



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 188
celebrada el día jueves 12 de julio de 2012

En Santiago de Chile, a 12 de julio de 2012, siendo las 11:00 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, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asiste a esta Sesión el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larrain Bascuñán.

Asisten también:

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 188, comunicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha decidido que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2013 se celebre el día 17 de ese mes.



Asimismo, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín ha informado que asistirá a esta Sesión de Política Monetaria únicamente en la parte de ella que se reiniciará a las 15:30 horas, de manera de estar presente en el análisis de las opciones de política monetaria y la adopción de los acuerdos correspondientes.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, para efectos de la presentación del escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales acontecimientos ocurridos desde la precedente Reunión de Política Monetaria, RPM. En primer término, alude al acuerdo adoptado por la Unión Europea, que contempla la entrega de un apoyo directo a la banca, el establecimiento de una supervisión unificada, la compra de bonos soberanos en el mercado primario y planes pro crecimiento, pero cuyos detalles se encuentran pendientes.

En segundo término, consigna que la actividad continúa desacelerándose en Estados Unidos de América, China, Brasil e India.

Asimismo, hace referencia a los nuevos estímulos monetarios en Estados Unidos de América, Europa, el Reino Unido, China, Brasil y algunas otras economías emergentes.

Además, indica que producto del acuerdo citado, se observa un mejoramiento leve de las condiciones financieras globales, lo que se refleja en un aumento de precios registrados en bolsas, una ligera reducción de las primas por riesgo y en la depreciación del dólar estadounidense.

A título de último comentario relevante de esta parte de su informe, señala que los precios de los *commodities* han tendido a estabilizarse, aunque el de los granos ha experimentado aumentos significativos.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, complementando las principales noticias del mes antes reseñadas. En lo concerniente a los desarrollos en Europa, destaca el acuerdo alcanzado en el *Summit* de la Unión Europea sobre la recapitalización de la banca que, entre otras medidas, considera un plan de estímulo pro crecimiento de €120 billones para financiamiento de infraestructura, acuerdos de impuestos y apoyo a medianas y pequeñas empresas; la pérdida del estatus preferente de los créditos que se otorgarán a los gobiernos a través del Mecanismo Europeo de Estabilización; y la facultad del Fondo Europeo de Estabilización Financiera y del referido Mecanismo para adquirir bonos en el mercado primario.

En otros ámbitos, señala que las elecciones efectuadas recientemente en Grecia dieron la primera mayoría a un gobierno que, en principio, estaría a favor de mantener el euro; que se llevó a cabo la Reunión del G-20; y que el día anterior a esta Sesión, España anunció nuevas medidas de ajuste fiscal.

En materia de clasificación de riesgo, informa que hubo un recorte bastante generalizado, que afectó a algunos bancos globales, tales como Citigroup y Soberana, así como a varios bancos españoles, dos de los cuales perdieron incluso la categoría de inversión.

Finalmente, destaca que la Unión Europea aprobó la recapitalización de la banca española por €100 billones, de los cuales €30 billones se desembolsarán antes del término del mes en curso a través del Fondo de Rescate de la banca española y el resto mediante un mecanismo que fue aprobado en el marco de ese *Summit*.



Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann informa que los CDS soberanos tendieron a bajar, aunque los de España e Italia permanecen en niveles extremadamente elevados. De hecho, subraya que dichos instrumentos tuvieron bastantes vaivenes y que los niveles actuales de los *spreads* dan cuenta de que la deuda de estos países resulta claramente insostenible. Agrega que los CDS de otras economías exhiben caídas, como es el caso de Australia, Nueva Zelanda y otras economías emergentes.

En materia de CDS bancarios, expresa que los movimientos han sido mixtos, por cuanto los de bancos estadounidenses registran caídas en general, mientras que en España, los CDS de la Caixa Catalunya han aumentado, mientras que los del BBVA y del Banco Santander se han reducido.

El señor Sergio Lehmann hace presente que la volatilidad ha disminuido. En este sentido, subraya las caídas significativas del VSTOXX, que mide la volatilidad de los mercados europeos, y un descenso algo menor del VIX. Añade que en las economías emergentes, en tanto, se observa alguna mayor variabilidad. Además, comenta que los premios por riesgos corporativos en Estados Unidos de América —*high yielders* y con clasificación A— han tendido a caer, así como también sucede en las economías emergentes.

Por otra parte, plantea que los indicadores de liquidez en dólares exhiben vaivenes. Al respecto, consigna que tales indicadores aumentaron en la primera mitad del mes, para luego tender a caer; que las tasas implícitas en futuros dólar *versus* moneda contraparte dan cuenta de una mayor estrechez en dólares en la Zona Euro, que luego tendió a normalizarse; y que los futuros LIBOR anotaron movimientos en la misma dirección, con algún incremento en la primera mitad del mes, para luego volver a los niveles de inicios del período.

En relación con las bolsas, señala que en general muestran recuperaciones parciales, pese al retroceso registrado en los últimos días. Agrega que durante la presente jornada, se están observando retrocesos adicionales y significativos, que estarían reflejando que gran parte de la recuperación habría obedecido a las noticias provenientes del acuerdo europeo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por las razones que explicarían la caída tan significativa de los mercados bursátiles en el curso de la presente jornada.

En opinión del señor Sergio Lehmann, estaría predominando la preocupación referente a la actividad, lo que se reflejaría en el reporte de la Reserva Federal sobre su reunión de política monetaria, que se conoció en el día de ayer, ya que se esperaba una señal algo más concluyente acerca de eventuales futuras medidas de relajo monetario, pero dicho anuncio fue más débil que lo esperado, afectando, de alguna manera, a los mercados financieros en el día de hoy.

El señor Sergio Lehmann retoma la presentación, mencionando que en materia de flujos de capitales, se observa una búsqueda de instrumentos de renta fija en economías refugio, específicamente, bonos estadounidenses, lo que ha determinado la mantención de las tasas de interés en estos mercados en torno a sus mínimos históricos. De hecho, precisa que aquellas a 2 años registran caídas significativas en Francia, en tanto que las a 10 años han oscilado dentro de los mínimos históricos, particularmente en Estados Unidos de América, donde alcanzan una cifra inédita de 1,48%. Acota que una situación similar exhiben los bonos alemanes.



En lo concerniente a los flujos de capitales hacia economías emergentes, menciona que estos han mostrado alguna recuperación durante las últimas semanas, asociada fundamentalmente a ingresos de capitales hacia América Latina y en menor grado a Europa emergente. Manifiesta que en este caso predomina también la toma de posiciones en bonos, mientras que el movimiento en acciones es prácticamente nulo. Finalmente, especifica que constituyen flujos netos de no residentes, que corresponden a una muestra de fondos de inversión y, por lo tanto, exhiben alguna señal en lo atinente a lo que estaría aconteciendo en términos de flujos de capitales a nivel global.

En lo referente a las monedas de economías emergentes, señala que tendieron a apreciarse durante el último mes. En este aspecto, destaca el fortalecimiento del peso mexicano y de las monedas de países exportadores de *commodities*, tales como Australia, Sudáfrica, Nueva Zelanda y Chile; que el dólar americano registró una depreciación marginal de 0,3%, mientras que la del euro fue levemente inferior al 3%, marcada por la decisión del Banco Central Europeo de recortar su tasa rectora en 25 puntos base.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las economías de varios países, como México, Chile, Colombia y Turquía, no se han desacelerado, como sí ocurre en el caso de varios otros países en desarrollo, ya que sus monedas exhiben una apreciación importante en lo que va corrido del año. Al respecto, consulta si la apreciación que registran estas economías se correlaciona en cierto grado con sus trayectorias de crecimiento y si ello se manifiesta en otros precios de activos, como es el caso de la evolución de tasas soberanas y sus bolsas, por citar algunos ejemplos.

El señor Sergio Lehmann responde que no se ha efectuado un análisis tendiente a determinar la correlación entre ambas variables, pero que, *a priori*, se podría esperar que se encuentran correlacionadas, dado que las primeras señales que se recogen apuntan en esa dirección. De hecho, alude a la depreciación del real brasileño, que da cuenta precisamente de una debilidad importante de esta economía. Agrega que también existe un componente vinculado a economías exportadoras de *commodities*, dado que la demanda asociada a estos productos continúa relativamente elevada.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, mencionando que la volatilidad de las monedas de economías emergentes ha sido bastante marcada, como es el caso del zloty, del real brasileño y del peso chileno. Asimismo, reitera el predominio de las apreciaciones durante el último mes, en especial de algunas monedas de economías latinoamericanas y exportadoras de *commodities*.

En materia de indicadores de actividad, indica que las señales son mixtas en Estados Unidos de América, Europa y Japón, y que, en general, predomina la percepción de una mayor desaceleración. Hace presente que en Estados Unidos de América se observan caídas en las ventas minoristas y producción industrial, y que en Europa, si bien el dato de producción industrial dado a conocer al inicio de la jornada de hoy fue algo mejor que lo esperado, no modifica mayormente la percepción de una desaceleración en esta región.

Agrega que por otra parte, las encuestas de expectativas son marcadamente más negativas, corroborando el predominio de esta percepción algo más pesimista. En este sentido, destaca que en Estados Unidos de América, el ISM manufacturero estuvo por debajo del pivote de 50 y que en la Zona Euro, si bien los últimos datos de PMI manufacturero y de servicios fueron mayores que lo anticipado, no alcanzaron el pivote 50, dando cuenta de que tampoco ha cambiado mayormente la percepción de una recesión en esta región. Asimismo, informa que las encuestas también fueron más negativas en Japón y China, reflejando claramente una desaceleración más marcada que lo previsto.



En cuanto a las proyecciones de Bloomberg para el segundo trimestre del año en curso, que recogen las percepciones de analistas, se aprecia la caída en la estimación de crecimiento para China a 6,6% en términos de variación trimestral anualizada, mientras que para el presente año se espera un crecimiento de 8,2%. Añade que las proyecciones internas contenidas en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, son más pesimistas para el segundo trimestre en el caso de Estados Unidos de América, lo que también ocurre en menor grado tratándose de la Zona Euro y que en cuanto a China, se encuentran alineadas.

El señor Sergio Lehmann señala, además, que la producción industrial no ha repuntado en las economías desarrolladas ni en las emergentes, como tampoco en las emergentes ex China y en el mundo. De hecho, hace notar que los PMI manufactureros respectivos están por debajo del pivote de 50, dando cuenta precisamente de la desaceleración mencionada, y que sorprenden los aumentos significativos que exhiben el PMI manufacturero de México y el PMI de servicios de Brasil.

En lo concerniente al mercado laboral de Estados Unidos de América, expresa que tampoco logra repuntar. Sobre el particular, precisa que el último registro sobre creación de empleo fue más bajo que lo previsto, alcanzando a solo 80 mil puestos de trabajo, y que sigue siendo negativo en los sectores gobierno y construcción, se desacelera en los sectores educación, salud y servicios profesionales y se acelera en el sector Otros.

Agrega que el ISM da cuenta de un estancamiento en el sector manufacturero y una desaceleración en el sector servicios, en tanto que los subsidios de desempleo exhiben aún niveles relativamente elevados para fases de recuperación de la economía. Consigna también que al inicio de la presente jornada se dio a conocer el dato de subsidio de desempleo correspondiente a la última semana, que si bien fue mejor que lo previsto, resulta ser insuficiente para fines de observar una cierta recuperación en materia de creación de empleos.

En cuanto a la Zona Euro, destaca la persistencia de su deterioro, que se refleja en ventas minoristas negativas, IPC que tienden a reducirse, caída de la producción industrial y confianza negativa de consumidores.

En materia de inflación, subraya su retroceso en las economías emergentes y desarrolladas, con particular fuerza en Estados Unidos de América, y la estabilidad de las inflaciones subyacentes, por cuanto no existen movimientos significativos en el último mes.

Hace presente que los principales elementos detrás de la desaceleración de la inflación corresponden a los componentes de energía y alimentos. En lo relativo al primero de dichos componentes, este explica el descenso de la inflación en Estados Unidos de América y Chile, en tanto que los alimentos lo hacen tratándose de la Zona Euro, Estados Unidos de América y China. Acota que una excepción importante a este patrón es el caso de México, país en que el último registro del IPC superó el 8%, llevando la variación en doce meses a una cifra mayor que 4%.

En cuanto a las proyecciones de inflación para el presente año, indica que tienden a caer en Asia emergente y América Latina, influidas por la situación de Brasil, y que para el año 2013 se anticipan ligeras bajas.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de inflación que se contiene en la lámina N° 24 de la presentación, que da cuenta de un enfriamiento gradual de la inflación de carácter más bien generalizado, que refleja una tendencia hacia menores inflaciones a nivel global. Indica que las excepciones están dadas por Turquía, Perú y México, en este último caso a propósito del dato de inflación del último mes que fue comentado precedentemente.



El señor Sergio Lehmann plantea que en este escenario de menor inflación y de desaceleración de la actividad, se observa un mayor impulso monetario, particularmente en el caso de Estados Unidos de América, que extendió la denominada operación *twist*. Añade que la Zona Euro rebajó su tasa de política monetaria en 25 puntos base, lo mismo que Corea del Sur, la República Checa e Israel; que China la redujo en 31 puntos base y, además, disminuyó en 25 puntos base la tasa de depósitos; que el Reino Unido extendió su relajamiento cuantitativo; y que Brasil dio a conocer el día anterior un recorte de 50 puntos base de su tasa rectora.

Agrega que para los próximos meses se espera un mayor relajamiento monetario en las economías emergentes.

Con respecto a los *commodities*, hace notar una cierta estabilidad en los precios, excepto en el caso de los granos. Precisa que el precio del trigo aumentó cerca de 30%, el del maíz 23% y el del arroz 7% por una razón de carácter climático asociada fundamentalmente a un verano en Estados Unidos de América menos lluvioso que lo habitual, que ha llevado a una revisión a la baja de las previsiones sobre cosechas de granos para este año. No obstante, comenta que las plantaciones para el mismo período fueron mayores, producto de precios particularmente atractivos, razón por la cual la cosecha de granos durante este ejercicio será algo superior a la del año anterior.

Menciona que los factores climáticos en Rusia también han merecido particular atención durante la última semana. No obstante, precisa que las cosechas o producción de granos en ese país no se han visto mayormente afectadas por ellos, pero sí su distribución y exportación, debido al daño en las vías férreas producido por las inundaciones.

El señor Sergio Lehmann destaca la caída en el índice FAO de alimentos al cierre del mes de junio pasado. Sin embargo, anticipa que la expectativa interna respecto del registro de julio sugiere un aumento muy significativo, en torno a 9%, producto del incremento del precio de los cereales, especialmente el maíz y trigo. Agrega que al excluir los cereales, este índice registraría un incremento menos marcado, debido al alza de los precios de la leche, soya y otros productos.

Consigna que en términos de nivel, el citado índice anticipó cierta estabilidad de precios en la RPM anterior, mientras que actualmente da cuenta de un alza esperada, producto del aumento de los precios de cereales mencionado, y cierta estabilidad posterior. Destaca que con ello, este índice no estaría muy lejano de sus máximos históricos alcanzados a mediados del año pasado.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann menciona que los precios de otros *commodities* han registrado un movimiento bastante marginal. En este sentido, comenta que los precios del petróleo Brent y del cobre están muy en línea con los observados en la RPM anterior, mientras que el de la gasolina es algo menor que el registrado entonces.

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

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere, en primer término, a los acuerdos adoptados en Europa. Sobre el particular, plantea que si bien se pueden formular diversas hipótesis respecto de su profundidad y viabilidad, estima que, en la práctica, son difíciles de llevar a cabo. Agrega que en su opinión, son positivos aunque tal vez insuficientes los anuncios difundidos en España en el día de ayer, porque el gobierno de ese país ha reconocido abiertamente una situación compleja, respecto de la cual está dispuesto a efectuar diversos ajustes.



En segundo lugar, y en lo concerniente a la situación internacional, señala que le llama profundamente la atención la diferencia entre lo que acontece en Chile y la realidad menos auspiciosa de otras economías del mundo. A su juicio, una de las hipótesis sobre la desvinculación de la economía chilena de la situación externa sería su base industrial y de exportaciones, que es bastante menor que la de otros países; otra, radicaría en que los precios de los *commodities* constituyen un defensa; y una tercera, que ante una volatilidad y problemas externos crecientes, se reafirma la buena posición de la economía chilena, que se traduce en menores problemas de acceso a financiamiento.

Por último, hace referencia a la evolución de los precios de los *commodities*, en particular de los alimentos, destacando el alza que registran a partir del año 2010. En su opinión, si bien hay razones climatológicas que explican este incremento, también hay otras que dicen relación con la percepción de riesgo en el mundo, la trayectoria del dólar o ciertos componentes de orden financiero.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención solicitando que en los gráficos relativos a variables financieras se incluya un punto de referencia, esto es, un promedio, que dé cuenta de los valores normales, de manera de poder analizar, comparar y extraer mejores conclusiones de los registros recientes.

En lo atinente a los anuncios europeos, plantea que aun cuando ellos son recibidos de manera positiva, tienen efectos cada vez menores y de más corta duración, porque los temas de fondo siguen sin resolverse.

En cuanto a España, no descarta que un ajuste tan significativo lleve a un deterioro de la cartera de los bancos aún mayor, porque una menor capacidad de pago de los clientes puede tener efectos preocupantes.

Asimismo, hace alusión a un titular aparecido en la primera página del diario The Financial Times que consigna "Crece el clamor para que los bancos españoles carguen parte del costo hacia los depositantes." En su opinión, ese tipo de noticias puede generar una fuga de depósitos y, por lo tanto, tiende a agravar el problema más que a resolverlo. Además, manifiesta su preocupación en cuanto a mantener esta visión sobre España luego de los anuncios europeos y del ajuste en ese país.

En lo referente a Chile, coincide con el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a la divergencia que se observa entre la realidad de su economía *versus* la de otras regiones del mundo. A su juicio, una hipótesis no descartable es que en Chile cuesta cambiarse de *saddle pad*, ya que a diferencia de otros países donde se observa una cierta convergencia hacia un equilibrio, la experiencia local indica que los ajustes son bastante bruscos. Agrega que si esta hipótesis es correcta, de mantenerse esta trayectoria de crecimiento, probablemente la cuenta corriente no se ajustará, lo cual constituye un componente de vulnerabilidad en las condiciones actuales o en escenarios más extremos.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que quienes están ajenos a la situación externa, pero que sí están informados de que las exportaciones chilenas se encuentran en buen pie y que Codelco acaba de colocar un bono en condiciones muy favorables, no tendrían razones para sentir mayor preocupación. En su opinión, sería aconsejable analizar si las favorables condiciones de esta colocación obedecen a un elevado optimismo respecto del precio del cobre o si acaso se percibe a Chile como un país de bajo riesgo y que forma parte del grupo de economías refugio.



En lo concerniente al tema de los alimentos, sugiere efectuar un seguimiento continuo de sus precios, en particular de los granos, porque la persistencia de la ola de calor y sequía en Estados Unidos de América podría agravar la situación de alzas observadas últimamente.

En tercer lugar, hace referencia a la situación inflacionaria en Perú, recordando que a mediados del año pasado se observó un aumento muy significativo, explicado por alimentos y energía, pero que no obstante ello, el Banco Central de Reserva de ese país adoptó una actitud pasiva, que se ha traducido en una inflación subyacente que supera el rango meta desde algunos meses, y que hacia el segundo trimestre de este año no se ha revertido como se esperaba. En su opinión, ello amerita algún análisis por parte de la Gerencia de División Estudios del Banco.

Por último, estima que es muy probable que España, a diferencia de otros países, sea capaz de implementar el ajuste anunciado, dado que el gobierno cuenta con mayoría en el parlamento. Aún así, le sorprende que el mercado no haya reaccionado como se esperaba, por cuanto sus primas de riesgo han vuelto a subir en el día de hoy. Por otra parte, y en relación con el titular del diario The Financial Times a que se aludió por el Vicepresidente señor Manuel Marfán, estima que se refiere a un tipo de instrumentos securitizados, respecto de los cuales los bancos y los inversionistas deberán asumir las pérdidas.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que, en el neto, las noticias recientes sobre el escenario internacional son más bien positivas. En este contexto, destaca el conjunto de medidas anunciadas por el gobierno español, si bien reconoce que el camino a transitar es largo y complejo. Agrega que es lógico que los mercados sigan inquietos, porque no hay seguridad de que los gobiernos vayan a reaccionar a ellas. A su juicio, si bien el escenario externo no ha cambiado radicalmente, este anuncio aleja de cierta manera los escenarios más extremos.

En lo concerniente a Chile, cree que no se puede desconocer un cierto grado de normalización de la economía. En su opinión, dan cuenta de ello las elevadas tasas de crecimiento, luego de la desaceleración registrada en el período 2008 – 2009, que fue mayor que la que los fundamentos de la economía chilena hubiesen permitido anticipar. Al respecto, destaca la contribución del cobre al crecimiento, que se explica por los proyectos de inversión mineros y el aumento de la construcción en la zona de Antofagasta; así como el incremento del gasto público, que se duplicó en los últimos 10 años.

En su opinión, la economía chilena no está completamente ajena a lo que acontece a nivel internacional, como lo reflejan, por ejemplo, los resultados de la encuesta de crédito. Además, estima que al igual como se ha venido observando en los últimos meses en otras economías, es probable que el Consejo acuerde próximamente una reducción de la tasa de política monetaria, TPM, a menos que se registre una desaceleración.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concuerda con lo expresado precedentemente en orden a que la economía chilena sorprende por el hecho de registrar una desaceleración menor que la anticipada, más que por el hecho de no estar manifestando efectos derivados de la situación externa. Entre estos últimos, menciona, a título ejemplar, que las importaciones no crecieron en junio pasado, que la demanda interna se ha desacelerado de manera importante y que las condiciones crediticias se han estrechado.

Plantea que otra hipótesis se funda en que las condiciones externas han empeorado, pero ellas no son tan negativas para Chile en particular. En su opinión, la situación económica se torna lentamente menos favorable, de manera más reducida que lo esperado, pero en esa dirección.



En cuanto a los *commodities*, consulta por el período de duración estimada en lo atinente a los incrementos de precios de los granos.

El señor Sergio Lehmann responde que las proyecciones se construyen sobre la base de los precios de los futuros de esta fecha a fin de año. Hace presente que, en general, estos precios presentan algún grado de situación cíclica que se relaciona con los períodos de cosecha en el hemisferio norte y en el hemisferio sur. Agrega que no se cuenta por ahora con ninguna proyección que haya demostrado ser mejor que la expuesta precedentemente, reiterando que ella anticipa un incremento puntual, que se mantendría en esos niveles en los meses siguientes.

Asimismo, consigna que la Gerencia de Análisis Internacional efectúa un seguimiento continuo de estos precios y que, además, se está evaluando si esta alza obedece a una sobre-reacción al informe *World Agricultural Supply and Demand Estimates*, WASDE, publicado por el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, que recoge las expectativas de cosechas en ese país.

En cuanto a la existencia de una razón de orden financiero que explique los precios de los *commodities*, señala que los análisis dan cuenta de que efectivamente tienen efectos en el corto plazo. No obstante, hace presente que el comportamiento reciente del precio de los granos y cereales difiere del exhibido por los precios del cobre u otros metales, razón por la cual se estima que su alza obedece fundamentalmente a elementos asociados a oferta y cosechas, particularmente de los Estados Unidos de América, y que los elementos de carácter financiero serían de orden secundario en este contexto.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera resalta la importancia de distinguir entre los movimientos de alta frecuencia, que son los vaivenes que se observan en el margen respecto del mes anterior, *versus* la tendencia a contar desde el año 2005 a la fecha. Hace notar que existe un factor común con otros *commodities*, como también factores reales y financieros que podrían estar incidiendo en este aumento de sus precios.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que la Gerencia de División Estudios ha puesto acento en los factores climáticos y en los movimientos marginales de los futuros, que eran a la baja hace dos meses y luego al alza. Hace notar que esos movimientos bordean el 10%, mientras que la tendencia desde el año 2005 a la fecha da cuenta de un incremento aproximado de 300%. En su opinión, hay que distinguir esas dos dimensiones del análisis. En lo relativo a la primera, precisa que se deben considerar también otros elementos, tales como la importancia de China en la economía mundial y el consiguiente aumento del consumo en ese país, el traspaso de los granos hacia producción de combustible y factores financieros que inciden también sobre este tipo de alimentos.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que no se producirá un desenlace extremo en Europa, sino que es probable que se observe una larga letanía de crecimiento a niveles menores que los registrados históricamente tanto en la Zona Euro como en Estados Unidos de América. Agrega que la probabilidad de ocurrencia de escenarios extremos ha aumentado y que, de hecho, ya se advierte a varias economías ajustándose al ritmo más bajo anotado por las economías desarrolladas. Asimismo, subraya que las proyecciones internas sobre la materia aún no se materializan o lo han hecho a una velocidad distinta de la que sería necesaria.

A juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán, resulta arriesgado, incluso algo temerario, quedarse solamente con el escenario base. Por este motivo, estima pertinente que se analice en el contexto del error de tipo 2, esto es, qué sucederá si el escenario correcto no es el base, sino que el alternativo, porque es ahí donde resulta probable que se generen efectos económicos y sociales más grandes y significativos, y junto con ello, analizar las razones por las cuales Chile no ha estado siguiendo el ritmo de otras economías.



El Presidente señor Rodrigo Vergara sugiere efectuar un análisis comparativo respecto de las economías de Chile, Perú, Colombia, Brasil y México.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera, junto con compartir el planteamiento del Presidente señor Rodrigo Vergara, agrega que, a continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto presentará aquellos elementos que dan cuenta de los efectos externos del escenario internacional sobre la economía chilena.

No habiendo más consultas ni comentarios en lo concerniente al escenario internacional, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la exposición del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación mencionando los hechos destacados del escenario interno.

En primer término, indica que el dato de actividad del mes de mayo pasado, que alcanzó a 5,3%, sorprendió al alza al superar las proyecciones internas y también del mercado, y que junto con ello se observa una demanda más dinámica en el margen.

En segundo lugar, señala que en el mes de junio último, las importaciones se atenuaron significativamente, mientras que las exportaciones sorprendieron al alza, lo cual sugiere una reversión en la parte de la demanda interna coherente con la estimación interna para el IMACEC de ese mes.

Asimismo, menciona que las expectativas de los consumidores han mejorado, probablemente por las reducciones de la inflación de alimentos y combustibles, y que si bien las expectativas empresariales han tendido a retroceder, se mantienen optimistas.

En materia de inflación, consigna que el registro del citado mes de junio sorprendió a la baja de manera considerable, explicada por los combustibles y los componentes de precios de bienes transables; y que la proyección interna ha sido corregida a la baja, esperándose una inflación anual en torno a 2% en diciembre del presente año.

Por último, manifiesta que de acuerdo con la Encuesta de Operadores Financieros, EOF, y los precios de los activos financieros, el mercado espera dos reducciones de la TPM durante el segundo semestre del año en curso, mientras que para esta Reunión de Política Monetaria existe consenso respecto de su mantención en 5% anual.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, comentando la evolución del IMACEC. Sobre el particular, plantea que el último registro de 5,3% supone una reaceleración de las tasas de crecimiento, pero que la variación mes a mes, de 0,4%, no fue tan elevada y se encuentra acorde con la tasa de crecimiento de tendencia.

Hace presente que la reaceleración antedicha obedecería al aumento de la demanda interna, no así de la demanda externa que excluye la parte de inventarios. Por lo tanto, precisa que parte de esta reaceleración está asociada a una cierta reversión de inventarios, que tendría un componente indeseado en el corto plazo relacionado con el sector industria.

Consigna que las exportaciones habían sorprendido más bien a la baja, al registrar tasas de crecimiento negativas en abril y mayo últimos, no obstante lo cual, una estimación efectuada con datos nominales muestra un rebote importante en el mes de junio, mientras que las importaciones tienden a retroceder.



El señor Claudio Soto acota que el consumo ha crecido en torno a su tendencia, mientras que la inversión exhibe una cierta atenuación en su ritmo de expansión. De hecho, especifica que las importaciones de maquinarias y equipos registraron un rebote importante en el mes de mayo pasado, que se revirtió al mes siguiente, y que los indicadores de construcción se han moderado en los últimos meses.

En lo referente al consumo, da cuenta de una caída en las tasas de crecimiento de las colocaciones agregadas, esto es, aquellas que incluyen las colocaciones bancarias y las efectuadas por las grandes casas comerciales, excluida La Polar. Hace notar que durante el primer trimestre del presente año se observó una atenuación en el margen y que los datos correspondientes al segundo trimestre corroboraron la desaceleración de las tasas de crecimiento, por lo que se espera una moderación del consumo en los meses venideros.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta acerca de la magnitud del crecimiento de las colocaciones de consumo bancarias. El señor Claudio Soto responde que están incrementándose al 15%, mientras que tres meses atrás, su tasa de crecimiento bordeaba el 18% nominal.

Por otra parte, señala que las tasas de los créditos de consumo por bajos montos, es decir, de entre 0 y 200 Unidades de Fomento, han registrado dos aumentos significativos en lo que va corrido del presente año y que, de hecho, superan hoy los niveles observados durante la crisis del año 2008.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que lo expresado correspondería a una anomalía, ya que no existen elementos que expliquen con claridad alzas del orden de 10% en ese tramo. Enfatiza que el desempleo, que es una razón esgrimida por los bancos, no ha aumentado y que tampoco hay perspectivas en esa dirección. Plantea que las explicaciones posibles serían una mayor incertidumbre, la existencia de problemas de medición o de un desplazamiento de este tipo de operaciones a las tarjetas de crédito, lo que podría generar, dada la forma en se construyen esas estadísticas, que ese cambio de composición provoque un aumento de las tasas de interés.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que podría tratarse de una restricción de oferta por parte de las empresas bancarias, como también por la exclusión por parte de la empresa La Polar de este tipo de financiamiento.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consigna que la disminución del monto de los créditos de consumo podría obedecer a una reducción de los plazos a que se otorgan, con los consiguientes efectos que se generan en ese tipo de créditos.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, el hecho que el empleo crezca a tasas nominales de entre 1,8% y 1,9%, y que los salarios y los créditos de consumo continúen incrementándose, otorgan tranquilidad respecto de la trayectoria futura del consumo. Acota que el crecimiento de las colocaciones comerciales, en cambio, le merece dudas.

El señor Claudio Soto retoma su presentación mencionando que los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario publicados el día de ayer reflejan que las condiciones de oferta se perciben algo más restrictivas y que también se observa un cambio en la percepción de la demanda por crédito, que está marginalmente más restrictiva. Sin embargo, destaca que la percepción de demanda por créditos hipotecarios y por parte de las pymes todavía figura en términos positivos.

Destaca que no obstante la percepción de condiciones de oferta de crédito más estrechas, las expectativas de los consumidores han tendido a corregirse al alza en los últimos meses, influidas por un mejoramiento de la percepción de la situación país para los



próximos meses. Hace presente que a ello se suma que la percepción de la situación familiar también mejora, aunque sigue estando en terreno negativo, y que si bien el indicador de compra de artículos para el hogar retrocedió levemente en el margen, permanece en niveles elevados.

Respecto de la masa salarial, manifiesta que exhibe una pequeña pendiente al alza, explicada probablemente por los menores registros inflacionarios, ya que los salarios y las tasas de crecimiento del empleo no han registrado mayor variación.

En opinión del Presidente señor Rodrigo Vergara, el aumento real de la masa salarial obedecería al último registro negativo de la inflación. A juicio del Consejero señor Enrique Marshall, correspondería analizar la variación de la masa salarial en términos nominales para fines de determinar si registra, efectivamente, una reaceleración, al menos en el corto plazo.

El señor Luis Óscar Herrera señala que la masa salarial exhibe una leve aceleración, al aumentar en términos nominales desde 8%–8,5% a 8,5%–9%, aproximadamente, por cuanto los salarios también se han incrementado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si la medición de la masa salarial considera solo el empleo asalariado o si también incluye el empleo total.

El señor Claudio Soto responde que se consideran ambos, y agrega que el empleo asalariado está creciendo a una tasa de 5,3%, mientras que el empleo total a una de 2,3%.

El señor Claudio Soto retoma su presentación y hace notar la correlación existente entre las expectativas de consumo y el consumo propiamente tal. Sobre este aspecto, señala que el rebote en las expectativas estaría anticipando el del consumo en los meses venideros.

En lo concerniente a las expectativas empresariales, en tanto, resalta su leve retroceso parcial, que reflejaría probablemente la situación mundial. Agrega que la percepción de las empresas constructoras se corrige a la baja de manera significativa, pero que aún así se mantiene bastante optimista.

En cuanto a las expectativas de la industria, manifiesta que tuvieron un alza importante a comienzos de año, pero que ahora exhiben un retroceso debido a una percepción sobre la demanda actual más débil y marginalmente negativa. Sin embargo, consigna que la producción ha sorprendido al alza, en parte asociada a exportaciones de algunos productos puntuales. A título ejemplar, comenta que durante el último mes se produjo un alza en la producción de cigarrillos, que fundamentalmente es exportada a Colombia, Perú y Argentina. De hecho, precisa que la diferencia entre el indicador de Cuentas Nacionales y el del Instituto Nacional de Estadísticas, INE, se explica principalmente por la diferencia en la producción de cigarrillos, que pesa 5% en uno de ellos y en el otro solo 0,5%, respectivamente.

Añade que las exportaciones industriales registran una cierta trayectoria al alza desde comienzos del año 2011, que se mantiene en el margen, lo que constituye una situación especial dado el contexto mundial actual.

A juicio de Presidente señor Rodrigo Vergara, ello constituiría la principal sorpresa cuando se compara Chile con las restantes economías mundiales.



El señor Claudio Soto indica que parte de este aumento se explicaría por una expansión significativa de la producción de potasio, impulsada por Soquimich, y la recuperación de la industria procesadora de salmones.

El señor Luis Óscar Herrera agrega que, por el contrario, ha caído la refinación de petróleo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que la demanda de diesel habría disminuido, entre otras razones, porque las termoeléctricas estarían reemplazando ese combustible por carbón.

El señor Luis Óscar Herrera informa que se han incrementado las importaciones de diesel y, sobre el particular, explica que si bien el uso de ese combustible ha disminuido por su sustitución por carbón para efectos de la generación eléctrica, la pérdida de competitividad de ENAP, en términos de sus márgenes de refinación respecto del mercado internacional, ha llevado a esa empresa a importar directamente los productos en vez de refinarlos. Añade que ENAP presenta una capacidad industrial subutilizada, en razón de que no sería competitiva dado los actuales precios internacionales.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña indica que ENAP se ha transformado en un importador de productos refinados, ya que el refinamiento en el país ha disminuido por los bajos márgenes que presenta.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto continúa con su exposición, informando que las exportaciones hacia China tuvieron un dinamismo elevado, coherente con el crecimiento de su economía, pero que ahora sorprende un cierto rebote de aquellas cuyo destino corresponde a las economías que enfrentan mayores problemas en la actualidad, tales como las europeas y Estados Unidos de América.

Por otra parte, hace presente que si bien el comercio no exhibe una desaceleración particularmente intensa, la percepción de las empresas del sector es algo más negativa por las perspectivas futuras.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a dos grupos del sector comercio que tienen actualmente perspectivas distintas: por un lado, el *retail* para consumo, cuya percepción es de un cierto grado de normalización; y por el otro, las ferreterías y establecimientos dedicados a la venta de materiales para la construcción, que atraviesan por una época boyante.

El señor Claudio Soto informa que se pretende separar las empresas del sector construcción que responden la encuesta que elabora el Banco, entre aquellas orientadas a la edificación de viviendas y las dedicadas a obras de ingeniería, lo cual constituye una tarea compleja. Asimismo, indica que la percepción de demanda en construcción ha retrocedido, aunque aún se mantiene optimista.

A continuación, hace presente que algunos fenómenos puntuales en sectores de oferta podrían contribuir positivamente al crecimiento. Precisa que uno de ellos es el EGA, porque la composición hídrica se incrementó en forma considerable en el mes de junio pasado y ello probablemente se traducirá en un impacto importante en el sector de recursos naturales del IMACEC.

Respecto del sector minero, menciona que su producción registra una cierta estacionalidad en esta parte del año, ya que, en general, se observa una caída que tiende a revertirse hacia el término del año, oportunidad en que las empresas tratan de cumplir con sus planes de producción. Por otra parte, consigna que en los meses de julio y agosto del año



pasado, la producción cayó significativamente como consecuencia de los paros. Por lo tanto, indica que si bien la proyección interna supone alguna disminución en esta parte del año, los efectos base de comparación permitirán observar tasas interanuales bastante elevadas, pudiendo alcanzar incluso, en términos de valor agregado, a cifras cercanas a 10%, lo cual, a su vez, tendrá un correlato en el IMACEC.

A continuación, el señor Claudio Soto indica que la demanda del segundo trimestre del año en curso se ha corregido desde un 5,9% a un 6,4%, pero advierte que se revertiría en el mes de junio, oportunidad en que el IMACEC alcanzaría a 5,6%. Hace presente que la corrección de la demanda explica parte de la corrección al alza del PIB desde un 4,7% a un 5,1% para el segundo trimestre, como también la parte Resto, en especial, la industria. Sobre este aspecto, menciona que se estimó inicialmente que este sector crecería 1,1% durante el segundo trimestre, pero que ahora se espera un aumento de 3,5% para dicho trimestre.

No obstante, advierte que el dinamismo del sector industria sería transitorio, esperándose, de hecho, una crecimiento de solo 1% en el tercer trimestre, en razón de que algunas situaciones como la producción de tabaco y su exportación a mercados de la región no serían persistentes en el tiempo.

De hecho, anticipa que para el mes de septiembre se espera un IMACEC de 2,8%, que obedecería a un número menor de días hábiles, dada la celebración de las Fiestas Patrias, y porque se observarían los efectos de la desaceleración mundial y de las mayores turbulencias financieras.

El Presidente señor Rodrigo Vergara alude al sector construcción, cuya proyección de crecimiento para el segundo y tercer trimestre disminuye respecto de lo contemplado en IPoM del mes de junio pasado.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que la construcción, si bien se ha ido ajustando, aparece con mayor fortaleza que otros sectores de la actividad económica. En su opinión, será muy difícil observar una desaceleración brusca de la actividad mientras la construcción permanezca dinámica, ya que genera efectos positivos en términos de mano de obra, masa salarial, comercio e industria. Acota que este sector se ajusta de manera más lenta, porque deben concluirse los proyectos ya iniciados.

El señor Claudio Soto retoma su presentación para fines de indicar que se actualizó la estimación de la brecha de producto y que de acuerdo con ello, podría estar más abierta que lo considerado anteriormente.

Por otra parte, acota que sobre la base de la información disponible, se puede afirmar que no habría un cambio muy significativo respecto de las perspectivas para la cuenta corriente. En este sentido, especifica que el precio del cobre ha caído, pero que no es muy distinto de lo previsto en el último IPoM; que la proyección de precios de combustibles se ha corregido algo a la baja, lo cual favorece la cuenta corriente; que las exportaciones han sido corregidas marginalmente al alza por los rebotes observados recientemente, mientras que las importaciones lo fueron al alza para el segundo trimestre y a la baja para el tercero.

En consecuencia, concluye que se advierte una corrección al alza en la balanza comercial y que se tienen términos de intercambio que serían marginalmente más favorables por la caída en los precios de los combustibles, por lo que en razón de ello, la dinámica de la cuenta corriente es coherente con lo contemplado en el último IPoM.



En lo que se refiere al mercado laboral, menciona que se ha atenuado el ritmo de la expansión del empleo, por cuanto anteriormente se observó que el crecimiento de la actividad y del empleo se encontraban por sobre los patrones históricos, mientras que actualmente, el crecimiento del empleo está más en línea con el de la actividad; y que los últimos cinco registros dan cuenta de que la tasa de desempleo ha tendido a estabilizarse en niveles bajos.

En este sentido, menciona que el empleo ha tendido a moderarse en el margen, en parte por un tema de estacionalidad, ya que en estos meses no se cuenta con el empuje del empleo agrícola, aun cuando otros tipos de empleo también han tendido a moderar su ritmo de expansión.

En cuanto a los salarios, comenta que en términos de variación interanual, el último registro de salarios nominales muestra un rebote luego de mantenerse sin mayor variación en los tres o cuatro últimos meses, y que para los meses venideros se esperan ciertas caídas por efecto base de comparación, ya que durante la segunda parte del año pasado se observaron variaciones mes a mes elevadas. Añade que los salarios reales, en tanto, han tendido a aumentar levemente producto de los menores registros inflacionarios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a la lámina que contiene la evolución de los salarios ajustada con patrones de indexación históricos, que forma parte de los anexos de la presentación y sobre el particular, sugiere traspasarla a la parte principal de la misma.

El señor Claudio Soto continúa, informando que el tipo de cambio nominal tendió a apreciarse, tanto en lo que se refiere a la paridad peso/dólar como también en términos multilaterales. Agrega que el tipo de cambio real se encuentra en torno a promedios históricos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por las razones que explican la persistencia en la apreciación del peso chileno.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier indica que el peso chileno ha registrado una apreciación mayor que otras monedas comparables y que el precio del cobre constituye el único elemento que el mercado distingue como explicativo de dicha apreciación.

El señor Luis Óscar Herrera acota que la apreciación que registra el peso chileno en el último mes es comparable con la de las monedas de Perú, Brasil, Australia, Sudáfrica y México, en razón de la existencia de un elemento común en el grupo de países indicados, que es el de ser exportadores de materias primas.

Al proseguir con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a la inflación. Al respecto, destaca que el último dato, de -0,3%, sorprendió de manera importante al mercado y a nivel interno, a pesar de que el mercado había ajustado su proyección en esa dirección durante el mismo mes con motivo de la caída en los precios de los combustibles y que los indicadores disponibles internamente anticipaban una inflación en torno a 0%, inferior a la proyectada.

Informa que las sorpresas se explican por la caída significativa de los combustibles, así como también por otros componentes del IPC. De hecho, menciona que el componente subyacente que excluye combustibles y alimentos sorprendió en casi tres décimas a la baja, dos de las cuales obedecen a bienes transables. Acota, a título ejemplar, que los precios de automóviles experimentaron caídas significativas, contrariamente a lo anticipado, dada la depreciación que había registrado el tipo de cambio, y que los precios de



medicamentos y otros productos asociados al mismo también anotaron disminuciones, así como también la carne, que se incluye en componente resto de los alimentos.

En lo que se refiere a las perspectivas inflacionarias, expresa que no se ha modificado el diagnóstico para la parte no transable de la inflación subyacente, ya que se esperan tasas de crecimiento interanuales en torno a 5%, cayendo levemente, aun cuando en la parte transable, algunos elementos determinan una trayectoria más atenuada, como es el caso de los medicamentos y la apreciación del tipo de cambio.

Destaca que en la parte de combustibles hubo sorpresas a la baja, explicadas por el precio de las gasolinas. Agrega que si bien los últimos registros dan cuenta de pequeños cambios en la trayectoria a la baja, por cuanto la evolución de los precios internacionales podría incidir en el corto plazo, hacia el mediano plazo, las perspectivas anticipan un precio de la gasolina menor que el proyectado en la RPM anterior, lo cual también constituye una presión para un ajuste a la baja en la proyección de inflación.

El señor Claudio Soto manifiesta que en razón de lo expuesto precedentemente, la proyección de inflación en doce meses se ha corregido hasta un 2,1%, desde el 2,7% informado en el último IPoM de junio, fundamentalmente por los componentes transables y, en menor medida, por los combustibles.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que en caso que la inflación acumulada al mes de julio fuera 0,4%, durante los cinco meses siguientes tendría que sumar 1,6% para totalizar un 2% al cierre del presente año, lo que significa alrededor de un 0,3% mensual, en promedio.

El señor Claudio Soto señala que debe considerarse la incidencia de algunos temas estacionales, como son las alzas en los precios del vestuario en el mes de agosto producto del lanzamiento de la temporada primavera-verano y las que se registran tradicionalmente en el mes de septiembre por la celebración de las Fiestas Patrias. Añade que la trayectoria del precio de la gasolina debiera verse afectada levemente hacia mediados del mes de julio o comienzos de agosto, también por una razón de carácter estacional.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace notar que si la proyección de inflación contenida en el IPoM de marzo último, que era cercana al 3,5%, se ha reducido a 2%, significa, de acuerdo con el principio de Taylor, que para efectos de la tasa de política monetaria, la referida política sería ahora menos expansiva, en razón de que la tasa real se ha incrementado.

El señor Claudio Soto señala que el comportamiento de las tasas de mercado corrobora el planteamiento expuesto por el Vicepresidente señor Manuel Marfán. En este sentido, indica que las tasas de los BCU, con vaivenes, efectivamente han tendido a subir desde marzo a la fecha, sobre todo en el último registro, y particularmente en el caso de los BCU a 2 años.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón plantea que si bien le parece razonable la corrección de la proyección interna de inflación a la baja, hasta un 2,1% anual, le preocupan las proyecciones de mercado, que anticipan una variación en doce meses de 1,2% en diciembre próximo y de solo 0,5% en febrero del año próximo.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta si esta proyección de inflación incluye algún efecto de la reciente alza de los precios externos de alimentos.



El señor Claudio Soto informa que la proyección interna considera leves alzas en la trayectoria de precios de alimentos, a pesar de haberse observado caídas en los precios internacionales, generando una suerte de *gap* entre el precio doméstico y el internacional. En consecuencia, dado el nuevo escenario de precios, este *gap* sería más pequeño ahora e insuficiente aún para modificar la proyección. No obstante, reconoce que ello podría ameritar una reevaluación en los próximos meses.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en la eventualidad que la inflación disminuyera hasta el piso del rango meta, será necesario que el Banco Central de Chile explique con claridad las razones de ello, porque de lo contrario, el mercado comenzará a esperar otras medidas de parte de la Institución. Agrega que si a lo expresado se suma una cierta desaceleración, se instalará aquel discurso-diagnóstico relativo a un enfriamiento brusco de la economía. En su opinión, se trata un tema que podría afectar la política monetaria del Banco.

El señor Luis Óscar Herrera destaca que las expectativas de inflación son muy sensibles al precio del petróleo. Al respecto, exhibe la lámina signada con el número 65 de la presentación, en que el gráfico de la derecha da cuenta de un rezago entre las expectativas sobre el precio del petróleo Brent y las de inflación para los próximos seis meses. Hace notar que para el mes de julio se muestra una reversión al alza de las concernientes al petróleo que aún no se traducen en los precios internos, lo que implica posibles aumentos en el precio de la bencina en las próximas semanas. Además, hace el alcance que estas expectativas podrían encontrarse levemente excedidas en el corto plazo, razón por la cual las reversiones que se observan en el margen deberían llevar a una cierta corrección al alza de la inflación, que, en todo caso, no será de la magnitud necesaria para elevarla hasta 3% anual.

El señor Claudio Soto continúa, señalando que las expectativas de inflación a horizontes más largos se muestran estables en torno al 3% anual, tal como lo demuestran las atinentes a los bonos, la compensación inflacionaria y los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas, a doce y veinticuatro meses. Hace notar que de acuerdo con la Encuesta de Operadores Financieros, las expectativas de inflación a doce meses han caído por debajo de 3% anual, pero luego se revierten hasta alcanzar el citado 3% anual.

Hace presente que desde la Reunión de Política Monetaria anterior, se observa una corrección adicional a la baja en las tasas de los bonos y en las tasas *swap*. Indica que por esta razón, la trayectoria de la TPM que se desprende de la curva *forward* se ha corregido también a la baja respecto del IPoM del mes de junio y de la Reunión del mismo mes. De hecho, hace notar que la referida curva considera dos reducciones de 25 puntos base desde esta fecha hasta fines del presente año, lo cual es coherente también con lo que se desprende de la Encuesta de Operadores Financieros, que consigna una TPM de 50 puntos base menor a diciembre de este año y que los nuevos incrementos a dicha tasa recién se producirían a mediados del año 2014. Asimismo, comenta que la Encuesta de Expectativas Económicas tiene una visión estable en lo concerniente a la tasa rectora.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que el mercado estima que se mantendrá la tasa de política monetaria.

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 que se precise si la pregunta contenida en la Encuesta de Expectativas Económicas se refiere a la decisión esperada en materia de TPM o a lo que se estima debería ser dicha decisión.



El señor Claudio Soto precisa que la pregunta específica que se formula es "¿Qué va a hacer el Banco Central de Chile?"

En opinión del Vicepresidente señor Manuel Marfán, conviene que una encuesta de expectativas refleje lo que los consultados creen que será la decisión del Banco Central de Chile, aunque estén en desacuerdo.

El Consejero señor Enrique Marshall hace notar que los resultados de la citada encuesta son más bien planos, porque es respondida por economistas, no así los de la Encuesta de Operadores Financieros, que refleja la opinión de operadores que se desempeñan en el negocio financiero.

Al no formularse otros comentarios, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar las opciones de política monetaria.

Siendo las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 188, incorporándose a esta Sesión 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 al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado para esta oportunidad.

El señor Luis Óscar Herrera inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria.

En lo concerniente a la economía internacional, señala que tras los anuncios de la Cumbre Europea y las acciones de los bancos centrales, las tensiones financieras en la Eurozona continúan elevadas, pero se advierte una leve atenuación, y que se ha observado una cierta mejora en las condiciones financieras globales, pero con una volatilidad que se mantiene elevada. Añade que en Estados Unidos de América, la Eurozona, China, Brasil e India, entre otras economías, los indicadores económicos continuaron con una trayectoria de desaceleración.

Asimismo, hace presente que los precios de las materias primas tendieron a estabilizarse luego de haber presentado caídas sucesivas en meses anteriores, salvo los de los productos agrícolas, particularmente los granos, que registraron un repunte relevante en las últimas semanas.

Destaca que durante el último mes, varios bancos centrales agregaron impulso a su política monetaria, entre ellos Estados Unidos de América, Inglaterra, el Banco Central Europeo, China y Brasil, y que ello ha redundado en una caída generalizada de las tasas de interés de corto y largo plazo.

En lo referente a Chile, menciona que el crecimiento de la actividad ha evolucionado en torno a tasas de tendencia, mientras que la demanda interna presenta un comportamiento algo más dinámico. Agrega que el ritmo del crecimiento del empleo se moderó en el mes de mayo, mientras que los salarios se mantuvieron con tasas de aumento nominal similares a los meses anteriores, entre 6,5 y 7,5% anual, y que las condiciones del mercado laboral se mantienen estrechas.



Recalca que la inflación total del mes de junio fue menor que la expectativa de mercado, reflejando la incidencia negativa de los componentes más volátiles del IPC que corresponden a energía y alimentos, así como de los bienes transables de la inflación subyacente; que todas las medidas de inflación subyacente se mantienen bajo el 3% anual; y que si bien las expectativas de inflación dentro del horizonte de política monetaria han presentado un descenso, se mantienen en torno a la meta.

Además, comenta que la atenuación de las tensiones financieras externas se ha manifestado en una leve apreciación del peso, en un aumento de la bolsa local y en una reducción de algunos de los premios de financiamiento externo. Sin embargo, destaca que las condiciones financieras en otros segmentos del mercado financiero, las colocaciones de consumo y los premios corporativos domésticos se mantienen más estrechos que en la segunda mitad del año pasado.

Por último, informa que las expectativas de mercado para la TPM se han movido a la baja, descartándose que se produzcan alzas en el corto plazo como se señaló en la Reunión anterior; que en esta oportunidad, algunas mediciones anticipan la posibilidad de recortes durante los próximos meses; y que, en particular, el consenso de mercado espera una mantención de la TPM para esta Reunión.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que estos antecedentes llevan a proponer como única opción para la presente Reunión la mantención de la Tasa de Política Monetaria en 5,00% anual, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, deja constancia que el IPoM de junio contempla un escenario externo caracterizado por un bajo crecimiento en las economías avanzadas, la continuación de las fricciones en los mercados financieros internacionales y menores términos de intercambio respecto de lo observado en el año 2011. Hace presente que los antecedentes recientes no modifican en forma relevante este escenario. En este sentido, indica que las cifras conocidas muestran una desaceleración algo más marcada de la economía mundial y de sus perspectivas en lo atinente a las proyecciones de Consensus, pero que las proyecciones del IPoM son algo más deterioradas que las del Informe de Consensus; y que las medidas monetarias y los acuerdos alcanzados en Europa en las últimas semanas han contribuido a mejorar levemente las condiciones financieras internacionales, incluyendo la estabilización de los precios de las materias primas. No obstante, manifiesta que la situación en esa Región continúa siendo problemática.

En el plano interno, señala que la capacidad instalada y el mercado laboral continúan en una situación ajustada, lo que implica que el crecimiento de la economía chilena debe alinearse con su trayectoria potencial. De hecho, menciona que las tasas de crecimiento de actividad y demanda, en lo que va corrido del año, se enmarcan dentro de esta tendencia. Agrega que para la segunda mitad del año, las proyecciones del citado IPoM anticipan una desaceleración del crecimiento ante la mayor incertidumbre internacional y menor crecimiento de la demanda externa. En este sentido, indica que hasta el momento, las señales de estos efectos sobre la demanda interna son tenues. Precisa que el consumo y la inversión y la contratación laboral mantienen un dinamismo similar al de meses anteriores, sin observarse una desaceleración relevante. Asimismo, consigna que se advierte un cierto deterioro de las expectativas empresariales, que más adelante podría derivar en una menor acumulación de existencias, pero que al mismo tiempo se observan mejorías en la confianza de los consumidores, que podrían derivar en un repunte de las ventas.

El señor Luis Óscar Herrera destaca que la inflación efectiva y sus medidas subyacentes se ubican por debajo del 3% anual. Sobre este aspecto, señala que la disminución de la inflación total ha sido mayor que lo anticipado, reflejando la evolución de factores transitorios, como los componentes más volátiles del IPC —energía y alimentos—, así como la incidencia de la apreciación reciente del peso en la inflación de ciertos bienes



transables. Comenta también que en las últimas semanas se ha observado una estabilización e incluso reversión de algunos precios de materias primas, lo que podría llevar en los próximos meses a atenuar estas recientes presiones transitorias a la baja. Por otra parte, informa que los indicadores de inflación subyacente, particularmente su componente de servicios, y los salarios nominales muestran estabilidad, lo que valida un diagnóstico respecto de una situación cerrada de brechas. En su opinión, este es un factor a seguir vigilando.

En lo atinente a la política monetaria, manifiesta que la opción de aumentar la TPM se descarta, tomando en cuenta el deterioro que han presentado las perspectivas internacionales y su eventual impacto sobre la economía chilena y la inflación. Al mismo tiempo, plantea que se observa una convergencia en el ritmo de crecimiento de la actividad y el empleo hacia tasas de tendencia, que la inflación subyacente muestra una reducción relevante en meses recientes y que el comportamiento de los componentes más volátiles también ha contribuido a esa reducción de los registros inflacionarios y, en particular, de las expectativas de mercado.

En lo referente a la alternativa de reducir la TPM, manifiesta que la opinión de la Gerencia de División Estudios es de descartarla en esta oportunidad, tomando en cuenta que la situación de brechas de capacidad en el mercado laboral aún es estrecha, lo que representa un riesgo latente respecto de las perspectivas inflacionarias de mediano plazo. Hace presente que es probable que los efectos de la desaceleración externa sobre la evolución de la economía chilena contribuyan a despejar este riesgo en los meses venideros, pero que hasta el momento ellos han sido tenues, por lo que habrá que esperar que se consoliden.

En cuanto a la opción de mantener la tasa rectora, señala que se justifica por cuanto su nivel actual está dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que la economía se encuentra en una situación de brecha cerrada e inflación en torno a la meta. Indica que ello da tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa y sus efectos en la economía chilena. Además, consigna que la opción recomendada en esta oportunidad es la expectativa mayoritaria en el mercado.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su exposición indicando que sobre la base de las consideraciones expuestas, la Gerencia a su cargo propone al Consejo mantener la TPM en su nivel actual.

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

El señor Felipe Larraín inicia su exposición mencionando que el escenario económico del último mes muestra una positiva evolución a nivel interno, con algún grado de mayor dinamismo en la actividad y una importante moderación de la inflación. Sin embargo, plantea que el escenario externo se mantiene con altos niveles de incertidumbre respecto de la situación de Europa, a pesar de los recientes anuncios de las autoridades europeas.

Hace presente que los mercados reaccionaron positivamente luego que se acordó otorgar mayor plazo para que España alcance la meta de reducción de su déficit fiscal a cambio del compromiso de realizar nuevos ajustes presupuestarios. Además, se resolvió entregar a España €30.000 millones antes de fines del mes de julio como parte de los €100.000 millones comprometidos previamente mediante el EFSF, entre otras medidas; y que con motivo de estos compromisos, las autoridades españolas anunciaron medidas de ajuste fiscal que permitirían reducir el déficit en €65.000 millones dentro del plazo de dos años y medio y cumplir así con las metas planteadas por la Unión Europea.



En este contexto, consigna que los CDS a 5 años en España se han reducido, aunque aún se encuentran en niveles históricamente altos, y que las bolsas han experimentado vaivenes importantes debido a la incertidumbre que persiste sobre la efectividad de los ajustes de España y los efectos de estas medidas sobre la actividad y el empleo.

Asimismo, comenta que las cifras del primer trimestre mostraron completo estancamiento en la Zona Euro, donde Alemania logró un desempeño positivo, mientras que Italia y España registraron una contracción en la actividad.

Por su parte, indica que la economía de Estados Unidos de América se desacelera. Sobre el particular, precisa que el PIB del primer trimestre de 2012 creció 1,9%, desacelerándose respecto al 3% del trimestre anterior. Agrega que el mercado laboral se mantiene débil, ya en el mes de junio se crearon solo 80.000 empleos, acelerándose levemente en relación con los 77.000 puestos creados en mayo y los 68.000 de abril; y que en el sector industrial, el PMI manufacturero se redujo a 49,7 puntos, ubicándose en la zona de contracción por primera vez desde julio de 2009. En consecuencia, enfatiza que Estados Unidos de América crece a tasas bajas y que las últimas cifras dan cuenta de una desaceleración.

Asimismo, subraya que China también se desacelera. En este sentido, especifica que la producción industrial creció 9,6% en doce meses durante el mes de mayo, tras un 9,3% de abril y un 11,9% en marzo, mientras que las ventas minoristas se incrementaron 13,8% en mayo, tras 14,1% en abril y 15,2% en marzo. Añade que las exportaciones se desaceleraron en el mes de junio, alcanzando un crecimiento de 11,3% interanual, tras un 15,3% en mayo, con lo cual se mantiene la tendencia bajista del sector externo. Por otro lado, hace notar que la inflación se ubicó en 2,2% en doce meses, 0,8 puntos porcentuales bajo mayo, manteniéndose por debajo del objetivo anual de 4% planteado por las autoridades para el año 2012. En este contexto, resalta que las autoridades chinas redujeron la tasa de interés de referencia por segunda vez en lo que va corrido del año, ubicándola en 6%. Finalmente, comenta que las cifras muestran una economía china que sigue creciendo, aunque se desacelera, y que, de hecho, el último Consensus Forecasts proyecta un crecimiento para China de 8,1% en 2012, inferior al 9,2% del año 2011.

De esta forma, señala que los riesgos de empeoramiento del escenario económico de la Zona Euro se mantienen elevados, así como la posibilidad de un contagio mayor hacia otras economías del mundo. Hace presente que ello ha impactado en los mercados de *commodities*, aunque en los últimos días se ha observado un repunte en sus precios. De hecho, precisa que desde la última Reunión de Política Monetaria, el precio del cobre ha aumentado cerca de 2% y el del petróleo Brent en torno a 2,2%.

En lo concerniente al ámbito interno, destaca que la actividad económica mostró una aceleración en el mes de mayo, alcanzando un crecimiento de 5,3%, tras el 4,8% de abril y el 5% de marzo; que las expectativas de crecimiento para este año también registraron una leve mejora de acuerdo a la Encuesta del Banco Central de Chile, donde el crecimiento esperado para el presente año es de 4,8%, superior al 4,7% de la Encuesta anterior; y que las ventas del comercio al por menor registraron una nueva desaceleración en mayo, al crecer 5,6% en doce meses y caer respecto al 7,1% de abril y el 9,2% de marzo, lo que muestra un menor crecimiento del consumo.

En cuanto al sector externo chileno, advierte que está siendo afectado por la situación internacional. En efecto, precisa que en mayo pasado, el valor de las exportaciones de bienes a Europa disminuyó 26,8% en doce meses, siendo la sexta caída consecutiva, y que las exportaciones a China también se han desacelerado en forma importante en los últimos meses, a pesar del aumento de 3,7% anual registrado en mayo, luego de las caídas de 0,7% en abril y 3,6% en marzo.



Agrega que el mercado laboral continúa mostrando signos de dinamismo, aunque muestra una desaceleración respecto del resultado de los meses anteriores; y que el empleo creció a una tasa interanual de 2,3% en el trimestre marzo-mayo, tras el 2,4% del trimestre inmediatamente anterior. Informa que con ello, la tasa de desempleo se situó en 6,7%.

Por otro lado, indica que los salarios nominales se aceleraron en mayo, al registrar un incremento anual de 6,5%, frente al 6,1% del mes previo.

En este contexto, indica que la inflación anual registró una nueva desaceleración en el mes de junio, llegando a 2,7%. Destaca que se trata de una importante desaceleración desde el 3,1% del mes previo y el 4,4% de febrero pasado. Acota que la inflación mensual fue de -0,3%, influida por una moderación en los precios de los combustibles, especialmente del gas y la gasolina, que registraron una variación mensual de -7,4% y -1,8%, respectivamente.

Añade que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas del Banco Central, la inflación a fines de 2012 se ubicaría en 2,4%, disminuyendo respecto a la estimación de 3% del mes anterior. De igual forma, señala que las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles de 2,02%, mostrando una disminución de 50 puntos base desde la última Reunión.

El Ministro de Hacienda plantea que en este escenario, lo más conveniente parece ser adoptar una actitud de cautela, manteniendo la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Argumenta que si bien la economía chilena se mantiene robusta, existen indicios de desaceleración, en especial en el sector exportador de la economía nacional. Además, manifiesta que considerando el escenario internacional de los últimos días, es necesario mantener la pausa para seguir acumulando información acerca del escenario externo y su impacto en la economía nacional.

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

Al proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio el proceso de votación de la Opción planteada por el Gerente de División Estudios y, en primer lugar, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su presentación agradeciendo el buen trabajo del *staff*, que ha aportado antecedentes muy valiosos para el análisis.

Indica que, en líneas generales, se observan algunos progresos en lo que respecta a la evolución de la situación financiera europea, que reducen en el margen el riesgo de una resolución traumática de sus problemas. Sin embargo, comenta que ello se da también en un contexto en que se amplían y difunden las señales de desaceleración en el resto del mundo, incluyendo China y otros países emergentes. Agrega que los precios de materias primas se mantienen en niveles similares a los del mes pasado, con la excepción de los granos, que suben por razones climáticas y cuya evolución hay que observar con cuidado por su impacto directo y también indirecto, especialmente en el rubro carnes.

Expresa que su lectura de la situación internacional es que se acentúan algo las señales de desaceleración, pero que, al mismo tiempo, también se reduce levemente la probabilidad de un escenario catastrófico.



Hace presente que a nivel local, se han tenido sorpresas por un crecimiento algo mayor que lo esperado y una inflación más baja. Sin embargo, subraya que la tendencia general en el horizonte relevante para la política monetaria se mantiene inalterada. En este sentido, señala que si bien la inflación a corto plazo se observa más baja, los salarios siguen creciendo a tasas elevadas, lo que coincide además con una estabilización del crecimiento del PIB y de la demanda interna a tasas algo por encima del aumento del PIB potencial. Asimismo, plantea que si bien se espera una desaceleración adicional de la actividad en los meses venideros, ella sigue tardando en materializarse.

Considerando todo lo anterior, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que concuerda con la propuesta de la Gerencia de División Estudios de mantener la TPM en 5%, sin marcar un sesgo especial a corto plazo.

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

El Consejero señor Sebastián Claro indica que los antecedentes para esta Reunión llevan nuevamente a justificar la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual, ya que, en general, la trayectoria de la economía internacional y la doméstica no se ha desviado significativamente de lo anticipado, salvo algunas excepciones, que, en su opinión, no justifican un cambio en el mensaje de estabilidad de la política monetaria que se ha entregado..

En lo referente al escenario externo, estima que lo más indicativo han sido algunas decisiones adoptadas por las autoridades europeas, así como en lo más reciente, las del gobierno español en términos de aplicar un ajuste muy significativo, lo que ha provisto al mercado de expectativas algo mejores. En todo caso, plantea que si bien la duración de este período de mayor calma puede ser transitoria, por lo menos hay alguna señal positiva, en la medida que dichas autoridades han asumido parte de los problemas. Sin embargo, advierte que sigue pendiente la evaluación de la capacidad de algunos de estos países para soportar los ajustes de gasto y cambios en salarios reales requeridos. Por ahora, indica que sigue siendo válido un escenario donde la debilidad en Europa se mantendrá por un buen tiempo, combinada con alta volatilidad.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que en otras partes del mundo, como Estados Unidos de América y China, las cifras de actividad confirman un menor dinamismo que el anticipado. En particular, resalta que si bien en China se nota una mayor disposición de las autoridades a actuar para limitar la desaceleración, no se observa todavía una desviación en el dinamismo de esa economía que justifique un impulso mayor.

Con todo, destaca que la mayor señal transitoria de estabilidad en Europa ha contribuido a moderar los ajustes en los precios de los activos. En este sentido, menciona que las monedas de los países emergentes se han fortalecido, al igual que las bolsas; y que los precios de los *commodities* también se han estabilizado, excepto algunos productos agrícolas cuyo precio internacional ha aumentado.

En lo referente a Chile, indica que la actividad continúa creciendo en torno a su tendencia y que algunos componentes de la demanda interna han seguido algo más dinámicos que lo anticipado. A su vez, comenta que el mercado laboral se ha mantenido dinámico, sin muestras de continuar apretándose, tanto por la normalización en la tasa de crecimiento del empleo como por el crecimiento de los salarios nominales que se mantiene entre 6 y 7%.



Sin embargo, estima que en el ámbito del crédito y los agregados monetarios hay señales que son algo mixtas y que ameritan cierta atención. Al respecto, destaca que el crédito de consumo ha perdido dinamismo, como dan cuenta las encuestas de crédito y los aumentos, en algunos casos bastante significativos, de las tasas de interés en ese segmento que, en su opinión, justifican la perspectiva que subyace al análisis y a las proyecciones que se entregaron esta mañana en la Reunión de Política Monetaria, sobre una desaceleración en el consumo que ya se ha observado en parte. No obstante, menciona que por el lado de las empresas, el crédito y las colocaciones se siguen observando bastante dinámicas, aunque la encuesta de crédito sugiere que algunas de esas condiciones se han tendido a normalizar. De hecho, las contrasta con la evolución de agregados menos líquidos, como el M2 por ejemplo, que sigue creciendo a tasas del orden del 20% nominal anual, cifras que no se apreciaban desde el período 2005-2008, cuando hubo 3 o 4 años de expansión bastante significativa del crédito y de estos agregados. A su juicio, se entrega una señal que habría que observar con mayor detención hacia adelante.

Con todo, piensa que las condiciones financieras siguen siendo normales, aunque existe alguna evidencia en orden a que podrían haberse estrechado en el margen.

En materia de inflación, indica que el último registro sorprendió a la baja, principalmente por sus componentes más volátiles. En su opinión, ello hace que los vaivenes de la inflación impidan una lectura clara respecto de las presiones de demanda que podrían estar subyacentes, aunque algunos componentes más relacionados con sectores de servicios y salarios son coherentes con la hipótesis de que la economía estaría funcionando en torno a su plena capacidad. Agrega que las expectativas de inflación, por lo menos hacia este año, han caído bastante, pero en su opinión, no justifican un cambio en la trayectoria de la TPM.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión.

Hace presente que las noticias del último mes no han estado exentas de novedades y sorpresas, pero que ellas no configuran un cambio relevante para efectos de la orientación de la política monetaria.

En el frente externo, indica que la información más importante ha provenido de Europa y que ella se refiere a los acuerdos adoptados en su última Cumbre. Comenta que la reacción de los mercados ha sido positiva, pero muy cautelosa, porque se los ve todavía como acuerdos parciales y con serios desafíos de implementación. Por ello, plantea que la percepción sigue siendo que Europa tiene un largo y duro camino por delante.

Asimismo, menciona que los mercados financieros han mostrado algún alivio, pero que en lo fundamental continúan denotando preocupación.

En materia de actividad, destaca que los nuevos antecedentes confirman el debilitamiento y la pérdida de impulso de la economía mundial, y que en este cuadro, despierta inquietud la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes, que han jugado hasta ahora un rol de soporte o sustentación del crecimiento global.



Por último, señala que los precios de las materias primas han dejado de caer, ubicándose en niveles acordes con expectativas de un crecimiento global más débil y que desde un aspecto positivo, la corrección que se ha observado en estos precios en el curso del último tiempo ha contribuido a moderar o reducir las perspectivas inflacionarias en el mundo emergente.

En lo concerniente al frente interno, manifiesta que el último IMACEC sorprendió al alza y puso de relieve el riesgo de una desaceleración o normalización del crecimiento más lenta que la considerada en el último IPoM. Con todo, sostiene que no se visualiza por el momento una desviación relevante respecto de la trayectoria anticipada. Hace presente que las cifras mensuales han tenido fluctuaciones en un sentido u otro en el pasado, de manera que esta última cifra debe ser procesada con precaución. En lo sustantivo, estima que permanece vigente el diagnóstico de que la economía está normalizando su ritmo de expansión.

Agrega que confirma lo anterior, el hecho que las condiciones en el mercado laboral no se han seguido estrechando, ya que los registros de creación de empleo, de desocupación y de variación de las remuneraciones se han moderado o estabilizado.

Hace notar que por el lado de la demanda, el cuadro es bastante concordante, por cuanto el gasto en consumo se ha moderado en línea con la evolución de la masa salarial y la aplicación de condiciones crediticias más restrictivas. Con todo, considera que el comportamiento de ciertos componentes del gasto y particularmente el de la inversión requieren una atenta vigilancia.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que la inflación ha continuado evolucionando por debajo de lo anticipado. De hecho, indica que el último registro mensual volvió a sorprender significativamente a la baja. Subraya que con ello, la inflación anual se ha ubicado en la parte baja del rango meta y que lo más probable es que permanezca allí en los próximos meses. Sin embargo, plantea que en lo fundamental, este descenso de la inflación representa una reversión compensatoria del aumento observado con anterioridad.

Añade que el panorama inflacionario de mediano plazo, en cambio, no se ha modificado sustancialmente, teniendo presente la estrechez de capacidad con que opera la economía y las perspectivas de crecimiento contempladas en el escenario más probable.

Sin perjuicio de lo señalado, manifiesta que la transitoria reducción de la inflación es un antecedente que debe ser monitoreado con atención, sobre todo si adquiere persistencia o se intensifica más allá de lo que se visualiza en estos momentos.

En su opinión, esta distinción entre las trayectorias de corto y mediano plazo está bien recogida por el mercado. En este aspecto, especifica que este sigue apostando a tasas de inflación más bien bajas en el curso de los próximos meses y apuntando a la meta en el horizonte de dos años y que en línea con esa visión, el mercado tiende a ver una trayectoria relativamente estable para la TPM en el futuro próximo, es decir, en los meses siguientes.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que con estos antecedentes, fluye, como lo señala la Minuta de la Gerencia de División Estudios, con bastante claridad que la opción más adecuada es la de mantener la TPM en su actual nivel.

Expresa que a ello agregaría las siguientes consideraciones. En primer término, que la TPM, junto con ubicarse dentro de un rango de valores neutrales, le parece coherente con las trayectorias esperadas para la actividad y la inflación en el escenario base, y que ello lo lleva a privilegiar la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria, sobre todo mientras persista incertidumbre acerca de cómo evolucionarán las condiciones tanto externas como internas.



Por otro lado, indica que una adecuada ponderación de los riesgos que se enfrentan conduce también a inclinarse por mantener la tasa rectora. En este sentido, señala que lo que se observa en estos momentos son riesgos bastante compensados, ya que, por un lado, está el posible deterioro del escenario externo y, por otro, la persistencia del vigor de la demanda interna. En este cuadro, considera que lo más conveniente es proceder con prudencia y evitar acciones de política que puedan requerir reversiones drásticas en el corto plazo, con los consiguientes efectos adversos sobre las expectativas y la confianza del mercado. En su opinión, ello en ningún caso cierra la posibilidad de reaccionar con prontitud si las condiciones cambian y, sobre todo, si lo hacen abruptamente.

Finalmente, señala que un curso de acción distinto al mencionado sería sorpresivo para el mercado y probablemente difícil de asimilar.

En virtud de lo expuesto, manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 5% anual y por no introducir cambios significativos en el tenor del Comunicado.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, e indica que hace suya la lista de antecedentes nuevos respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, a lo cual agrega los siguientes comentarios.

A título de noticia en el margen, informa que en el día de hoy, Corea anunció una reducción de su tasa de instancia monetaria, razón por la cual correspondería actualizar el listado que se contiene en la lámina N° 25 de la presentación.

En lo concerniente a la economía internacional, señala que aún es pronto para evaluar el impacto de los recientes anuncios sobre fondos destinados al rescate de bancos de la Zona Euro y también sobre las medidas de austeridad de España. Con todo, manifiesta que la respuesta inicial de los mercados fue tímidamente positiva al inicio, aunque con altibajos en lo más reciente. También destaca que el menor precio del petróleo, además de los efectos evidentes y obvios que genera, ha implicado una recomposición parcial de los desbalances globales.

En cuanto a la economía nacional, consigna que los registros de actividad han sorprendido nuevamente al alza y los de inflación a la baja, y que los salarios, en tanto, se comportan según la dinámica de la inflación. En su opinión, sorprende que la demanda interna, la economía real y las expectativas en torno a estas dos variables no registren aún el efecto de una economía mundial donde la desaceleración abarca un número cada vez más significativo de economías. A su juicio, habrá que desentrañar si es un aspecto que corresponde a efectos que son puramente transitorios o a elementos que lo explican más estructuralmente, y que su hipótesis es que se trata más bien lo primero.

Agrega que en la economía nacional se ha producido un ajuste fuerte en las expectativas hacia una inflación más baja en el corto plazo, lo que para una misma tasa de política monetaria nominal implicaría una política monetaria marginalmente más restrictiva de acuerdo al Principio de Taylor. Estima que corresponderá también evaluar en su momento si es algo que acomoda o no al Consejo.



En opinión del Vicepresidente señor Manuel Marfán, la economía chilena tiene en la actualidad un puzzle de política, ya que, por una parte, toda la información que proviene de la economía mundial recomienda seguir a otras economías en cuanto a tener una política monetaria más expansiva. Sin embargo, considera que el hecho que la esperada desaceleración de la economía interna haya sido más lenta que lo proyectado y ya por varios meses consecutivos, apuntaría más bien en la dirección de que a pesar de los menores costos de los combustibles, podrían estarse incubando presiones inflacionarias más a mediano plazo. En consecuencia, deja constancia que ello impone un puzzle de política que hay que resolver.

Sostiene que en la coyuntura actual, es importante analizar no solamente el escenario base o el escenario más probable, sino que también los riesgos de cola ancha, es decir, aquellas posibilidades que no están dentro del escenario central, pero que tienen una probabilidad no menor de ocurrencia en escenarios que son más extremos. Al respecto, indica que una salida desordenada de la crisis europea lleva a la necesidad de pensar en eventuales seguros para poder tener una posición menos vulnerable para enfrentar ese tipo de escenarios.

Por esta razón, estima que en un contexto en que la economía interna no refleja aún la desaceleración de otras economías, resulta más prudente mantener la TPM. A su juicio, en este caso es preciso también considerar estos riesgos de cola ancha para no perturbar los grados de libertad que el Banco Central Chile debe tener para poder enfrentar, en caso que se materializara tal escenario, una política más expansiva sólo en aquel entonces.

En razón de las consideraciones anteriores, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es mantener la Tasa de Política Monetaria en el 5% anual. En lo referente al Comunicado, cree firmemente que no debiera incluir alguna señal en cuanto a que los riesgos de la economía internacional han amainado, aún con los anuncios recientes.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece lo expresado por el Vicepresidente señor Manuel Marfán e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis expuesto precedentemente.

Indica que desde la última RPM, las tensiones financieras en Europa se han atenuado, percibiéndose menor volatilidad en los mercados globales producto de los anuncios de los principales líderes europeos y de España en particular. Plantea que aún así, quedan muchos detalles por definir, lo que no será fácil y tomará bastante tiempo. Manifiesta que es por ello que no se pueden descartar episodios de mayor volatilidad en los meses que siguen e incluso episodios de alta complejidad. Además, señala que los indicadores de actividad continúan deteriorándose en las economías desarrolladas, lo que, de alguna manera, era previsto dadas las tensiones a las que han estado sometidas dichas economías.

En su opinión, quizás más preocupante es que a ello se ha sumado una desaceleración significativa en importantes economías emergentes, como China, India y Brasil. Al respecto, menciona que se espera que estas economías tengan un repunte en la segunda mitad del año, pero que de no ser así, se vería seriamente afectado el principal impulso que hoy tiene la economía mundial.

Añade que los precios de las materias primas se han recuperado parcialmente, luego de las importantes bajas de las semanas previas; que, por su parte, varias economías han seguido impulsando políticas monetarias más expansivas, entre ellas la Zona Euro, China, Corea, Israel y Brasil; y que, además, se habla crecientemente de un QE3 por parte de Estados Unidos de América.



En lo referente a Chile, destaca que el crecimiento sigue relativamente fuerte, aunque con señales de desaceleración. Sobre el particular, consigna que en términos de velocidad, la actividad se mantiene creciendo en torno a 5%; que la demanda también se ha desacelerado, pero sigue con tasas de crecimiento altas; que hay señales de mayor moderación en el margen en las importaciones y en ciertas colocaciones; y que en la última encuesta sobre condiciones generales de crédito del Banco Central de Chile se observa una tendencia hacia condiciones más restrictivas de oferta y menos fuerte de demanda para la mayoría de los créditos.

Asimismo, comenta que el empleo ha seguido una tendencia hacia la moderación en el crecimiento, en tanto que el aumento en doce meses de los salarios nominales se mantiene estable.

El Presidente señor Rodrigo Vergara subraya que la inflación sigue sorprendiendo a la baja. Sobre este aspecto, precisa que al mes de junio, la variación en doce meses del IPC era de 2,7%, bastante inferior a lo esperado hace unos pocos meses producto de las bajas en los precios de combustibles y alimentos, y que las distintas medidas de inflación subyacente, en tanto, están en torno a 2,5%. Hace presente además que las expectativas de mercado medidas en las encuestas y los precios de mercado están para fines de este año más cerca del borde inferior del rango de tolerancia, y que a mediano plazo están alineadas con la meta del Banco Central de Chile.

Por todo lo anterior, estima que la opción que presenta la Gerencia de División Estudios es la correcta. A su juicio, subir la tasa rectora es descartable en las actuales circunstancias, tanto por la baja inflación y sus proyecciones acotadas como por el escenario externo que sigue presentando riesgos importantes para la economía nacional; y bajarla no parece lo prudente, al menos por ahora, mientras no haya evidencia más concreta de una desaceleración algo mayor en la actividad y la demanda interna. Considera que lo natural sería que el escenario externo tuviera un efecto más significativo en la economía chilena en la segunda parte del año, tal como lo está teniendo en varios países de la región. Sin embargo, enfatiza en la importancia de reconocer que, por ahora, dichos efectos son acotados.

En conclusión, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual. En cuanto al Comunicado, sugiere no innovar en materia de sesgo, es decir, mantener la neutralidad, y estima importante también hacer referencia a las bajas inflaciones y sus causas.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,0% anual.

Conforme a la votación unánime efectuada por los señores Consejeros, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

188-01-120712 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,0% anual.

Al concluir la Reunión, se procede a dar lectura al texto del Comunicado, que es del siguiente tenor:



Comunicado

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

En el ámbito externo, los recientes anuncios en la Eurozona fueron bien recibidos, aunque los riesgos fiscales continúan elevados y los mercados financieros mantienen una alta volatilidad. Los indicadores económicos de Estados Unidos, la Eurozona, China y otras economías emergentes vuelven a mostrar un desempeño más débil que lo anticipado por las expectativas de consenso. Los bancos centrales de varias economías desarrolladas y emergentes han adoptado políticas monetarias más expansivas. Los precios internacionales de las materias primas se encuentran en niveles similares a los de hace un mes, con la excepción de los granos que presentan un repunte.

En el plano local, los indicadores de actividad y demanda, si bien se han desacelerado menos que lo esperado, evolucionan en torno a tasas de tendencia. El mercado laboral sigue ajustado, aunque se observa una moderación en el ritmo de crecimiento del empleo. La inflación anual del IPC ha caído y, junto con las medidas de inflación subyacente, se ubica bajo 3%. En los últimos meses, los componentes más volátiles de la canasta, energía y alimentos, muestran una incidencia negativa en el IPC, a diferencia de lo observado en el primer trimestre del año. Las expectativas inflacionarias de mediano plazo permanecen en torno a la meta.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:50 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

