



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 181 celebrada el día jueves 12 de enero de 2012

En Santiago de Chile, a 12 de enero de 2012, 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.

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 (S),
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de División Política Financiera (S),
don Luis Opazo Roco;
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 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° 181, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de julio de 2012 para el día 12 de ese mes.

Informa, asimismo, que el 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.



A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara 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 las medidas adoptadas en la Eurozona han contenido las alzas en los premios de financiamiento, pero no han logrado revertir del todo las tensiones en los mercados.

En segundo lugar, destaca que la actividad en Europa se ha deteriorado según lo previsto y que en Estados Unidos, si bien las cifras son algo mejores, persiste la vulnerabilidad fiscal.

Hace presente, además, que los indicadores de las economías emergentes apuntan a una moderación en el crecimiento y que frente a este escenario, China ha tomado medidas para atenuar las restricciones monetarias adoptadas previamente.

A título de último hecho relevante, menciona que los precios internacionales de los alimentos y combustibles han aumentado.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, indicando que los riesgos soberanos muestran ligeras caídas. Subraya que ello es particularmente relevante en el caso de los países europeos comprometidos financieramente, como España e Italia, que han efectuado colocaciones de bonos a tasas más bajas. Añade que en las economías emergentes, en tanto, se observa cierta estabilidad y algunas reducciones en los CDS de Chile y Brasil.

Con respecto a los CDS bancarios, manifiesta que retroceden, y con mayor fuerza en Estados Unidos, en respuesta probablemente a algunos indicadores de actividad y de demanda interna algo mejores que lo previsto, que llevan a ver la situación de los bancos con mayor optimismo.

En relación con la volatilidad, subraya que ha disminuido; que en Estados Unidos, el VIX ha caído hasta 25%, aproximadamente; y que en Europa ha caído con mayor fuerza en lo más reciente, producto de las medidas que han adoptado las autoridades de ese continente. Sin embargo, hace notar que si bien los premios por riesgo corporativo muestran alguna reversión en el margen, se mantienen claramente por sobre los niveles promedio históricos, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes.

En cuanto a las primas por liquidez, plantea que aquellas en dólares han continuado aumentando, dando cuenta de que las tensiones en el mercado de liquidez en esa moneda siguen vigentes en Estados Unidos. Agrega que en la Zona Euro, después de observarse un alza muy pronunciada durante la segunda mitad del año 2011, en especial en los últimos dos meses, han tendido a revertirse ligeramente, en respuesta a algunas medidas adoptadas por las autoridades europeas, particularmente el Banco Central Europeo.

Hace presente que otras medidas de liquidez en dólares muestran la estrechez que se manifiesta en Europa. Al efecto, exhibe los dos gráficos que se contienen en la lámina N° 8 de la presentación. Respecto del referido a los *Basis Swap* a un año de monedas, y que muestra los cambios en la demanda relativa de una moneda —en este caso del dólar— respecto de otras monedas, explica que las caídas que se observan significan cambios en la demanda relativa del dólar mayores que los cambios en la demanda de euros y yenes, en tanto que las reversiones en el margen obedecen a algunas medidas recientes y, particularmente, a la vigencia de algunos *swaps* de monedas que buscaron proveer suficiente liquidez en dólares.



En relación con el referido a la tasa *on shore* en dólares *versus* la Libor, indica que mostró un alza durante gran parte del año 2011 y alguna reversión en lo más reciente, producto de las medidas que han buscado justamente atenuar las tensiones en el mercado de dólares en ese continente.

En cuanto a las condiciones de liquidez en dólares en las economías emergentes, señala que también se compara la tasa *on shore* en dólares con la tasa Libor. Precisa que en estas economías se observan leves mejoras, particularmente en Brasil y Colombia, mientras que en las economías asiáticas no se advierten mayores tensiones, excepto en Indonesia.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que mientras más alta es la tasa de interés *on shore versus* la Libor, más plana es la curva *forward* de tipo cambio y que ello apunta más bien a una apreciación futura de la moneda y refleja, tal vez, un problema de exceso de liquidez en monedas. Asimismo, manifiesta que cuando la tasa de interés interna es muy alta y la externa muy baja, están presentes todos los incentivos para que entren capitales.

De acuerdo con ello, entonces, plantea que el hecho que Colombia tenga una tasa de interés *on shore* muy alta, significa que puede estar teniendo un influjo de moneda extranjera muy importante, lo que, obviamente, no constituye una falta de liquidez.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que se pueden dar las dos interpretaciones antedichas, ya que no se ha considerado un elemento adicional, cual es que, para efectos de ese flujo, se debe comparar la tasa externa para activos colombianos, que incluye la tasa Libor más el *spread* de riesgo de los inversionistas extranjeros, con la tasa interna en dólares. Plantea que si estas dos tasas están desarbitradas, se van a producir flujos en el sentido señalado.

Agrega que al comparar simplemente la tasa de interés *on shore* con la Libor, falta el castigo o premio que tienen los activos colombianos en el exterior. Aclara, entonces, que esta simple comparación puede reflejar desajustes en la tasa interna *versus* la tasa externa en el caso de los activos colombianos, o puede reflejar simplemente un aumento en la prima de riesgo de dichos activos, que no genera flujos de arbitraje.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta la razón por la que Chile aparece en cero o marginalmente negativo en el gráfico que se ubica a la izquierda de la lámina N° 9.

El Gerente de División Operaciones Financieras Subrogante señor Matías Bernier responde que si bien desconoce exactamente la mecánica detrás de estas comparaciones, deduce, por los niveles exhibidos, que se está comparando la tasa Libor con la tasa *swap*, dando como resultado el *spread* entre ambas tasas.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, señalando que los mercados bursátiles muestran un repunte en lo más reciente, y destaca el caso de Estados Unidos y del Reino Unido entre las economías desarrolladas, y el de las bolsas brasileña y china entre las emergentes.

En cuanto a los indicadores agregados por región, comenta que la recuperación de las bolsas está en línea con una atenuación de la salida de capitales en el último mes.



Respecto del grado de co-movimiento entre las bolsas de las distintas regiones, menciona que se observa un aumento importante en la correlación. De hecho, muestra que los datos desde el año 1996 a la fecha dan cuenta de una tendencia más bien persistente de un mayor co-movimiento, que claramente tiende a aumentar en períodos de crisis. Agrega que el incremento en el grado de co-movimiento de las bolsas es mayor aún en el caso particular de Europa emergente, porque está más cerca de Europa central y, por lo tanto, los eventos en esta región la afectan de manera más directa.

Con respecto de las tasas largas, destaca el retroceso ligero que han experimentado desde la última RPM a la fecha.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que llama la atención que las señales sobre algunos incipientes mejores datos en Estados Unidos, no han llevado aparejado un aumento de las tasas largas en esa economía, como podría esperarse.

El señor Sergio Lehmann continúa con su presentación, mencionando que en materia de tasas de política monetaria (TPM), se observa que algunas economías, como Suecia, Noruega, Dinamarca y Rusia, han continuado con el proceso de relajamiento; que otras han optado por mantenerla luego de haber acordado recortes; y que destacan Israel, República Checa, India, Estados Unidos y Japón, cuyas tasas están en niveles mínimos hace ya varios meses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita mayores antecedentes respecto del alza de la TPM acordada en Hungría en el último mes, y que fue de 50 puntos base. El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que esa economía negociará un nuevo programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y que a ello se suman una serie de conflictos internos de carácter político por la modificación de la Constitución y otras reformas, como la relacionada con la independencia del Banco Central. Acota que sus problemas son de carácter más idiosincrásicos.

A continuación, el señor Lehmann se refiere al tamaño de los balances de los bancos centrales de las principales economías mundiales. Sobre el particular, destaca el incremento significativo registrado a propósito de la crisis de los años 2008 y 2009 y de las acciones no convencionales adoptadas últimamente, y el hecho que el balance del Banco Central Europeo, que había experimentado un aumento bastante más moderado, esté alcanzando al de la Reserva Federal.

Agrega, a modo referencial, que en el evento que el Banco Central Europeo adquiriera la totalidad de la deuda de España e Italia, su balance superaría al alcanzado por el norteamericano cuando debió afrontar la crisis del período 2008 – 2009.

En cuanto a las perspectivas en materia de política monetaria, indica que se espera un mayor relajamiento en las economías desarrolladas, Asia y Oceanía —donde China juega un rol importante—, y un relajamiento algo más moderado en América Latina en los meses venideros.

En materia de monedas, destaca la apreciación registrada por las monedas de los países latinoamericanos y productores de *commodities*, esto es, Nueva Zelanda, Sudáfrica, Australia y también Canadá.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional presenta el resumen de las cifras centrales publicadas durante las últimas cuatro semanas, donde sobresale Estados Unidos con indicadores de expectativas más positivos —ISM manufacturero, en particular— y datos de empleo también algo más positivos. Añade que en la Zona Euro, los PMI también fueron mejores que lo anticipado, pero continúan bajo el pivote 50, dando cuenta de perspectivas negativas aún.



Asimismo, plantea que la producción industrial continúa débil en las economías desarrolladas, que se observan algunas caídas en las emergentes y que en Asia emergente, de hecho, se advierte un retroceso significativo, explicado en parte importante por las inundaciones que afectaron a Tailandia y también por las caídas registradas en Singapur y Corea. Hace presente que la producción industrial de América Latina exhibe bastante estabilidad, pero dentro de un nivel relativamente débil.

El señor Sergio Lehmann destaca que los indicadores líderes de actividad de la Zona Euro y China dan cuenta de un menor crecimiento en el cuarto trimestre del año 2011 y, más aún, que la Zona Euro estaría en recesión. Al respecto, informa que el último dato de PIB de Alemania refleja una caída en el último trimestre del año pasado y que si bien no es tan negativo en términos anualizados, en el margen es claramente una cifra débil.

En cuanto a China, hace notar alguna correlación importante entre el PIB y el PMI. Explica que si el PMI de esta economía alcanzara el pivote 50, estaría creciendo 9,3% en términos anuales; no obstante, en los últimos meses ha estado por debajo de ese nivel y, de hecho, China solo estaría creciendo en torno a 8 – 9%

Con respecto a Estados Unidos, exhibe el gráfico que se contiene en la lámina N° 22 de la presentación, donde la línea azul corresponde al crecimiento trimestral efectivo del producto en el trimestre en curso, y las líneas roja, verde y naranja representan a tres indicadores que dan cuenta de proyecciones de crecimiento del PIB sobre la base de datos de corto plazo.

Explica que el indicador representado por la línea roja, que corresponde al construido por la Gerencia de Análisis Internacional a partir de un conjunto compuesto por alrededor de 150 variables de actividad de esa economía, refleja una mayor actividad en el cuarto trimestre del año 2011, mientras que el verde, que corresponde al índice de Chicago, exhibe un rezago. En cuanto a la línea naranja, que corresponde al índice de difusión de Diebold —donde el cero indica que la economía crece a niveles de tendencia—, destaca que da cuenta también de alguna mejora en el margen.

A modo de resumen, comenta que los indicadores que se obtuvieron durante el cuarto trimestre sugerirían que el crecimiento de Estados Unidos, de alrededor de 2,5%, habría sido algo mayor que el registrado en el tercer trimestre previo de 2011.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán pregunta si estos indicadores constituyen una especie de indicadores líder. El señor Sergio Lehmann responde afirmativamente, pero hace el alcance que se utilizan indicadores de corto plazo de alta frecuencia como, por ejemplo, producción industrial, empleo. El señor Luis Oscar Herrera acota que son indicadores contemporáneos, que tratan de explorar los datos disponibles en el momento, adelantándose al PIB que no es conocido aún.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, señalando que la creación de empleo sigue siendo modesta en las economías desarrolladas y emergentes, y que si bien en el margen ha sido algo mejor en Estado Unidos, muestra aún bastante debilidad.

Informa que las tasas de desempleo, de hecho, se mantienen en niveles elevados en la mayoría de las economías, pero que en Alemania y Estados Unidos registran caídas, en este último caso debido a un fenómeno relacionado con la fuerza de trabajo.

A continuación, y respondiendo a una consulta del Presidente señor Rodrigo Vergara, el señor Lehmann indica que una cifra de creación de empleo de entre 300.000 y 400.000 no se considera modesta en fases de recuperación de la economía.



El señor Presidente solicita, además, que se precise el comportamiento de la fuerza de trabajo, habida consideración que, por una parte, se menciona que ha estado cayendo o estancada y, por tanto, que la tasa de desempleo efectiva o real sería algo mayor, mientras que la prensa del día informa que estaría creciendo.

El señor Sergio Lehmann indica que la información que dispone la Gerencia de Análisis Internacional da cuenta de que la fuerza de trabajo ha sido algo menor, y que si bien no hay una lectura demasiado clara sobre la materia, se habría reducido el número de desempleados de largo plazo de manera algo equivalente. Manifiesta desconocer si se entiende que la gente que durante uno o dos años no ha encontrado empleo, está fuera de la fuente de trabajo o no. En todo caso, indica que si bien no se tiene una lectura muy nítida al respecto, es evidente que detrás de este último registro de desempleo hay un fenómeno asociado a la fuerza de trabajo.

A continuación, el señor Lehmann hace referencia a los precios de las viviendas en China. Menciona que en Shanghai y en Beijing se observa una caída a partir del segundo semestre del año pasado, que daría cuenta de alguna efectividad de las medidas contractivas adoptadas en ese país, que, a su vez, comenzarían a estimular dicha economía en el presente año, en función de la desaceleración que se está observando en el resto del mundo.

Agrega que en Estados Unidos, en tanto, los precios de las viviendas se mantienen en niveles bajos y con alguna reversión en el margen, no así los de las propiedades comerciales, que exhiben alguna recuperación.

En materia de crecimiento, el señor Sergio Lehmann exhibe la tabla que se contiene en la lámina N° 26 de la presentación, en la que se incluyen las proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, así como las de Consensus Forecasts de noviembre y diciembre último para los años 2011, 2012 y 2013. Al respecto, hace notar que las proyecciones de Consensus Forecasts de diciembre se han ido acercando a las publicadas en el IPoM. Asimismo, recalca que en caso que el crecimiento de Estados Unidos del cuarto trimestre de 2011 esté en línea con los indicadores de corto plazo informados anteriormente y sea del orden de 2,5%, el crecimiento de esa economía para ese año será alrededor de dos décimas superior al 1,7% esperado hasta el momento. En todo caso, señala que aún así, dicha cifra estaría claramente por debajo del PIB potencial.

El Consejero señor Enrique Marshall, aludiendo a declaraciones del FMI que apuntan a un ajuste de las proyecciones del crecimiento para el año 2012, consulta si son más optimistas o pesimistas que las proyecciones internas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera informa que las proyecciones contenidas en el último *World Economic Outlook* (WEO), son más bien equivalentes a la publicadas en el IPoM de septiembre, siendo estas del orden de 4,1 y 4% para el mundo a PPP, respectivamente.

En cuanto al ajuste mencionado, manifiesta que el FMI sí efectuará una corrección importante, porque sus cifras están atrasadas. De hecho, comenta que su última proyección corresponde a la del WEO de septiembre y que la próxima será publicada en el mes de abril, ya que este informe es de periodicidad semestral. No obstante, indica que efectuará una revisión intermedia este mes, que debería calzar con la cifra proyectada internamente para el año 2012.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que en ciclos pesimistas, como ha sido el caso durante ya bastante tiempo, se observa una tendencia a ir reduciendo las proyecciones de crecimiento, razón por la cual siempre la última es más pesimista que el promedio de las penúltimas. Agrega que el Banco siempre ha sido más pesimista que Consensus Forecasts, pero que cuando su actualización coincide con la de este último, vuelven a calzar, y viceversa. Manifiesta que siguiendo la misma lógica, no es de extrañar que la corrección del WEO sea más pesimista que la de Consensus Forecasts.

En su opinión, será interesante el momento en que se produzca el punto de inflexión; no obstante, parece ser que falta aún mucho para entonces.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la fecha exacta de las cifras reportadas por Consensus Forecasts para el mes de diciembre, esto es, si corresponden a las de principios o fin de mes, ya que en el caso de Estados Unidos, desconoce si la cifra reportada en la tabla de la lámina N° 26 recoge los últimos datos disponibles, que hacen prever una nueva corrección al alza del PIB para el presente año.

El señor Sergio Lehmann aclara que la proyección de Consensus Forecasts no recoge los últimos datos sobre actividad, producción industrial y ventas de diciembre, ya que cerró su informe en los primeros días de ese mes. Por lo tanto, es probable que en el mes de enero presente una novedad positiva en ese sentido.

Con respecto al *Heat Map* del PIB, que da cuenta de las brechas entre el crecimiento y el crecimiento tendencial, destaca que las brechas esperadas al cuarto trimestre del año 2011 reflejan una revisión bastante importante a la baja a nivel global. Sobre el particular, hace notar el enfriamiento de Tailandia; la desaceleración que están registrando las economías emergentes y la persistencia de los problemas en los países desarrollados, que incluso se han acentuado en la Zona Euro y en otras economías como Australia y Canadá.

En materia de inflación, el Gerente de Análisis Internacional informa que ha tendido a moderarse en las economías desarrolladas, mientras que en las emergentes se observa un comportamiento mixto, con algunos aumentos en Europa emergente, bastante estabilidad en América Latina y algunas reversiones en Asia emergente, explicadas, fundamentalmente, por el comportamiento de la inflación en China.

Destaca que el *Heat Map* de inflación refleja una persistencia en los desvíos con respecto a la meta inflacionaria en las economías que son *inflation targeters*.

En cuanto a las proyecciones para el presente año 2012, indica que de acuerdo con Consensus Forecasts de diciembre, habría un ligero aumento de la inflación en América Latina, aumentos también en Europa emergente y alguna reversión en Asia emergente, donde China estaría nuevamente jugando un rol preponderante. Añade que no se anticipan cambios en las economías desarrolladas.

En relación con los *commodities*, plantea que los precios de los no metálicos han aumentado de manera importante, especialmente en las últimas dos semanas; que el maíz y el trigo registran alzas de 10 y 9%, respectivamente; y que el precio del petróleo Brent ha subido alrededor de 4%, mientras que el petróleo WTI en torno a 3 – 4%.

Con respecto al precio del cobre, hace el alcance que los datos disponibles corresponden al promedio de los últimos tres días hábiles al 11 de enero último y que, por lo tanto, no recogen el movimiento más reciente, como es el caso particular del aumento significativo que está exhibiendo en la presente jornada. De este modo, hace notar que si se incorporara esta alza, se observaría que su precio se mantiene sin mayor variación respecto de la Reunión pasada.



En términos agregados, precisa que el precio de granos y cereales sube 9% y que los de energía y metales se incrementan 4 y 1%, respectivamente.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda consulta la razón por la que el precio de la gasolina registra un alza mayor que el precio del petróleo WTI y del petróleo Brent.

El señor Sergio Lehmann responde que ello obedece a una cierta normalización del *Crack Spread* desde niveles muy apretados y que, de alguna manera, el precio de la gasolina —producida en el Golfo de México— está reflejando de mejor forma las condiciones de demanda por combustible en Estados Unidos.

El Consejero señor Sebastián Claro advierte que la sequía que afecta a Argentina podría tener efectos significativos en el precio del trigo y granos en general. El señor Lehmann señala que el alza de los precios de granos y cereales, fundamentalmente en las últimas dos o tres semanas, explica principalmente el aumento de los precios de alimentos y del índice agregado de granos y cereales de Goldman Sachs. No obstante, destaca que también se observan caídas en el precio de otros alimentos en los mercados internacionales, como es el caso del azúcar y la leche, que atenúan el resultado del indicador agregado FAO de alimentos.

Con respecto al precio de los metales, precisa que el promedio de los últimos tres días da cuenta de un cierto predominio de caídas, excepto en el caso del níquel y aluminio.

Reitera que el índice FAO registra un aumento en lo más reciente, donde predomina el comportamiento de granos y cereales. De todas maneras, hace el alcance que el índice para el mes de diciembre publicado en la presente jornada, corresponde al promedio de diciembre *versus* el de noviembre y, por lo tanto, no captura los movimientos más recientes que se han observado.

En relación con los futuros, menciona que el precio del petróleo Brent tiene un perfil algo más alto que el considerado en el IPoM de diciembre, mientras que la trayectoria futura del precio del cobre registra un ligero movimiento a la baja.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere especialmente al petróleo, habida consideración de las tensiones crecientes entre Irán y Occidente. Por esta razón, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 36 de la presentación, que tratan de recoger la lectura que los mercados pudiesen tener al respecto.

En primer término, comenta el gráfico relativo a la volatilidad de las opciones del petróleo WTI que se transan a seis meses —que constituye una suerte de VIX del precio del petróleo—, y que da cuenta de un aumento importante a mediados del año 2011, asociado básicamente a las tensiones en Europa. Hace notar que las amenazas, que fueron tal vez algo más marcadas y que fueron leídas como creíbles por los mercados financieros un par de semanas atrás, se reflejan en un aumento de esta volatilidad, pero de una manera menos pronunciada que la observada en los períodos de alta tensión en dichos mercados. Agrega que en lo más reciente, se advierte una cierta caída en la volatilidad implícita de estos instrumentos, reflejando una baja credibilidad sobre la posibilidad de que Irán cierre el Estrecho de Ormuz. Sin perjuicio de ello, destaca que la incertidumbre respecto del precio del petróleo en los meses venideros es bastante significativa.



En segundo lugar, y para finalizar, se refiere a los gráficos de la derecha, que consideran el precio *spot* del petróleo y una función de distribución construida sobre la base de la volatilidad implícita de las opciones a 3 meses, todo ello tomado de un ejercicio que realiza el Deutsche Bank. De acuerdo con ello, indica que si bien el precio a tres meses se concentra en un valor de US\$ 100, la dispersión es bastante importante y aumenta de manera muy significativa al observar las proyecciones a doce meses, anticipando que la probabilidad de que el precio del petróleo llegue a alrededor de US\$130 o US\$ 150 es bastante alta.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a los *Spread Libor – OIS*. En primer término, hace el alcance que en el caso de Europa, el *Spread Libor– OIS* es en euros y, por tanto, no debe hacerse referencia a la tasa OIS.

A continuación, plantea que su interpretación sobre el *Spread Libor-OIS* americano y el equivalente europeo, es que si la *OIS* constituye realmente una apuesta sobre la tasa de política monetaria, entonces la misma tasa de política monetaria es más contractiva ahora, porque si el costo de fondos de los bancos está asociado a la *Libor*, significa entonces que este último se ha incrementado.

Al respecto, recuerda que ha venido insistiendo desde hace algún tiempo en que aún falta pasar de una tasa de costo de fondos del sistema bancario a la tasa de costo de fondos de *mainstream* o a la tasa de colocación. Sostiene que si su *spread* ha aumentado, nuevamente la misma TPM sería aún más contractiva.

En su opinión, sería conveniente contar con un gráfico similar a los contenidos en la lámina N°7 de la presentación, referido a alguna forma de *spread* de tasa real de colocaciones, porque interesa ver cuál es la tasa de interés de la IS, desde el momento que si sube o baja es más expansiva o más contractiva, y por cuanto esta tasa está mucho más asociada a la tasa de colocaciones que a las tasas de costo de fondos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por noticias relevantes respecto de Argentina, en especial, las que dicen relación con las restricciones que está enfrentando en materia de monedas extranjeras, las cifras de actividad y exportaciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto responde que las restricciones a las transacciones en moneda extranjera son efectivas. En segundo lugar, informa que Argentina estaría viviendo un *boom* inmobiliario muy significativo, ya que la posibilidad de invertir en una serie de activos está restringida y, por lo tanto, una de las posibilidades de mantener riqueza es a través de activos inmobiliarios. Plantea que parte de las cifras de actividad, que se ven tan benignas, estarían reflejando este *boom* inmobiliario y que la gran interrogante es cuán sustentable y sostenido sería en el tiempo.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann acota que, en línea con lo planteado por el señor Claudio Soto, el último dato de producción industrial fue positivo en el margen.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los distintos comentarios y, a continuación, da paso a la presentación 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 el dato de inflación de diciembre sorprendió al alza, en parte por factores que se espera tengan un impacto por una sola vez en los niveles de precios y no afecten, por lo tanto, la dinámica inflacionaria futura. De hecho, destaca que las expectativas de inflación se han mantenido en valores coherentes con la meta.

En segundo lugar, indica que las tensiones en el mercado monetario local han tendido a amainar después de las medidas adoptadas por el Banco. Sin embargo, advierte que el costo de financiamiento bancario y la percepción de riesgo continúan aún en niveles elevados.

Además, hace presente que las expectativas de las empresas y consumidores se han estabilizado y que en el caso de las empresas, permanecen en terrenos positivos, mientras que las de los consumidores, más bien en terrenos negativos.

Agrega que la actividad de noviembre estuvo muy en línea con lo proyectado y con la percepción del mercado, y que se mantienen las perspectivas de desaceleración gradual en los meses venideros.

Por último, informa que, para esta Reunión, la mayor parte del mercado apuesta por una mantención de la tasa mientras que un porcentaje menor, por una rebaja.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, mencionando que la principal sorpresa del mes de diciembre fue el dato de inflación, que resultó muy superior a lo esperado. Al respecto, plantea que hubo un componente subyacente que fue bastante relevante, ya que al considerar el IPCX1 o al excluir el componente alimentos y energía del IPC, resulta también un alza significativa. De esta forma, concluye que si bien hubo factores estacionales que incidieron en este dato, sin duda, llama la atención el fuerte incremento que tuvo el IPCX1.

Asimismo, indica que al descomponer el IPC total, se observa que los componentes Resto, muchos de ellos vinculados a servicios, fueron los que tuvieron una incidencia mayor en la variación mensual.

Respecto de la proyección interna para la inflación del mes de diciembre último, señala que las sorpresas se concentraron en dos grandes áreas. Por una parte, comenta que hubo alzas algo mayores de los alimentos subyacentes y también de las frutas y verduras, donde se produjo una suerte de anomalía asociada a fenómenos climáticos, que hizo que el patrón estacional habitual no se diera en esta oportunidad. Informa que el segundo grupo de sorpresas estuvo dado por elementos que tienen una dinámica estacional, donde las variaciones también fueron algo más intensas que lo previsto.

Además, hace presente que, en opinión de la Gerencia de Análisis Macroeconómico, parte de esta sorpresa inflacionaria obedece a efectos rezagados de la depreciación del tipo de cambio y, por lo tanto, que en la medida que no se verifique una depreciación adicional en el tipo de cambio, no debiera haber cambios adicionales en estos precios.

Destaca que a pesar de las sorpresas antedichas, las expectativas de inflación se movieron de manera acotada. De hecho, especifica que las que se derivan de los seguros de inflación enero - junio aumentaron, pero de manera bastante atenuada. Agrega que entre las compensaciones inflacionarias, la uno en uno, que es la más relevante para efectos de definir la meta, si bien se ajustó al alza, está en niveles coherentes con la meta en lo más reciente.



En relación con frutas y verduras, que fue uno de los ítems que generó sorpresas, se estima que un fenómeno climático está afectando sus precios, tendiendo a rezagar su dinámica habitual.

Añade que la proyección interna para febrero considera una caída aproximada de 4% en los precios por estacionalidad, similar a la contemplada por la ODEPA.

Destaca que otro ítem que también ha sido fuente de mayor inflación total son los combustibles, que han registrado correcciones sistemáticas al alza. Respecto de los meses venideros, anticipa que, de no mediar cambios abruptos en el tipo de cambio, no se materializarán alzas adicionales. Además, subraya que las variaciones que ha anunciado la ENAP han estado bastante en línea con las proyecciones internas.

Por otra parte, manifiesta que las tarifas eléctricas mostrarán caídas en los próximos meses, porque los nuevos contratos han comenzado a entrar en vigencia y, en consecuencia, originarán un bono inflacionario importante en el mes de marzo o abril.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera menciona que el precio de los combustibles podría registrar variaciones, habida consideración de las tensiones que están en desarrollo en Irán y las decisiones administrativas que adoptará la Unión Europea de aquí al término del mes en curso, relacionadas con la aplicación de restricciones al programa verde en ese país.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, mencionando que la inflación de servicios continuará creciendo a tasas superiores al 4% por los efectos rezagados de la dinámica salarial. Agrega que el comportamiento de esta parte de la inflación ha estado dentro de los rangos previstos, esperándose que comience a atenuarse conforme el crecimiento de los salarios vaya también disminuyendo y las estrecheces en el mercado laboral se tiendan a distender.

En razón de lo expuesto, informa que se está corrigiendo al alza la proyección de inflación para los próximos meses. Recuerda que la inflación alcanzó a 4,4% en el año 2011, que se esperan valores superiores a 4% en los meses de enero y febrero del presente año y a que a partir de entonces se observarán inflaciones convergiendo hacia el 3%.

Agrega que en el horizonte de corto plazo, esto es, hasta junio próximo, la inflación anual llega a 3,2% y que con esta trayectoria descendente, el IPCX1 convergería a un 2,8% hacia abril y a partir de entonces se mantendría en niveles en torno a 3%.

El Consejero señor Sebastián Claro, a raíz del alza de los precios de los granos y cereales discutida en la presentación del escenario internacional, consulta por la evaluación que se hace internamente respecto de los márgenes en el sector de alimentos o de algunos productos alimenticios que históricamente han tenido un impacto importante en el IPC.

El señor Claudio Soto responde que los márgenes no están particularmente desalineados, ya que apenas superan el promedio de los últimos 5 años. Agrega que no hay margen que recuperar y que, por lo tanto, no se deberían observar saltos abruptos en estos precios, y que tampoco hay espacio para que estos precios se mantengan en caso de un aumento de los costos. Indica que de acuerdo con ello, el supuesto que está implícito en esta proyección es que podría haber aumentos en los precios y de los costos, que llevarían a que persista el alza de los componentes subyacentes de alimentos, pero a tasas moderadas, similares a las observadas durante el año pasado.



El señor Luis Óscar Herrera agrega que el nivel actual de los precios de granos y cereales es un 20% más bajo que el registrado en septiembre del año 2011, pero superior al mínimo alcanzado en diciembre.

El señor Claudio Soto acota que en materia de márgenes, la visión gruesa que se tiene internamente es que hay poca holgura, porque los márgenes están levemente por sobre el promedio histórico. De todas maneras, plantea que la proyección contempla que persistirán las alzas en los precios de alimentos X1, que compensarán eventuales caídas sistemáticas de otros ítems a futuro, como los artículos electrónicos, por ejemplo.

Al continuar con su presentación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto se refiere a las comisiones financieras y exhibe al efecto los gráficos sobre los índices de riesgo internacional y de Chile que se contienen en la lámina N° 48. Sobre el particular, comenta que el primero registra algunas caídas en el margen que, de alguna manera, refleja la caída en el VIX de los últimos días, mientras que en Chile, el índice de riesgo continúa en niveles elevados, debido a que los CDS a 5 años y el EMBI han tendido a aumentar en lo más reciente.

El señor Claudio Soto destaca que el *Spread prime-swap* y el *Spread on shore* disminuyeron, dando cuenta de que las tensiones en el mercado monetario de corto plazo tendieron a ceder después de la aplicación de las medidas adoptadas por el Banco Central para facilitar la gestión de liquidez.

Sin embargo, advierte que otros indicadores, que miden las condiciones de financiamiento para los bancos, siguen mostrando estrecheces y restricciones. A título ejemplar, señala que el premio para el financiamiento externo de los bancos está en niveles considerablemente más altos que lo observado en los últimos trimestres y que el *spread* de los bonos bancarios permanece en niveles relativamente elevados comparados con los registrados en los últimos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán pregunta por el promedio del *Spread prime-swap* en el período anterior a la crisis y si este es superior o inferior a la observación de hace dos o tres meses.

El señor Claudio Soto precisa que los *Spread prime-swap* a 360 días son algo mayores que los registrados tres o cuatro meses atrás y superiores también a los observados hasta mediados del año 2011.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto señala que el tipo de cambio se ha apreciado en lo más reciente, revirtiendo la sobre-reacción de las semanas previas no explicadas por movimientos de los fundamentales.

Informa, además, que las tasas reales tendieron a caer desde la última Reunión y con mayor fuerza luego de la publicación del dato de inflación.

Por otra parte, hace presente que no se han registrado movimientos importantes en la Bolsa.

En cuanto a las tasas nominales, manifiesta que las de los bonos han tenido un movimiento mixto. Sin embargo, destaca que las tasas *swap* aumentaron de manera significativa luego de la publicación del dato de IPC, determinando que la trayectoria futura de tasas que se deriva de la curva *forward* dé cuenta de caídas bastante menos intensas que las previstas antes de conocerse el dato de IPC antedicho.



Con respecto a las tasas de colocación de los demandantes finales, destaca que las referidas a las colocaciones de consumo a 90-360 días anotaron una caída importante en noviembre último y que luego se han mantenido en niveles algo más bajos aún. Agrega que las tasas de colocación comerciales a igual plazo muestran algunas caídas en el margen, pero aquellas a 30-90 días, que son más relevantes porque se relacionan con el capital de trabajo de las empresas, han aumentado algo en el margen.

Señala que otras fuentes de financiamiento para las empresas, como los premios de bonos corporativos, han mostrado aumentos en lo más reciente y se han mantenido en niveles más altos que los observados luego de la crisis.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en su opinión, hay dos puntos a destacar. En primer término, plantea que la clave del fenómeno de restricción de liquidez y de los aumentos en la tasa de captación observados en diciembre último, era en qué medida estas alzas podían traspasarse a las tasas de los créditos comerciales de corto plazo. En ese sentido, manifiesta que lo tranquiliza la estabilidad que exhiben las tasas de colocación comerciales de entre 30-90 días, ya que son muy relevantes en términos de capital de trabajo.

En segundo lugar, señala que le llama la atención el alza de los premios de los bonos corporativos, del orden de 30-40 puntos base, que es bastante permanente y obedece a causas estructurales, por cuanto hay un mayor cuestionamiento por parte de sus naturales compradores —AFP, compañías de seguros, otros inversionistas institucionales— respecto de la percepción de riesgo, influida también por otros fenómenos domésticos. Por lo tanto, estima que el aumento de estos *spreads* se mantendrá por mucho tiempo. Al respecto, piensa que este aumento constituye un fenómeno de mayor costo de financiamiento.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, destacando que las colocaciones comerciales han mantenido su dinamismo, no así las colocaciones de comercio exterior, que se han desacelerado y estarían reflejando una moderación en el crecimiento de las importaciones.

Sin embargo, hace notar que, de acuerdo con lo que refleja el gráfico sobre colocaciones y componentes de comercio exterior que se contiene en la lámina N° 56 de la presentación, en este episodio en particular, se observa que las importaciones han tendido a desacelerarse antes que las colocaciones y, en consecuencia, que la desaceleración que exhiben las colocaciones en los últimos meses respondería a una disminución de las importaciones que viene ocurriendo desde un tiempo algo mayor.

En cuanto a las colocaciones para hogares, subraya la persistencia del dinamismo de las colocaciones de consumo y la moderación del ritmo de expansión de las hipotecarias que, de alguna manera, es coherente con lo arrojado el día anterior por la encuesta de condiciones crediticias, esto es, que todavía hay una percepción de demanda por crédito que es más bien expansiva, a pesar de que las condiciones de oferta sí se perciben como más restrictivas.

Respecto de los datos de actividad, plantea que el dato de IMACEC correspondiente al mes de noviembre, de 0,8% mensual, revirtió la caída sorpresiva que anotó el dato de octubre y que alcanzó a -0,6% mes a mes.

Hace presente que se continúa configurando un panorama en que el sector comercio sigue expandiéndose a tasas relativamente elevadas y en que el sector de industria, por el contrario, no solo se está contrayendo, sino que las perspectivas futuras tampoco son muy auspiciosas. Al respecto, anticipa que los incendios que afectaron a las plantas de celulosa tendrán algún impacto en el sector industrial, ya que, por una parte, la reconstrucción de algunas plantas podría tardar hasta dos años y, por otra, la de paneles, que si bien es



menos relevante en la parte producción, tuvo dos o tres días de paralización con ocasión de este incendio, lo que podría tener un efecto importante en el registro del sector industrial correspondiente al primer trimestre del presente año.

Con respecto a las importaciones, indica que las de bienes de consumo muestran una atenuación en su ritmo de expansión. Sobre el particular, especifica que si bien las importaciones de automóviles registraron una caída en algún momento, las importaciones globales se mantienen estancadas en niveles elevados, en tanto que las importaciones de bienes de capital, con muchos vaivenes, continúan mostrando bastante dinamismo y, de hecho, el dato en la punta está marcando un récord en términos de niveles.

Respecto de las expectativas privadas sobre actividad, hace presente que cayeron de manera significativa hace algunos meses atrás, que el mes pasado aumentaron y que en términos trimestrales muestran cierta estabilidad en el margen. Agrega que el IMCE permanece en niveles de percepción positiva y que entre los distintos sectores, destaca el de la construcción, cuyas expectativas se han mantenido muy dinámicas. Menciona que ello es coherente con los datos de ventas de viviendas, que son elevados, así como con una serie de indicadores del sector construcción que dan cuenta de una fase de expansión, con tasas de crecimiento en torno al 7%.

En el caso de las expectativas de los consumidores, informa que si bien no han seguido debilitándose de manera significativa en el margen, se mantienen en niveles históricamente bajos. Acota que este indicador incluye la percepción de la situación del país como un todo, más que la percepción de la situación económica particular, que es la que lo está afectando.

En materia de proyecciones, señala que el dato de IMACEC del mes de noviembre estuvo muy en línea con lo anticipado internamente y que no se cuenta con antecedentes relevantes que lleven a modificar mayormente las perspectivas de proyección hacia adelante. Reitera que el PIB del primer trimestre se corregirá levemente, desde 4,2 a 4,1%, por la contracción del sector industria, que en vez de caer 0,8% lo haría en alrededor de 1,5%, mientras que para el cierre de año no hay antecedentes que justifiquen modificar la proyección. Agrega que por el lado de la demanda tampoco hay novedades significativas, ya que el consumo crecería 4% el primer trimestre del presente año y no en torno a 5%, como se estimó anteriormente, y que la inversión continúa con tasas de crecimiento elevadas.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si la recuperación del sector Resto se explica principalmente por el sector EGA.

El señor Soto responde que al sector EGA se suma un mayor dinamismo del sector minero y la recuperación del sector pesca, del orden de 20%, que había caído de manera importante a comienzos del año 2011.

En cuanto al sector pesca, aclara que para efectos del IMACEC y del PIB, los salmones se incluyen en el componente recursos naturales, mientras que sus exportaciones forman parte de las exportaciones industriales.

En relación con el mercado laboral, el señor Claudio Soto no reporta grandes novedades, por cuanto se mantiene estrecho, con tasas de desempleo estables en torno a 7%; y registra una atenuación del ritmo de expansión del empleo, en general, y un retroceso en el empleo por cuenta propia, que se expandió significativamente a comienzos del año 2011 y luego fue retrocediendo. Añade que se observa una expansión del empleo asalariado en los últimos meses, que se explica de manera importante por el empleo agrícola, que por un tema de carácter estacional aumenta en estos meses.



Destaca que los salarios registraron una variación de 0,5% en noviembre, en línea con las variaciones mensuales que se observan de acuerdo con un cierto patrón estacional, y que en el mes de diciembre debería registrarse un movimiento importante, también por un factor estacional, explicado por los reajustes que se aplican a fin de año, así como otros pagos y compensaciones, que si bien se reflejan en el CMO más que en el IREM, llevarán a un aumento mensual de este indicador en diciembre.

Con respecto a las variaciones interanuales, hace notar que los salarios reales han continuado creciendo entre 2 y 3%, mientras que los costos laborales unitarios han tendido a retroceder. Hace presente que ello es coherente también con una cierta desaceleración en la creación de empleo, que ha llevado a una leve aceleración de la productividad media del trabajo en el margen y a que los costos laborales unitarios tiendan a caer en términos anuales.

El Consejero señor Sebastián Claro concluye que la masa salarial nominal está creciendo al 10%, ya que los salarios nominales lo hacen al 6% y el empleo asalariado al 4%.

El señor Claudio Soto explica que el aumento significativo de los costos laborales unitarios a mediados del año 2011 es coherente con el importante crecimiento del empleo que se registró entonces.

Con respecto a las perspectivas para TPM, señala que el salto registrado por las tasas *swap* con posterioridad a la publicación del dato de inflación, llevó a que las perspectivas de reducción de tasas de los próximos meses se atenuara de manera importante y, por lo tanto, a un desplazamiento de la curva *forward* hacia arriba, por lo menos hasta mediados o fines del presente año. Al respecto, recuerda que hasta la RPM pasada y hasta el último IPoM, esta curva daba cuenta de posibles movimientos de tasas hasta mediados de este año y hasta 4,25%, aproximadamente, mientras que hoy, la TPM podría llegar a superar el 4,5%. Agrega que, en adelante, la trayectoria de recuperación de tasas es más plana, porque las tasas de los bonos más largos no se movieron mucho.

Al finalizar su presentación, el señor Claudio Soto informa que, para esta Reunión, la mayoría del mercado apuesta por una mantención de la tasa, mientras que alrededor del 40% de los encuestados piensa que se acordará una reducción. Agrega que los resultados de la encuesta Bloomberg son bastante similares, mientras que los analistas financieros se inclinan algo más por una mantención.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita la palabra para formular algunos comentarios.

En primer término, señala que no debería sorprender si se materializa una aceleración en el crecimiento de los salarios nominales en los próximos meses, originada por la sorpresa inflacionaria del mes de diciembre último, ya que muchos contratos tienen cláusulas de reajustabilidad semestral. A su juicio, no correspondería concluir de ello que el mercado laboral se está tornando aún más estrecho, ya que obedece a un elemento de la mecánica de los contratos y no a un fenómeno de oferta y demanda o de funcionamiento del mercado laboral.

Al respecto, manifiesta que, en algún momento, se retiró la fórmula que pretendía corregir el efecto del rezago en la indexación salarial. Recuerda no haber protestado entonces, porque la inflación estaba contenida, pero que ahora desearía verla nuevamente, no para esta Reunión, sino que para las siguientes.



A título de segundo comentario, indica que el escenario base del IPoM consideraba un proceso de desaceleración del PIB y uno algo menor de la demanda interna. En su opinión, transcurrido un mes desde la publicación del Informe, este escenario base sigue siendo válido. Sin embargo, estima que una corrección en el margen es que esa desaceleración podría ser algo más acentuada que la prevista entonces, habida consideración que la decisión que el Consejo adoptará hoy tendrá efectos en seis meses más. A su juicio, ello debe ser considerado para efectos de la decisión a tomar en esta ocasión.

En tercer lugar, sostiene que los datos referidos a los bonos son más confiables que otros para determinar si ha habido un aumento en el costo de fondos de las empresas no bancarias chilenas. Al respecto, expresa que es evidente que el *spread* de estos respecto de los bonos del Banco Central y de la Tesorería General de la República, ha venido aumentando y que durante el último mes no fue la excepción. Plantea que ese aumento no responde a variaciones de la curva *forward*, que se tiende más bien a aplanar, sino que el *spread* entre las tasas de colocación al sector de empresas y la tasa de política monetaria ha tendido a aumentar. Por lo tanto, hace notar que la misma tasa de política monetaria conlleva una política monetaria menos expansiva.

El Consejero señor Enrique Marshall se refiere a los episodios de tensión de diciembre último. Sobre el particular, destaca que una evaluación más en perspectiva de lo acontecido en el sistema bancario, lo lleva a concluir que el sistema está funcionando con bastante normalidad y que, además, se observa un grado mayor de cautela y de prudencia, como lo refleja la encuesta de condiciones crediticias. Enfatiza que, a su juicio, ello es razonable y sano.

El segundo lugar, se refiere a los *spreads*, a los márgenes y primas por riesgo en Chile y el mundo. Al respecto, expresa que, en el pasado, las primas prácticamente desaparecieron en el mundo entero, lo cual significó, de alguna manera, un fracaso del mercado, porque si en algún momento Grecia pagó lo mismo que Alemania, eso significa que el mercado no percibió la información o esta fue ocultada. Señala que en respuesta a ello, necesariamente habrá más regulaciones. Expresa que su sugerencia apunta a ser cautelosos a la hora de extraer conclusiones muy definitivas respecto de los movimientos que se puedan estar apreciando en los mercados y también al momento de evaluar los riesgos y de compararse con referentes inadecuados.

El Consejero señor Sebastián Claro alude al énfasis puesto durante ya varios trimestres en la normalización de la actividad y de la demanda, del consumo e inversión, y en la perspectiva respecto a que durante este año 2012, estas variables registrarán una tasa de crecimiento bastante homogénea, de un dígito, salvo algunas excepciones.

Al respecto, consulta sobre la evaluación que se tiene internamente en cuanto a la eventual materialización de las proyecciones de normalización del consumo y de los distintos ítems de inversión.

El señor Claudio Soto responde que en cuanto al consumo, los datos están corroborando el diagnóstico del último IPoM. A título ejemplar, indica que información algo más casuística, como las proyecciones de ventas de automóviles de la ANAC, da cuenta de tasas de crecimiento negativas para el año 2012

Hace presente que en el caso de la inversión, que ha estado sorprendiendo sistemáticamente al alza, la proyección se basa principalmente en la evolución de los fundamentales. Expresa que, de acuerdo con ello, se está suponiendo que debiesen normalizarse, pero que los datos aún no la reflejan.



El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que hay una discrepancia a nivel de demanda final. Precisa que en consumo, por ejemplo, esta se observa entre los oferentes y los demandantes finales. Al respecto, comenta que, en general, las cifras provenientes de los demandantes finales, sean estas de solicitudes de crédito, compras, compras de bienes durables o compras en el comercio, se mantienen relativamente con mayor dinamismo, mientras que las de los oferentes, esto es, bancos, oferentes de crédito o las empresas como importadores de bienes de consumo, se observan señales de mayor cautela. En consecuencia, hay cierta discrepancia en la demanda de los consumidores, que se mantiene, mientras que algunas señales por parte de los productores podrían anticipar una desaceleración en los próximos meses.

Con respecto a las condiciones financieras, concuerda con que es difícil saber cuál es la normalidad, razón por la cual se está en proceso de descubrimiento de cuáles son las condiciones apropiadas hacia adelante. Agrega que, desde el punto de vista del grado de entusiasmo o pesimismo que existe en los mercados financieros, sí es un factor relevante para efectos de la tasa de interés, ya que el entusiasmo de los mercados financieros genera una situación de demanda más expansiva y condiciones para el endeudamiento más favorables, que tiene implicancias para la tasa de política monetaria.

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 181, incorporándose a ella el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

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 las medidas adoptadas en la Eurozona han logrado contener la escalada de los premios de financiamiento, pero sin revertir las agudas tensiones financieras que enfrentan bancos y gobiernos; que continúa el deterioro en las perspectivas de crecimiento de esa región; y que fuera de esta zona, las condiciones financieras se mantienen relativamente estables.

En cuanto a Estados Unidos, hace presente que sus autoridades políticas han logrado un acuerdo transitorio respecto del presupuesto de gobierno, pero que persiste el riesgo de un ajuste fiscal más pronunciado en el corto plazo. Asimismo, hace notar que si bien sus cifras recientes de actividad y empleo han sido algo mejores que lo esperado, las proyecciones de crecimiento para el año 2012 se mantienen moderadas

Agrega que en China, los indicadores de actividad continúan señalando un ritmo más moderado de crecimiento, aunque aún sólido; y, por último, menciona que los precios internacionales de las materias primas, incluyendo alimentos y energía, muestran un repunte durante el último mes.

Respecto de Chile, el señor Luis Óscar Herrera comenta que el producto y la demanda interna han evolucionado de acuerdo a lo previsto en el IPoM de diciembre, y que las condiciones en el mercado laboral siguen estrechas.



En materia de inflación, destaca que el registro del mes de diciembre fue mayor que lo esperado; que en este resultado influyeron factores puntuales, pero también una mayor contribución de algunos componentes de la inflación subyacente; y que no obstante ello, las expectativas de inflación se mantienen en torno a la meta.

Asimismo, consigna que las fricciones en los mercados monetarios locales se han moderado significativamente, en particular las tasas de captación bancarias, pero que otras fuentes de financiamiento permanecen estrechas.

Finalmente, informa que las encuestas y precios financieros continúan anticipando un relajamiento gradual de la política monetaria en Chile durante los próximos meses, aunque para esta Reunión la mayoría de los analistas y operadores espera una mantención de la TPM.

El Gerente de División Estudios manifiesta que este conjunto de antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes para esta Reunión la mantención de la TPM en 5,25% o un recorte de la tasa en 25 puntos base, hasta 5%, e indica que la recomendación en esta oportunidad es por la segunda opción, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, plantea que tal como se ha señalado en las últimas RPM, se ha configurado un escenario externo más adverso, con consecuencias negativas y riesgos significativos para el crecimiento del mundo y de la economía chilena.

Agrega que, hasta la fecha, los indicadores de actividad y gasto en Chile muestran una desaceleración que, en lo principal, obedece a una convergencia normal y deseable hacia tasas de tendencia; que el escenario base del IPoM de diciembre contempla que esta desaceleración continuará profundizándose en los próximos meses; y que si bien se observan en el sector real algunos síntomas de transmisión de la situación externa a la economía nacional, el patrón no es uniforme a través de los distintos indicadores.

Asimismo, comenta que en el ámbito financiero, las fricciones en el mercado monetario local han tendido a disiparse en las últimas semanas, pero que aún se observan mayores costos de financiamiento externo para bancos y empresas, así como mayores premios en los bonos de empresas locales. Añade que la última encuesta de crédito también indica un comportamiento crediticio más cauteloso por parte de la banca, que contrasta con las solicitudes de crédito, que aún se mantienen dinámicas.

El señor Luis Óscar Herrera reitera que la inflación de diciembre excedió las proyecciones internas y las del mercado. Explica que en este resultado se conjugaron algunos factores puntuales y otros que podrían ser de carácter más duradero, como los efectos rezagados del aumento de los precios internacionales de alimentos, el traspaso de la depreciación cambiaria del cuarto trimestre del año 2011 y la normalización de la inflación subyacente. En su opinión, aquellos factores puntuales deberían tener una influencia transitoria en la inflación, en la medida que no afecten las expectativas inflacionarias o se traspasen a otros precios por cláusulas de indización o compresión de márgenes. Añade que la respuesta de las distintas medidas de expectativas de inflación a la sorpresa de diciembre ha sido muy tenue, pero que es un aspecto que debe seguir siendo evaluado.

Plantea, además, que la inflación de tendencia se comporta con más inercia, pero que, por lo general, responde con rezagos al ciclo económico y a las presiones de demanda. Recuerda que desde hace algunos trimestres, la evaluación que estaba contenida en el IPoM y en estas Reuniones ha sido que la brecha de capacidad en la economía chilena se encontraba cerrada y que las condiciones en el mercado laboral eran estrechas. A su juicio, una interpretación de las cifras recientes de inflación subyacente es que reflejan



una normalización ante el cierre de brechas y que, por lo tanto, no alteran el diagnóstico respecto de las presiones inflacionarias latentes.

Alternativamente, menciona la hipótesis de que la aceleración reciente de la inflación de tendencia señale una situación más estrecha en el uso de la capacidad de la economía, en los márgenes de comercialización y en el mercado laboral. Sin embargo, explica que para ratificar esta hipótesis, sería necesario observar mayor persistencia en este indicador antes de modificar la evaluación respecto de la situación cíclica de la economía. Por otra parte, manifiesta que las proyecciones internas indican que hacia adelante las condiciones en el uso de la capacidad instalada y el empleo no continuarán estrechándose, sino que, por el contrario, que existe una probabilidad relevante de que se den mayores holguras como consecuencia de los efectos de la situación internacional sobre la economía chilena. En todo caso, indica que este también es un factor a seguir evaluando en los próximos meses.

Con respecto a las opciones planteadas para esta Reunión, hace presente que la opción de recortar la tasa en 25 puntos base tiene como ventaja responder ante el escenario externo, anticipándose a sus probables efectos negativos sobre el crecimiento y la inflación en Chile. Advierte que esta decisión no está exenta de riesgos, considerando que aún es incierta la intensidad del impacto de la situación externa sobre Chile, así como la evaluación sobre la posición cíclica de nuestra economía y las presiones inflacionarias subyacentes. Sin embargo, recalca que la política monetaria actúa con rezagos relevantes sobre la demanda y la inflación, por lo que debe actuar en función de la evolución esperada de estas variables, aun con información incompleta.

Por su parte, plantea que la opción de mantener la tasa en esta ocasión tendría como ventaja acumular más información sobre la situación externa, así como respecto de la intensidad de sus efectos en Chile y las presiones inflacionarias subyacentes. Hace presente que si bien ello tiene la ventaja de minimizar la probabilidad de una reversión en el curso de la política monetaria más adelante, tiene el riesgo de requerir ajustes más pronunciados más adelante.

Con respecto al primer punto, la situación externa, señala que la evidencia acumulada hasta ahora parece suficiente para anticipar que las tensiones en Europa se mantendrán por un tiempo prolongado, que esta región atravesará por un proceso recesivo y que esta situación afectará negativamente el crecimiento mundial. Indica que la evidencia respecto del segundo punto, esto es la transmisión a la economía local, aún es más incierta. Sin embargo, manifiesta que la situación externa ya ha generado mayor cautela en algunos agentes locales y que, tal como quedó en evidencia durante el mes pasado, también es más propicia para que se produzcan situaciones de mayores fricciones financieras que afectan la evolución del crédito y la demanda. En todo caso, plantea que este también es un factor que deberá seguir siendo evaluado durante los próximos meses, tanto en sus dimensiones financieras como reales.

El Gerente de División Estudios precisa que este conjunto de consideraciones llevan a proponer la reducción de la TPM en 25 puntos base.

Con respecto a las consideraciones tácticas, hace notar que la opción recomendada en esta oportunidad se aleja de la expectativa mayoritaria en las encuestas, pero no de la trayectoria esperada de la TPM en un horizonte algo mayor.

Por último, expresa que en caso de adoptarse la decisión de reducir la tasa, sería recomendable confirmar que la evolución reciente de la economía internacional y nacional se mantiene acorde con el escenario base delineado en el último IPoM, y que si bien la sorpresa inflacionaria de diciembre es un antecedente relevante, no es suficiente para modificar este escenario.



El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y, prosiguiendo con la Sesión, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín inicia su exposición, señalando que el escenario económico continúa mostrando importantes vaivenes y elevados niveles de incertidumbre.

Subraya que, a nivel interno, la actividad y el empleo muestran una desaceleración importante y que la inflación registró en diciembre un aumento sorpresivo, en tanto que en el ámbito externo, destaca la incertidumbre y la debilidad económica en Europa.

Respecto del escenario internacional, especifica que las tensiones financieras continúan, aunque se han moderado levemente respecto de los máximos históricos alcanzados por varias economías europeas en los últimos meses, medidos por los CDS a cinco años; que en Grecia, los CDS siguen en niveles récord, aunque las últimas semanas han ido descendiendo, tras haber alcanzado niveles superiores a los 10.000 puntos base; y que la misma situación se observa en las economías del centro de Europa, donde Italia, Francia y Alemania se ubican en niveles cercanos a los 500, 200 y 100 puntos base, respectivamente.

En términos de actividad, hace presente que la última proyección de Consensus Forecasts apunta a una contracción de 0,1% en el año 2012 para la Zona Euro. Por otra parte, menciona que los datos sectoriales confirman paulatinamente que esta región se encuentra en recesión, como es el caso de las ventas minoristas de noviembre, que disminuyeron 0,8% mensual y en términos desestacionalizados, y que decrecieron 2,1% interanual, tras una caída de 0,8% en el mes anterior.

Agrega que las economías más importantes de Europa muestran también los efectos de la crisis. Sobre el particular, precisa que en Alemania, la producción industrial en noviembre creció 3,2% en doce meses, pero que cayó 1% mes contra mes en términos desestacionalizados y anualizados, tras un 4% de crecimiento en el mes previo; que Francia creció 0,8% interanual y 1,1% mes contra mes, tras un 1,8% en el mes anterior; y que Italia decreció 3,6%, tras una caída de 3,2% en octubre. En consecuencia, afirma que este es un escenario de alta volatilidad, pero más aún, de marcada desaceleración, que muestra signos cada vez más evidentes de recesión en la Zona Euro.

Con respecto a la economía de Estados Unidos, destaca sus señales de mejoría. De hecho, comenta que en el mes de diciembre, ese país creó 200.000 empleos, superior a los 100.000 del mes de noviembre. Por su parte, precisa que la tasa de desempleo bajó a 8,5%, desde 8,7% del mes previo, aunque hace el alcance que esta mejora está muy influida por la evaluación de la fuerza de trabajo en ese país. En lo referente al sector industrial, subraya que el PMI manufacturero de diciembre subió a 53,9, de los 52,7 de noviembre, manteniéndose sobre el umbral de 50. Por otro lado, manifiesta que el índice de sentimiento del consumidor de la Universidad de Michigan registró un importante avance en el mes de diciembre, alcanzando 69,9 puntos, tras los 64 de noviembre y los 60,9 de octubre. De esta forma, concluye que las cifras revelan una economía que si bien crece a ritmo lento, no está entrando en recesión.

En cuanto a China, indica que hay incertidumbre sobre los efectos de la crisis europea y la disminución de la demanda global sobre el sector exportador. De hecho, señala que el crecimiento de las exportaciones se desaceleró, llegando a 13,8% en noviembre, tras el 15,9% de octubre y el 17,1% de septiembre; pero que, por otra parte, el PMI manufacturero oficial repuntó a 50,3 en diciembre, tras haber descendido a niveles de 49 en



noviembre. Con todo, recalca que la inflación del mes de diciembre descendió a 4,1% en doce meses, su nivel más bajo en quince meses, dando a la autoridad mayor rango de maniobra en caso de ser necesario.

En consecuencia, el Ministro de Hacienda expresa que se enfrenta un escenario global en donde el elemento de mayor riesgo se concentra en la Zona Euro, que esta situación es similar a la que se enfrentaba en la última RPM, pero con la diferencia que el escenario de recesión en Europa se ha ido materializando paulatinamente.

Por otro lado, plantea que la actividad económica interna exhibe un proceso de desaceleración algo más rápido que lo esperado a mediados del año 2011, donde el IMACEC de noviembre creció 4%, tras el 3,4% de octubre y que se espera que el ritmo de crecimiento actual continúe en el corto plazo, como lo muestra la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de enero, que arroja una tasa de crecimiento de 4% para este indicador en diciembre último.

El señor Felipe Larraín agrega que el consumo sigue creciendo a tasas robustas, mientras que los datos de ventas del comercio minorista del mes de noviembre muestran una tasa de crecimiento de 8,5%, esto es, una desaceleración respecto del 8,6% registrado en octubre.

Por su parte, informa que el empleo exhibe signos de moderación, en línea con el menor dinamismo observado, ya que creció a una tasa interanual de 2,7% en el período septiembre-noviembre y se desaceleró respecto del 3,5% del trimestre móvil inmediatamente anterior; que en el mes de noviembre, los salarios reales crecieron 2,1% en doce meses, cifra inferior al promedio acumulado en el año 2011, de 2,6%; y que, en consecuencia, el mercado laboral muestra en el margen signos de moderación.

Por el lado de la inversión, indica que las importaciones de bienes de capital crecieron un 21% interanual en el cuarto trimestre del año 2011, desacelerándose respecto al 29,7% del trimestre previo.

Por otra parte, señala que la Cámara Chilena de la Construcción proyecta para el presente año un crecimiento de 7,5% de la inversión en construcción, inferior al 8,4% proyectado para el año 2011.

En este contexto de menor dinamismo, destaca que la inflación registró un sorpresivo aumento en diciembre, superior a lo esperado por el mercado, llegando a un nivel de 4,4% en doce meses. Hace presente que un factor clave fue el aumento estacional de ciertos precios, en particular de los del sector transporte, mientras que, adicionalmente, los incrementos en los precios de alimentos siguen siendo parte de las sorpresas al alza de los últimos meses.

Asimismo, comenta que los precios internacionales de *commodities* agrícolas, como el maíz y el trigo, han aumentado en el último mes, aunque se encuentran aún por debajo de los niveles de fines de octubre y comienzos de noviembre.

Por otra parte, plantea que se ha observado cierta estabilidad en el mercado del petróleo, donde el barril de petróleo WTI se mantiene en niveles similares a los observados desde la última Reunión, en torno a los US\$ 100. De esta forma, anticipa que una vez que se diluyan los efectos sorpresa que se han observado recientemente, se debería advertir una atenuación en las presiones inflacionarias.



Además, señala que las expectativas de inflación para el presente año 2012 se mantienen acotadas en torno al centro del rango meta del Banco Central. En efecto, precisa que según la Encuesta de Expectativas Económicas del Instituto Emisor correspondiente al mes de enero, la inflación del año 2012 se ubicaría en 3%. Añade que las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles de 2,78% y que la evolución del tipo de cambio en los últimos días ha apuntado también a una apreciación del peso, que contribuiría, de mantenerse, a atenuar las presiones inflacionarias.

En este escenario de desaceleración de Chile y el mundo, manifiesta que el Ministerio de Hacienda cree altamente probable que las presiones inflacionarias disminuyan en los próximos meses, pese a los aumentos recientes, atribuibles, en parte importante, a factores puntuales. Sin embargo, advierte que 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, el señor Felipe Larraín enfatiza que parece recomendable comenzar el proceso de disminución de tasas, evitando así reaccionar tardíamente en caso que la situación internacional se vuelva más adversa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

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

El Consejero señor Sebastián Claro comienza su intervención señalando que son varias las consideraciones, tanto internas como externas, que alimentan la decisión de hoy.

En el ámbito externo, indica que, en su opinión, la principal novedad es la ausencia de grandes novedades. Al respecto, señala que la debilidad externa en Europa continúa y que la Zona Euro ya estaría entrando en recesión; que en Estados Unidos, la débil recuperación continúa su curso; que en Asia, particularmente en China, la desaceleración también ha continuado en línea con lo anticipado; que la ausencia de tensiones mayores en el sistema financiero europeo, en parte determinadas por la agresiva acción de su Banco Central, ha acompañado la recuperación de algunos activos financieros, castigados inicialmente por la alta percepción de riesgo; y que en línea con este escenario, los *commodities* se han mantenido altos y, en algunos casos, con bastante volatilidad, reflejando evidentes tensiones de oferta.

A su juicio, estos fenómenos deben ser seguidos de cerca, porque aún sin un cambio de escenario externo, podrían aparecer importantes movimientos de materias primas, con consecuencias sobre los términos de intercambio e inflación en el corto plazo.

En suma, manifiesta que las noticias externas son positivas, en el sentido que no se ha deteriorado el ambiente aún más y que no se han materializado los problemas financieros mayores que se han discutido en los últimos meses, pero que, en términos generales, la debilidad continúa de acuerdo con lo contemplado previamente.

Con respecto al ámbito interno, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que los indicadores de actividad y demanda también dan cuenta de una desaceleración similar a la anticipada. Sobre el particular, plantea que los indicadores son mixtos respecto de la profundidad de este fenómeno, ya que algunos dan cuenta de que el dinamismo continúa, en particular las importaciones de bienes de capital y los volúmenes de crédito, mientras que otros muestran señales de un menor dinamismo, como es el caso de las importaciones de bienes de consumo, la percepción de inventarios, las condiciones en el otorgamiento de algunos créditos y los *spreads* de bonos corporativos. Añade que el mercado laboral ha mantenido su dinamismo, pero que la tasa de crecimiento del empleo se



ha normalizado sustancialmente, con salarios reales que crecen hoy día entre 2 y 3%. Con todo, sostiene que estas cifras son coherentes con un panorama de normalización de la actividad y demanda interna, sin constatar una desaceleración brusca o un impulso mayor.

En este contexto, y dados los riesgos provenientes del exterior y la posibilidad de una desaceleración mayor de la economía, señala que, en su opinión, se sigue justificando una transición de la TPM desde su nivel actual a un rango que, sin ser evidentemente expansivo, provea de mayor espacio para un ajuste de la economía en condiciones más desfavorables.

Al continuar con su intervención, el Consejero señor Sebastián Claro destaca que las principales novedades desde la última Reunión son de carácter interno y que se refieren al *stress* observado en los mercados monetarios y al registro de inflación mayor que el esperado. Expresa que su análisis de ellos lo hace en función de cómo afectan esta trayectoria anticipada de la TPM.

Respecto de las alzas importantes de tasas observadas en los mercados monetarios en el mes, señala que, a su juicio, son dos las ideas que resultan necesarias de enfatizar. Indica que la justificación de ofrecer liquidez más allá de lo estrictamente normal fue adecuada, ya que contribuyó a normalizar un mercado cuyos precios reflejaban una tensión excesiva, y que se descarta, por ahora, la idea de que estas tensiones obedecían a restricciones muy fuertes de liquidez provenientes de un agudo deterioro en la situación externa. Enfatiza lo anterior, porque pone en perspectiva las mayores restricciones que se observaron en el mercado financiero. En líneas generales, sostiene que la normalización de estas condiciones muestra que acciones más decididas de política monetaria que las contempladas en el escenario base, pueden descartarse por ahora.

Por otro lado, señala que el registro de inflación del mes de diciembre fue bastante mayor que el anticipado, constituyendo una noticia que debe ser adecuadamente ponderada. Subraya que este registro mostró aumentos en varias categorías, por lo que no puede ser atribuido a ningún efecto en particular. Asimismo, destaca el aumento en las medidas subyacentes que, en parte, podrían estar reflejando algunas presiones de demanda y salarios, y que hasta ahora habían mantenido las medidas subyacentes en niveles bastante bajos.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que en un contexto de desaceleración de la economía donde los riesgos a la baja se han mantenido, es esperable que la inflación caiga hacia 3% en el transcurso del año. Advierte que la volatilidad en los precios de las materias primas y del tipo de cambio hacen particularmente difícil proyectar la trayectoria específica de la inflación en el corto plazo, pero que, sin embargo, los fundamentos hacia mediano plazo de la inflación y un balance adecuado de los riesgos continúan, en su opinión, apuntando a la necesidad de converger a tasas de interés de política monetaria algo más bajas que las actuales durante los próximos meses.

Enfatiza que la sorpresa inflacionaria no debe ser desconocida, pero que tampoco altera en su esencia el panorama visualizado hacia mediano plazo de las principales variables macroeconómicas.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que ambas opciones planteadas hoy son válidas. No obstante, se inclina por bajar la tasa en 25 puntos base, porque estima que es una decisión más coherente con las condiciones macroeconómicas actuales y que sopesa de mejor manera los riesgos presentes. Hace presente que aunque el mercado espera mayoritariamente una mantención, esta no debiera ser una decisión tan sorpresiva, toda vez que la trayectoria de tasas que hoy descuentan los instrumentos financieros y esperan los agentes es similar a la contemplada en el escenario base del IPoM.



Finalmente, considera importante destacar que, probablemente, los próximos pasos de la TPM serían a la baja, pero que en las circunstancias actuales, y especialmente a la luz de las noticias de inflación, hacen que su *timing* sea particularmente dependiente de los datos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al Consejero señor Sebastián Claro y, a continuación, 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 en el último mes, el escenario mundial no ha experimentado cambios sustantivos. Sin embargo, señala que las noticias han resultado más matizadas y que los mercados han permanecido más tranquilos que en meses anteriores. Incluso, menciona que han surgido algunas señales positivas, provenientes principalmente de Estados Unidos. Agrega que, coherente con ello, los precios de las materias primas han vuelto a subir.

Respecto de las economías emergentes, indica que, con variantes, han continuado exhibiendo moderación o normalización en su ritmo de crecimiento. Plantea que algunas de ellas han observado un repunte de la inflación debido a la depreciación de sus monedas, pero que no se advierte una preocupación generalizada sobre la materia.

Con todo, enfatiza que los riesgos para el escenario mundial visualizados en el último IPoM permanecen plenamente vigentes y que requieren de un atento seguimiento.

En el frente interno, señala que los registros de actividad, bastante en línea con lo esperado, siguen dando cuenta de una desaceleración gradual, que hasta ahora ha sido fundamentalmente una normalización del crecimiento, pero que estaría comenzando a recibir el influjo del escenario externo a través de distintos mecanismos de transmisión.

Advierte que la demanda interna también se modera, pero que al hacerlo desde tasas de variación bastante más altas, mantiene todavía cierto dinamismo, lo que es coherente con el comportamiento del empleo, los salarios, los agregados monetarios y el crédito. Hace notar que matiza este cuadro el nivel más bien pesimista en que se ubican las expectativas de los consumidores.

En todo caso, comenta que las perspectivas siguen apuntando a una desaceleración de la demanda interna, en línea con lo visualizado en el último IPoM.

El Consejero señor Enrique Marshall subraya que el sistema financiero ha seguido operando con bastante normalidad, con una dosis de prudencia o cautela que resulta razonable en este escenario, y que la rápida superación de las tensiones que se observaron a fines de diciembre confirma este sello de normalidad en su funcionamiento.

En su opinión, la noticia más importante del mes ha sido, sin duda, el alto registro mensual del IPC, que sorprendió fuertemente al alza, y que con ello, la inflación anual se ha ubicado transitoriamente por sobre el rango meta. Menciona que detrás de este incremento de la inflación aparecen factores puntuales o que operan solo por una vez, pero que también asoma un incremento de la inflación subyacente, que había permanecido muy contenida hasta ahora. En todo caso, plantea que la sorpresa se refiere a un registro mensual que no modifica el diagnóstico inflacionario de mediano plazo, determinado fundamentalmente por la evolución de la demanda y la actividad. Añade que el mercado, en línea con ello, ha reaccionado con leves ajustes en las expectativas de corto plazo, pero que ha mantenido sin variaciones sus expectativas de mediano plazo.



En cuanto a la TPM, indica que el mercado sigue anticipando recortes futuros, pero que ha reducido la magnitud del ajuste esperado y ha postergado su inicio como resultado de la sorpresa inflacionaria ya comentada. Con todo, manifiesta que las encuestas muestran que una fracción significativa apuesta por un recorte en esta Reunión.

Sobre las opciones, el Consejero señor Enrique Marshall 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.

Destaca que la decisión, al igual que en la Reunión pasada, presenta cierta complejidad, porque está cruzada por consideraciones de corto y mediano plazo que no son plenamente coincidentes en cuanto a sus implicancias de política.

Expresa que, en realidad, existen buenos argumentos para apoyar una u otra decisión. Por una parte, plantea que la opción de mantener se puede justificar, aduciendo que la desaceleración interna opera con gradualidad, en un contexto en el cual las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas. Por otra parte, indica que la opción de un recorte se puede sostener, argumentando que la desaceleración interna se intensificará en los próximos meses y que irá más allá de lo que se había previsto tiempo atrás como resultado del deterioro de la economía mundial, lo que haría aconsejable actuar desde ya.

Con todo, recalca que las diferencias entre una y otra opción no son dramáticas. A su juicio, ambas son coherentes con la apreciación de que la TPM ha permanecido hasta ahora en niveles razonables, considerando las condiciones que han prevalecido, pero que requeriría de un ajuste de magnitud acotada para adecuarse al nuevo escenario; y que lo que estaría en discusión son más bien los detalles sobre su implementación práctica.

Dicho eso, reconoce que la decisión más coherente con las señales que el Consejo ha entregado en el pasado reciente es la de una rebaja. Hace presente que en las últimas tres Reuniones, la opción de recortar ha sido considerada como plausible o razonable y que luego, en el IPoM, se señaló que, en el escenario más probable, la TPM sería reducida en los próximos meses. A su juicio, si se opta por mantener, se podría interpretar que la sorpresa inflacionaria de diciembre ha modificado en forma importante el escenario base, lo que sería muy inconveniente, razón por la cual esta consideración lo lleva finalmente a preferir la decisión de recortar la tasa.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que los próximos pasos deberán ser evaluados cuidadosamente. Plantea que el mercado debe entender que la prudencia seguirá marcando el accionar del Banco Central y que no está garantizado que el ajuste sea necesariamente el que se esperaba tiempo atrás o el que se espera ahora. Agrega que las acciones que se adopten en los próximos meses estarán muy condicionadas por los datos que se vayan conociendo.

Por último, señala que si bien la apuesta mayoritaria del mercado es por una mantención, existe una fracción importante o significativa que espera lo contrario, de manera que la decisión de recortar la tasa debería ser asimilada sin grandes problemas.

En virtud de ello, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por reducir la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 5,0%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al Consejero señor Enrique Marshall y, prosiguiendo con la votación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención, agradeciendo el análisis del *staff* 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, y como señala la Minuta antedicha, hace presente que los riesgos se mantienen significativamente elevados. Adicionalmente, advierte que la evidencia reciente muestra un acoplamiento de las bolsas de las principales economías desarrolladas, así como también entre las distintas zonas de las economías emergentes. En su opinión, este acoplamiento es anormal y que, de persistir, eleva el riesgo de *shocks* sistémicos.

Destaca que el *Spread Libor - OIS* en dólares ha continuado aumentando y que, en la actualidad, supera los 70 puntos base para el plazo de seis meses. A modo referencial, señala que antes de la quiebra de Lehman Brothers bordeaba los 15 puntos base. A su juicio, ello significa que una misma TPM de la Reserva Federal se asocia a tasas de mercado más elevadas o, lo que es lo mismo, que una misma política monetaria tiene efectos menos expansivos.

Agrega que el *Spread Euribor - OIS* de la Zona Euro, en tanto, se ha mantenido respecto de la Reunión anterior, pero a niveles aún más elevados que los de Estados Unidos, en torno a 120 puntos base en seis meses. Manifiesta que otra forma de interpretar estas cifras es que el *spread* de las tasas de mercado respecto del riesgo soberano se ha elevado, reflejando primas de riesgo particularmente elevadas.

En cuanto a la economía nacional, añade a lo señalado al inicio de la Minuta de Opciones, que el *spread* entre los bonos corporativos y los del Banco Central de Chile y de la Tesorería General de la República ha continuado aumentando, reflejando así también que para una misma tasa de política monetaria, el efecto de esta política es menos expansivo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que su voto, en esta oportunidad, es por reducir la TPM en 25 puntos base, en virtud de las siguientes razones.

En primer término, estima que el escenario del IPoM sigue siendo válido y que, en consecuencia, las implicancias de política que surgen de ese análisis siguen siendo válidas.

En segundo lugar, cree que es un error sobre-reaccionar a *shocks* de corto plazo. En este sentido, comenta que si bien ha habido una reacción en las expectativas de los operadores del mercado financiero respecto de la sorpresa inflacionaria de diciembre, un Banco Central con metas de inflación a dos años no puede guiarse sobre la base de una sorpresa del mes anterior, porque eso sienta un mal precedente a futuro. Destaca que es así, por lo demás, como ha reaccionado el mercado, ya que los mercados financieros y las distintas medidas de expectativas, ya sea de mercado o de las encuestas, muestran que no ha habido una modificación relevante en las expectativas inflacionarias de mediano plazo.

Asimismo, reitera que una reducción de la TPM en esta ocasión tiende a corregir parcialmente el que las tasas de mercado para los clientes corporativos se hayan elevado por sobre las tasas de los papeles del Banco Central y de la Tesorería General de la República.



Por último, señala que también estima que es relevante reaccionar oportunamente a la desaceleración mundial, ya que si bien el escenario del IPoM sigue siendo válido, la evidencia reciente muestra que las proyecciones internas sobre la economía mundial debieran ajustarse si hay más de probabilidad hacia abajo que hacia arriba. En consecuencia, expresa que aún con mayor razón hoy se justifica tomar una decisión de reducir la TPM.

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 agradece al *staff* el excelente análisis de esta Reunión.

Hace presente que el escenario internacional sigue siendo negativo, a pesar de algunas noticias algo más auspiciosas en las últimas semanas. Precisa que, por una parte, las operaciones LTRO del Banco Central Europeo han dado un respiro a las instituciones financieras de la Eurozona y que, por otra parte, algunos datos en Estados Unidos han sorprendido positivamente. Aún así, destaca que el panorama externo presentado en el IPoM de diciembre sigue siendo válido. En este sentido, indica que las proyecciones internas para la economía global en el año 2012 eran algo menores que las de consenso y que lo que ha sucedido es que estas últimas han bajado, acercándose a las de dicho Informe.

Con respecto a Chile, señala que el crecimiento del mes de noviembre estuvo en línea con lo esperado, lo que, a su vez, es coherente con la desaceleración esperada de la actividad, producto de su normalización y de los efectos de la crisis externa. Agrega que las cifras de empleo, por su parte, exhiben menor dinamismo en el margen, a pesar de que este mercado sigue mostrando estrecheces; que en la demanda hay también signos en ese sentido, aunque sigue creciendo a tasas elevadas; y que las importaciones, con la excepción de las de bienes de capital, muestran moderación en las últimas cifras.

Menciona, además, que si bien el crédito mantiene las tasas de crecimiento de meses anteriores, con la excepción de los de comercio exterior, la última encuesta de crédito muestra un estrechamiento en su oferta. Por su parte, comenta que los mercados monetarios locales se han normalizado luego del episodio de mediados del mes de diciembre y que otras fuentes de financiamiento muestran mayor estrechez con respecto a sus patrones históricos.

En opinión del Presidente señor Rodrigo Vergara, la gran sorpresa del último mes fue el registro de 0,6% de inflación de diciembre. No obstante, hace presente que una parte significativa de dicho aumento se explica por factores puntuales, en tanto que otra parte está más relacionada con factores de tendencia o subyacentes que podrían estar vinculados a una respuesta con cierto rezago a un estrechamiento de capacidades que se registró hasta mediados del año pasado. No obstante, estima que en un escenario de menor crecimiento económico, estas presiones debieran moderarse en los próximos meses. Además, comenta que la inflación subyacente se mantiene en niveles acotados en la parte inferior del rango de tolerancia de la meta del Banco Central, y que las expectativas de inflación a 12 y 24 meses siguen ancladas a la meta antedicha. Con todo, enfatiza que este es un elemento a tener en cuenta en las próximas RPM y que, de persistir, puede tener consecuencias en cuanto a la trayectoria futura de la política monetaria.



En estas circunstancias, manifiesta que las opciones que se presentan son las más razonables. A su juicio, mantener la TPM permite acumular mayor información sobre la evolución de la economía internacional y la inflación en Chile, en tanto que bajarla en 25 puntos base es más coherente con anticiparse a una situación externa negativa, respecto de la cual ya hay evidencia de su persistencia y cuyos efectos se están sintiendo en la economía nacional. Plantea que esto, a su vez, es consistente con una situación que, en lo fundamental, no ha cambiado desde el IPoM de diciembre.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa su inclinación, en esta oportunidad, por bajar la TPM en 25 puntos base, hasta 5%. Argumenta que ello es coherente con el comienzo de un proceso de relajamiento monetario que se ha estado anunciando hace ya unos meses y que tiene como causa fundamental un escenario externo adverso. Asimismo, señala que también se inclina por ser menos precisos con respecto a la trayectoria futura esperada de la tasa rectora. Hace presente que aunque hoy se ve más probable que este sea un proceso que continúe en los próximos meses, la evolución de las expectativas de inflación será determinante en la dinámica particular que este tome, sin descartarse que se trate de un proceso que requiera pausas relevantes en los próximos meses.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por bajar la TPM a 5%.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara señala que se acuerda por unanimidad reducir la TPM en 25 puntos base, hasta 5,0% anual.

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

181-01-120112 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,0% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,0% anual.

En el ámbito externo, las economías avanzadas mantienen un lento ritmo de crecimiento, aunque algunos indicadores de actividad de Estados Unidos han dado señales de mejoría. En las economías emergentes, en tanto, continúan los signos de desaceleración. Persiste la incertidumbre acerca de cómo se resolverá la situación de las economías de la Eurozona, cuyos riesgos fiscales y financieros siguen muy elevados. Las condiciones financieras internacionales se mantienen estrechas. El precio de algunas materias primas ha aumentado.

En el plano local, la actividad económica y la demanda interna han evolucionado en línea con lo proyectado en el IPoM. El mercado laboral sigue ajustado. El mercado monetario se ha normalizado, en tanto que las condiciones de financiamiento para algunos agentes siguen más restrictivas que hace algunos meses. La inflación total y subyacente en diciembre fue mayor que lo esperado por los precios de perecibles y otros alimentos, y la incidencia rezagada de la depreciación del peso en el último trimestre de 2011. Las expectativas inflacionarias se mantienen en torno a la meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 181
Página 29 de 29

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



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda