya que el mercado laboral todavía da cuenta de un alto dinamismo y las importaciones continúan dinámicas. Por otro lado, menciona que si bien el crédito también continúa dinámico, también es posible observar una mayor estrechez en el otorgamiento de crédito bancario y en el acceso al financiamiento por parte de algunas compañías en el mercado de capitales. A su juicio, la trayectoria de las tasas largas, como se discutió en el curso de la mañana, da cuenta eventualmente de muchos fenómenos que podrían estar explicando la fuerte caída en las tasas de los BCP y BCU a 5 y 10 años, pero también dan cuenta de una preferencia marcada por papeles libres de riesgo que refleja en parte esta tensión que está viviendo el sistema financiero. Califica, obviamente, ese *statement* sin mayor gravedad.

El Consejero señor Sebastián Claro sostiene que, en general, estos antecedentes muestran que a pesar que las señales de deterioro externo son claras, aunque con vaivenes, todavía no se han traducido en un cambio notorio en las condiciones internas. No obstante ello, expresa que los últimos registros de actividad han sido algo menores que lo esperado, lo que da cuenta de la natural normalización de las condiciones internas, así como de las menores perspectivas externas que han llegado de las noticias del exterior, lo que va condicionando un panorama de algo menor dinamismo de la economía chilena.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta que ello reafirma la opción de hoy de mantener la tasa de política monetaria en 5,25%. A su juicio, innovar y bajar la tasa podría parecer prematuro, toda vez que los eventos más críticos en el exterior están en desarrollo y las condiciones internas no dan cuenta de un mercado deterioro. Cree, sin embargo, que los antecedentes que se han acumulado en los últimos meses permiten descartar con alta probabilidad un alza futura de las tasas de interés y que más bien van configurando un panorama donde resulta más claro pensar que el próximo movimiento debiera ser a la baja, aunque no resulta claro visualizar el momento preciso de este movimiento, ni tampoco su profundidad.

Es por ello que concuerda con la visión de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que no es deseable establecer un claro sesgo a la baja que anticipe una reducción de la TPM en la próxima Reunión. Sin embargo, expresa concordar también con lo manifestado en la Minuta de Opciones de manera no oblicua —esas son palabras suyas— de mencionar explícitamente que “los riesgos negativos para el escenario externo se han identificado y que la mantención o profundización de las tendencias podrían llevar a revisar la evolución de la política monetaria”. En otras palabras, señala que no se puede descartar que un mayor deterioro externo o interno pueda llevar a una modificación de la política monetaria aún en el corto plazo.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por mantener la TPM en 5,25%.

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

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

Destaca que las noticias del último mes han seguido centradas en el frente externo, que continúa exhibiendo un fuerte deterioro, alta volatilidad y riesgos de que las cosas sigan empeorando.

Plantea que si bien el origen de los problemas está en el mundo desarrollado, la evolución futura de la economía mundial seguirá dependiendo en forma importante del comportamiento de las economías emergentes. Agrega que en el último tiempo, la preocupación por el crecimiento futuro de estas economías ha aumentado, lo que ha conducido a una interrupción de los procesos de ajuste monetario que se encontraban en curso.

Hace presente que por el momento, el deterioro de la economía mundial se refleja con intensidad en los mercados financieros, cambiarios y de materias primas, donde se han observado correcciones de precios y un fuerte aumento de la volatilidad. Destaca que particularmente alto ha sido el ajuste observado en el precio del cobre.

A su juicio, con los antecedentes disponibles, resulta complejo precisar cómo evolucionará la economía mundial en adelante. Al respecto, señala que si bien cierto deterioro está ya internalizado en el escenario base, la situación permanece muy fluida. En consecuencia, estima que lo que corresponde, por el momento, es ejercer un monitoreo, principalmente sobre aquellos aspectos que pueden tener mayor incidencia para la conducción de la política monetaria.

En el plano interno, indica que la actividad muestra una desaceleración algo mayor que la prevista. Sobre el particular, comenta que si bien los dos últimos registros del IMACEC han sorprendido a la baja, la demanda interna se mantiene dinámica y muestra una desaceleración menor que la proyectada con antelación.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta que esta fortaleza relativa del gasto es coherente con un mercado laboral que sigue marcado por condiciones de estrechez, como lo muestran la tasa de desempleo y el aumento de las remuneraciones nominales.

Sostiene que ello también es congruente con la evolución del crédito bancario, que ha estado creciendo a tasas apreciables, si bien menores que los de otros períodos expansivos. Sin embargo, hace notar que los resultados recién conocidos muestran cierto estrechamiento en las condiciones crediticias reportadas por los bancos, por lo menos en algunas líneas de actividad. Estima que esta reacción de los bancos respondería principalmente a una percepción de mayor riesgo de crédito en ciertos segmentos. Añade que por el lado de su financiamiento o fondeo, no se han advertido por el momento tensiones o presiones comparables con las que se observaron en 2008.

Sin perjuicio de lo señalado, considera que el deterioro global debería contribuir a la moderación de la demanda interna en los próximos trimestres, de manera que el riesgo de una eventual sobre-expansión del gasto, identificado en el último IPoM, se ha reducido.

A continuación, el Consejero señor Enrique Marshall plantea que la inflación no ha deparado mayores sorpresas, ya que sus registros anuales se mantienen algo por sobre el 3%, mientras que los indicadores subyacentes siguen en un proceso de convergencia gradual hacia la meta. Sostiene que si bien la devaluación del peso podría tener cierta incidencia en la evolución de la inflación en el corto plazo, no se advierten elementos que comprometan su estabilidad en el mediano plazo. Coherente con ello, señala que las expectativas de inflación del sector privado, más allá de ajustes menores, permanecen próximos a la meta para distintos plazos.

En cuanto a la tasa de política, indica que el mercado mantiene expectativas de eventuales recortes en los próximos meses. Sin embargo, destaca que para esta Reunión el mercado apuesta mayoritariamente por una mantención.

En suma, concluye que el escenario interno que se enfrenta en adelante se muestra complejo y difícil de perfilar con precisión y que lo claro, en todo caso, es que los riesgos son mayores que los contemplados con antelación.

El Consejero señor Enrique Marshall coincide con la Minuta de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que las opciones que resultan coherentes con los antecedentes revisados son mantener o bajar la tasa de política en 25 puntos base.

Hace presente que se podría argumentar que la economía mundial se ha deteriorado, que los riesgos han aumentado y que los efectos sobre la economía interna se harán sentir en el corto o mediano plazo. Siguiendo esa línea, señala que se podría sostener la conveniencia de actuar preventivamente con un recorte de tasa. Sin embargo, estima que ello no está exento de problemas y riesgos.

Manifiesta que el escenario mundial, más allá del debilitamiento observado, permanece muy fluido. En su opinión, si se opta por un recorte preventivo habría que transmitir un mensaje que no sería fácil de delinear, especialmente en lo que se refiere a la trayectoria de la tasa de interés.

Subraya que la TPM se ubica actualmente dentro de un rango de valores neutrales, razón por la cual tampoco existe una premura para actuar de inmediato. A su juicio, lo más adecuado, en estas circunstancias, es esperar desde la posición en la que el Consejo se encuentra y acumular más antecedentes. Enfatiza que ello, en ningún caso, resta flexibilidad para reaccionar más adelante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, el Consejero señor Enrique Marshall hace presente que las condiciones monetarias se han relajado respecto de lo que el mercado tenía internalizado algunos meses atrás, de manera que no se podría sostener que la política monetaria no ha reaccionado frente a los cambios en el escenario global. Como el mercado espera una mantención, estima que tampoco parece razonable sorprenderlo, en un contexto de alta incertidumbre.

Por todo ello, el Consejero señor Enrique Marshall considera que la mejor opción es no introducir modificaciones y, por tanto, que su voto es por mantener la tasa en su actual nivel de 5,25%.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* y señala que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la Reunión anterior, que están contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, a lo que añade lo siguiente.

En primer término, y respecto a la economía internacional, indica que también hay anuncios para elevar el poder de compra de la deuda soberana europea.

En segundo lugar, y en relación con la economía nacional, menciona que el último mes se ha caracterizado por una elevada volatilidad cambiaria. En efecto, precisa que en lo que va del mes de octubre, y respecto del dólar observado en la última Reunión, hubo una depreciación máxima de 11,9% y una mínima de 5%.

Destaca, además, que los anuncios recientes de las autoridades europeas han tendido a calmar a los mercados. Sin embargo, a su juicio, si bien esos anuncios permiten comprar tiempo, quedan pendientes soluciones de fondo que están vinculadas a los precios relativos en la Zona Euro.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta compartir la recomendación de la Minuta de Opciones, respecto de mantener la tasa en su nivel actual y vota en consecuencia. Agrega que dada la volatilidad observada durante el último mes, considera inconveniente alterar el sesgo de la política en el Comunicado, aunque debe darse cuenta de que la probabilidad de ocurrencia de un escenario más negativo ha aumentado.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la intervención del Vicepresidente señor Manuel Marfán y señala que las noticias más relevantes durante el último mes vienen del ámbito externo. Al respecto, destaca que la incertidumbre es inusualmente elevada y que si bien es menor que la observada a fines del año 2008 y principios del 2009, el aumento ha sido importante y se ha agudizado desde la última RPM.

El señor Presidente indica que su origen proviene principalmente de Europa y que a pesar de cierta tranquilidad en los últimos días, las amenazas siguen latentes, por cuanto a los problemas de Grecia y otras economías periféricas, se sumó el contagio al resto de Europa. En su opinión, es necesario resolver el problema de Grecia, fortalecer la base de capital de los bancos europeos para enfrentar escenarios más complejos y establecer cortafuegos a economías centrales como Italia y España. Sobre el particular, comenta que si bien ha habido algunos anuncios que delinean una potencial solución a estos problemas, se está aún lejos de lograr una resolución definitiva. Por lo tanto, enfatiza que la relativa tranquilidad financiera de los últimos días no debe considerarse como una vuelta a una relativa normalidad. Añade que si bien no se puede descartar que la situación se normalice, lo que validaría el escenario base del IPoM, también podrían seguir repitiéndose períodos de turbulencias, con sus consecuencias sobre los precios de activos y la capacidad de crecimiento de la economía global.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente, además, que las noticias recientes confirman un escenario de menor crecimiento en el mundo. Al respecto, manifiesta que Estados Unidos probablemente tendrá un crecimiento lento, tal como el proyectado en el último IPoM, mientras que en Europa puede haber mayor debilidad. Informa que así lo indicarían las últimas proyecciones de consenso. Subraya que este panorama de menor crecimiento, unido a una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros, ya ha tenido efectos significativos en los precios de las materias primas, en particular el cobre.

Por otro lado, menciona que las monedas de las economías emergentes se han depreciado y que el peso no ha escapado a este fenómeno. Destaca que la volatilidad ha sido muy significativa, lo que impide derivar tendencias de mediano plazo, aunque en el escenario más probable el peso estará algo más depreciado que lo que se podría haber esperado un par de meses atrás. En consecuencia, indica que el efecto directo sobre la inflación de la depreciación del peso y la caída de los precios de las materias primas es aún incierto. En su opinión, en el corto plazo, la depreciación del peso puede subir la inflación en un par de décimas, pero que en el horizonte de proyección sus efectos son marginales.

Manifiesta que lo que sí debiera tener un impacto de mayor importancia es lo que ocurra con la actividad mundial y sus repercusiones sobre la economía chilena. Al respecto, menciona que, hasta ahora, la evolución de la actividad en Chile ha estado levemente por debajo de lo esperado, aunque el gasto crece con algo de mayor vigor. Agrega que la inflación, por su parte, ha estado dentro de rangos esperados, ya que sigue en tomo a su meta y los índices subyacentes aún se encuentran contenidos. A su juicio, esto permite que la política monetaria pueda ajustarse con flexibilidad y oportunidad a los cambios del escenario externo.

El Presidente señor José De Gregorio señala que le parece razonable que las opciones a considerar para esta Reunión sean mantener o bajar la TPM. Al respecto, indica que, por ahora, aún no se manifiestan impactos de relevancia sobre la economía local que justifiquen una baja de la tasa de política monetaria. Comenta que si bien la probabilidad que el escenario mundial empeore ha aumentado, esto aún no se materializa ni tampoco su impacto a nivel local. Añade que tal como se indicó en la Minuta de Opciones, y también en el grueso de las intervenciones que le precedieron, la Minuta de Opciones debería reflejar este mayor riesgo y probabilidad de ocurrencia de escenarios más desfavorables.

Hace presente que, por ahora, se han registrado turbulencias financieras importantes, pero que no se evidencia un impacto importante sobre la actividad y la inflación. Destaca que sí se observa cierta restricción en las condiciones de otorgamiento de crédito como resultado de la mayor incertidumbre. En su opinión, es probable que lo ocurrido hasta ahora debilite en algo el gasto, pero como ya se ha mencionado, esta es una variable que ha estado creciendo algo por sobre lo esperado. En este contexto, estima que es necesario monitorear cuidadosamente el impacto que el ambiente de mayor incertidumbre pueda tener sobre las decisiones de gasto de hogares y empresas, y en las condiciones de oferta de crédito. Manifiesta que ese es el primer canal a través del cual los serios problemas de las economías avanzadas se transmitirán sobre la economía local.

Expresa que le parecería prematuro reducir la TPM dada la información acumulada hasta hoy. A su juicio, esto se justifica además por dos razones adicionales. Indica que la primera es que podría dar una señal de dificultades más allá de lo que la coyuntura justifica o, dicho de otra forma, un apresuramiento injustificado. Señala que ello se reafirma por el hecho que una baja de tasas sería una gran sorpresa. En todo caso, plantea que si el deterioro se presenta abruptamente, se tiene suficiente flexibilidad en adelante para compensar con bajas más significativas. En segundo lugar, menciona que como resultado de los acontecimientos recientes, las tasas de interés han estado cayendo a todos los plazos y que la política monetaria es hoy más expansiva que hace dos meses atrás por la reacción de las tasas de mercado, la que se sustenta, en parte, en la misma conducción de la política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con todo, indica que si bien lo más probable es que el próximo movimiento de las tasas de interés sea a la baja, el Consejo aún no tiene información suficiente para tomar esa decisión. Considera que tampoco se justificaría poner un sesgo en el Comunicado, tal como se ha hecho normalmente al decir que lo más probable es que se va a bajar la tasa, como también se indicó en las intervenciones previas, pues no es algo inminente. De otra manera, plantea que sería muy raro también justificar porqué no se baja la tasa hoy, si se llegara a decir que lo más probable es que se bajará la tasa. No obstante, cree que es necesario indicar en el Comunicado que de materializarse un peor escenario global con implicancias sobre las perspectivas inflacionarias, el Banco actuará con flexibilidad y corregirá el curso de la política monetaria y que los riesgos de deterioro han aumentado.

En resumen, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta 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:

177-01-111013 – Tasa de Política Monetaria

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, los indicadores de actividad confirman un ritmo de crecimiento lento en Estados Unidos y Europa. Las proyecciones de consenso para estas economías continúan revisándose a la baja y también se observan recortes de las proyecciones para las economías emergentes. Los riesgos fiscales y financieros de la Eurozona se mantienen elevados y continúa la incertidumbre acerca de cómo se resolverá esta situación. La volatilidad financiera es alta y las condiciones financieras externas se han tornado más restrictivas. Los precios internacionales de materias primas han experimentado reducciones, especialmente significativas en el caso del cobre y de otros metales. Los bancos centrales de las principales economías han adoptado medidas adicionales para agregar expansividad a su política monetaria, mientras en la mayoría de las economías emergentes se han interrumpido las alzas de tasas y, en algunos casos, se han realizado recortes.

En el plano interno, las cifras de actividad y demanda muestran señales de moderación. En el caso del producto, la desaceleración es algo más marcada que lo contemplado en el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM), lo contrario ocurre en el caso de la demanda. Las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas. Los registros anuales de inflación del IPC se han mantenido cercanos a 3% y los de inflación subyacente permanecen acotados. Las expectativas inflacionarias se ubican en torno a la meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La profundización de las tendencias observadas en la economía internacional 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 17:35 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN  
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA 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 traspasaron 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 período 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 recalando 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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

---

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

Asisten también:

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

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín no asistirá a la presente Sesión y, a continuación, da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.



El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). En primer término, señala que se alcanzó un acuerdo fiscal para Europa, pero que no ha logrado restablecer del todo la confianza de los mercados.

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los distintos comentarios y, prosiguiendo con la Reunión, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que presente el escenario interno.

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

En primer término, señala que las turbulencias financieras continúan y que si bien tienen un impacto limitado en las medidas de riesgo para Chile, se observan ciertas tensiones en el mercado financiero interno.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

179-01-111213 – Tasa de Política Monetaria

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

Comunicado

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

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

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



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

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

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:30 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

