



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 189 celebrada el día jueves 16 de agosto de 2012

En Santiago de Chile, a 16 de agosto 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 Larraín Bascuñán.

Asisten también:

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 189, comunicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2013 se celebre el día 14 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 a las señales políticas positivas desde Europa y, en particular, al hecho que el Banco Central Europeo ha determinado volver a adquirir bonos soberanos, condicionado a la solicitud de rescate por parte de la economía comprometida.

En segundo término, consigna que la Reserva Federal ha mantenido la política monetaria, lo cual ha generado un sentimiento levemente más positivo en los mercados financieros, que se ha visto reflejado en aumentos bursátiles, caídas de *spreads* y monedas que se aprecian en relación al dólar estadounidense.

Sin embargo, expresa que las cifras de PIB, particularmente al segundo trimestre, confirman una desaceleración de la actividad, por lo que los indicadores de actividad industrial se mantienen débiles, mostrando retrocesos en gran parte de las economías.

Agrega que las tasas de desempleo continúan altas tanto en Europa como en Estados Unidos de América y que el mercado laboral de esta última economía se mantiene frágil, a pesar de que en el margen, las últimas noticias fueron algo más positivas.

A título de último comentario relevante de esta parte de su informe, señala que en materia de *commodities* se han registrado aumentos en los precios de bienes agrícolas y combustibles, mientras que los correspondientes a los metales se han mostrado estables.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, mencionando las principales noticias del mes en Europa. En primer término, alude a las señales entregadas por sus autoridades, quienes han declarado que desplegarán todos los esfuerzos necesarios para mantener el euro, lo que tuvo alguna repercusión positiva en los mercados.

En segundo lugar, informa que está en discusión la posibilidad de otorgar licencia bancaria al Fondo de Rescate Europeo, con el objeto de obtener mayores recursos financieros por la vía de obtener préstamos del Banco Central Europeo.

Agrega que el gobierno español ha buscado intervenir las comunidades autónomas de Cataluña y Valencia, luego de que estas entidades recurrieron al Fondo de Rescate Regional Español, dado que se encuentran comprometidas financieramente, y que por su parte, Italia haría un recorte adicional en materia fiscal de aquí a fin de año, del orden de €4,5 billones, de lo que se infiere que las tensiones de la Zona Euro muestran signos de debilitamiento del bloque.

En lo concerniente a Grecia, indica que las decisiones no han sido del todo positivas, por cuanto aún no se ha logrado acuerdo respecto de un recorte de €3,5 billones de los €11,5 que contempla el plan de ahorro, por lo que los acreedores internacionales coincidieron en la necesidad de fortalecer las medidas de apoyo. Añade que esa economía requeriría dos años adicionales para cumplir con su programa de austeridad conforme a las exigencias adoptadas por la Troika que comprende a las tres instituciones internacionales encargadas de la aplicación sistemática del programa de consolidación fiscal griego.



A título de última noticia relevante del mes en Europa, alude a las rebajas en las clasificaciones de riesgo que afectaron a algunos gobiernos y bancos, particularmente italianos.

Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann informa que en materia de mercados financieros, los CDS de algunos países, tales como Alemania y el Reino Unido, registraron caídas significativas, mientras que en Estados Unidos de América se han mantenido en un nivel relativamente alto desde una perspectiva histórica, debido a que se mantienen pendientes los problemas en materia fiscal. Sobre este aspecto, hace presente que esa economía debería alcanzar un límite máximo en materia de endeudamiento público entre los meses de septiembre y octubre próximos, lo cual generará cierto debate y discusión política acerca de los recortes de gastos que podría originar dicho límite.

En cuanto a los CDS de otras regiones, indica que se observan retrocesos en Australia, Nueva Zelandia, como asimismo, en algunas economías emergentes y también en Europa, particularmente en España e Italia, sin perjuicio de resaltar que se mantienen en niveles excepcionalmente elevados en torno a 500 puntos base, lo cual hace claramente insostenible la deuda de estas dos economías específicas.

Además, expresa que las reducciones antedichas se han reflejado también en las primas por riesgo de los bancos comerciales y, en este sentido, alude a la caída de los CDS del UniCredit de Italia y añade que los de Dexia se mantienen elevados. Por otra parte, se observan también algunos descensos en el caso de bancos americanos y muy marginales en el caso de la banca española, dando cuenta de que las ayudas financieras que se le han otorgado han sido insuficientes para tranquilizar su situación.

En lo concerniente a la volatilidad de los mercados, menciona que los VIX han tendido a caer y con mayor fuerza en las economías emergentes. Señala, además, que las primas por riesgos corporativos también muestran reducciones, particularmente en el caso de los bonos con clasificación A, aunque continúan en niveles relativamente elevados respecto de los observados en gran parte de la década comprendida entre los años 2000 al 2010.

En cuanto a los indicadores de liquidez en dólares, comenta que ellos presentan mejoras, lo que se refleja en los futuros de Libor y el *Basis Swap* durante la última semana.

En materia de bolsas de valores, destaca los aumentos observados en Estados Unidos de América y en economías de Europa, que exhiben rendimientos positivos al igual que en los mercados bursátiles emergentes, donde han predominado las alzas, pero algo más tenues particularmente en China, que exhibió datos de actividad relativamente negativos. Agrega que el comportamiento de la bolsa chilena, medida en pesos, registra un descenso, no así en dólares estadounidenses, dado la apreciación experimentada por el peso.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a los flujos de capitales hacia economías refugio, particularmente Alemania y Estados Unidos de América. Sobre el particular, precisa que ellos se concentran básicamente en bonos en dólares, cuyo mercado es significativamente mayor que el de los bonos alemanes.

Asimismo, hace presente que las tasas de largo plazo muestran ligeras alzas, aunque apenas superan los mínimos históricos, y precisa que estas alzas obedecen a una mayor asunción de riesgo por parte de los inversionistas.



El señor Sergio Lehmann comenta que este mayor interés por riesgo observado en las últimas semanas se ha reflejado en aumentos en los flujos de capitales hacia economías emergentes de Europa, Asia y América Latina. Especifica que si bien estos flujos han estado asociados fundamentalmente a bonos, en el margen se advierte también una mayor posición en mercados accionarios, en concordancia a su vez, con los incrementos bursátiles registrados en algunas economías, especialmente de Brasil y Asia.

Por último, hace referencia a la relación existente entre el VIX y la entrada de capitales a economías emergentes. Sobre este aspecto, plantea que, en general, menores VIX se asocian a mayores entradas de capitales a economías emergentes, por cuanto en períodos de menor incertidumbre aumenta el apetito por riesgo y, con ello, la llegada de capitales a estas economías. De hecho, comenta que este indicador ha mostrado un descenso en los últimos meses y que los flujos de capitales a las economías emergentes registran entradas netas.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, exhibiendo el cuadro que da cuenta de las variaciones de las paridades de las monedas analizadas habitualmente. Al respecto, no solo destaca la apreciación que ha experimentado el peso chileno desde la última Reunión, sino por ser una de las monedas que más se ha apreciado durante esta semana. Hace notar, además, que su comportamiento está en línea con el exhibido por el dólar australiano, el dólar canadiense y las monedas de algunas otras economías productoras de *commodities*. Asimismo, resalta la apreciación de 1% registrada por el euro desde la última RPM, en concordancia con las señales políticas algo más positivas comentadas anteriormente, y que como contraparte, el dólar multilateral se ha depreciado 1,3% desde entonces.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta su prevención en lo concerniente a la depreciación del peso colombiano desde la Reunión de Política Monetaria pasada, que alcanza a 1,7%. El señor Sergio Lehmann indica que ello se explica si se considera que Colombia modificó su política cambiaria y que, por otra parte, el Ministerio de Hacienda comenzó a intervenir de manera más significativa, a lo que se agregan algunos indicadores de actividad negativos de ese país y que el Banco de la República sorprendió al mercado al acordar una reducción de su tasa rectora en 25 puntos base.

En lo atinente a indicadores de actividad, el señor Sergio Lehmann consigna que estos son más bien mixtos en Estados Unidos de América y que las señales son negativas tanto en Japón como China. En este sentido, informa que el último dato del PIB japonés fue bastante más bajo que lo anticipado, y que en el caso de China, las exportaciones, importaciones, ventas y la producción industrial están creciendo menos de lo esperado, generando preocupación en materia de actividad.

Agrega que las encuestas de confianza registran movimientos más bien mixtos, sin perjuicio de consignar que en Estados Unidos de América, la Zona Euro y Japón, el ISM manufacturero fue menor que lo esperado, dando cuenta de que la actividad industrial futura sería más negativa que lo proyectado.

El señor Sergio Lehmann señala que, en términos globales, lo expresado se refleja también a partir de los datos de producción industrial, que muestran una caída en el margen, y de los PMI manufactureros, que figuran por debajo del pivote 50, dando cuenta del deterioro del sector industrial.

En lo concerniente al mercado laboral de Estados Unidos de América, comenta que el sector asociado a servicios profesionales es el que está generando el mayor número de empleos, seguido de los sectores educación, salud y otros. Agrega que el sector manufacturero está creando muy pocos puestos de trabajo; que la contribución del sector



construcción es nula en este sentido, lo cual es reflejo de una actividad bastante debilitada del sector inmobiliario; y que el sector gobierno sigue reduciendo su tamaño en su condición de empleador.

Enfatiza que el ISM, que constituye el indicador de encuestas a empresas, da cuenta de una desaceleración en materia de disposición a contratar nuevos trabajadores, lo que hace prever que el mercado laboral continuará extremadamente débil en los meses venideros.

Por último, comenta que si bien el número de solicitudes de subsidios de desempleo ha mostrado ligeras bajas en el margen, sigue siendo relativamente alto para un período respecto del cual se esperaría una recuperación más dinámica.

En lo referente a China, destaca la desaceleración relativamente sostenida del PIB desde el año 2010 hasta la fecha, en línea con una producción industrial que tiende a desacelerarse, particularmente en el último mes; que las ventas minoristas también exhiben una trayectoria de desaceleración equivalente y que la confianza de los consumidores muestra cierto deterioro. Agrega que igual comportamiento exhiben las exportaciones e importaciones, reflejando que la Zona Euro como destino de las exportaciones chinas, está teniendo un impacto sobre la actividad de esa economía.

En cuanto a la inflación en ese país, señala que la inflación *headline* ha tendido a caer de manera relativamente importante, luego de haber alcanzado niveles en torno a 6% anual a mediados del año pasado.

Por último, alude a la evolución del precio del cerdo, atendido el hecho que juega un rol importante en la canasta de alimentos de China. Sobre el particular, destaca que tras crecer 60%, actualmente registra una caída de 20%, contribuyendo al descenso de la inflación y otorgando, a su vez, un espacio para que las autoridades chinas adopten nuevas medidas de estímulo a la economía de carácter fiscal y monetario.

En relación con América Latina, indica que la actividad industrial también ha tendido a desacelerarse, para lo cual destaca particularmente la exhibida por Brasil. Alude también a la recuperación en el margen de Perú y a que en México se mantiene en niveles bajos, pero estables. Hace presente que las ventas minoristas exhiben un leve repunte en Colombia, México y Brasil.

Asimismo, plantea que el PMI manufacturero en Brasil continúa por debajo del pivote de 50, mientras que en México, si bien muestra una ligera caída en el margen, ha permanecido en el rango de expansión luego de la crisis del año 2009.

En cuanto a otros indicadores de la región, menciona que en términos generales, las colocaciones han mostrado una ligera desaceleración, pero que en algunos países registran aumentos del orden del 20%. Hace notar que a pesar de ello, la confianza de los consumidores ha tendido a caer, especialmente en México y Colombia.

En lo concerniente a la tasa de desempleo, resalta el retroceso que exhibe en algunas economías, particularmente en Colombia y Perú, y que en Brasil, después de haber alcanzado mínimos históricos, ha tendido a revertirse ligeramente, constituyendo también un síntoma de la debilidad de su actividad, particularmente del sector industrial.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, refiriéndose al comportamiento de la inflación en el mundo. Sobre el particular, informa que ha tendido a retroceder en la mayoría de los países, especialmente en Estados Unidos de América, Brasil y la Zona Euro, mientras que en las inflaciones subyacentes se mantienen relativamente planas, particularmente en las economías desarrolladas.



En lo relativo a la inflación de energía y alimentos, precisa que la primera tiende a caer, principalmente en Estados Unidos de América y la Zona Euro, y que un comportamiento similar exhibe el IPC de alimentos desde el último trimestre del año pasado, excepto en México, donde el precio de los alimentos ha experimentado un incremento significativo últimamente. En todo caso, acota que los datos antedichos no incorporan el alza que han anotado recientemente los combustibles, como tampoco la corrección de algún componente asociado a los precios actuales de cereales, que han mostrado alzas importantes a partir del mes de junio último.

El señor Sergio Lehmann indica que en función de este comportamiento, las proyecciones de inflación se han ajustado a la baja en las economías desarrolladas y en mayor grado en América Latina, explicadas en este último caso por lo que acontece fundamentalmente en Brasil, y que hacia el año 2013 se proyecta bastante estabilidad.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el gráfico *heat map* de inflación, que se contiene en la lámina 24 de la presentación, y hace notar que no da cuenta de cambios importantes respecto a la última RPM, salvo el caso de Perú, donde la inflación tiende a acercarse a su rango meta, y de algunas economías de Asia, cuyos registros se ubican en la parte inferior de sus rangos meta respectivos.

En materia de política monetaria, destaca el amplio predominio del mantenimiento de las tasas rectoras y el hecho que Colombia sorprendió al mercado al acordar un recorte de 25 puntos base. Agrega que las proyecciones de la Tasa de Política Monetaria, TPM exhiben cambios marginales a la baja, que son algo más notorios en el caso de América Latina.

En lo atinente a los *commodities*, informa del alza importante del precio de los combustibles, particularmente del petróleo Brent y la gasolina. Explica que tratándose del petróleo Brent, este aumento tiene asociado un componente de oferta, algunas huelgas en algunos yacimientos petroleros en Noruega y elementos geopolíticos derivados de la situación en el Medio Oriente; en tanto que en el caso de la gasolina, el alza de sus precios obedece a problemas de refinación, particularmente en México, que ha debido incrementar sus importaciones durante el último mes.

Además, hace presente que en se observan nuevamente algunos incrementos en el precio del maíz y trigo, una cierta estabilidad en el caso de los metales y una caída en el precio del cobre del orden de 2%.

En cuanto a los índices FAO alimentos y FAO cereales, que recogen fundamentalmente el movimiento de esos precios hasta fines del mes de julio pasado, señala que exhiben aumentos de 6% y 17%, respectivamente, y anticipa que al término del mes de agosto se observaría un incremento adicional en estos indicadores, en virtud de las alzas registradas por el maíz y el trigo y, en alguna medida, por el arroz.

El señor Sergio Lehmann hace presente que la Gerencia de Análisis Internacional a su cargo estimó que el referido índice de alimentos FAO registraría un movimiento mayor que el 6% que ha alcanzado efectivamente y precisa que tal diferencia obedece a que internamente no se cuenta con un seguimiento de todos los alimentos para efectos de poder construir este indicador. Agrega que el referido aumento de 6% se explica fundamentalmente por el alza del precio de los cereales y, en algún menor grado, por el aumento en el precio del azúcar, que está asociado principalmente a expectativas de cosechas o de producción algo menores en Brasil, como consecuencia de factores climáticos.



Sin embargo, hace notar que los futuros de cereales recogen un descenso relativamente rápido de precios, en la medida que las condiciones climáticas asociadas a la sequía en Estados Unidos de América y Rusia tiendan a normalizarse, y que en tal aspecto, el índice FAO de alimentos exhibe una evolución bastante similar.

En lo referente al precio del petróleo, destaca que los ajustes son también hacia la baja, pero algo más graduales que en el caso de los alimentos, mientras que la gasolina sí registraría una caída más marcada, explicada por un factor de estacionalidad.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere al cobre, y en lo concerniente a su precio indica que la trayectoria actual en materia de futuros no difiere mayormente de la observada en la RPM anterior, y en este sentido, subraya que se haya mantenido su precio, no obstante la desaceleración que registra la economía china. Hace notar que sobre la base de los antecedentes relativos a importaciones de cobre de ese país y al precio de este metal desde el año 2008 a la fecha, se advierte que en períodos de baja de precios, los chinos aumentan sus importaciones, y que en períodos de alzas tienden a reducir el ritmo de compra del metal. Precisa que señales políticas confirman este hecho, por cuanto las autoridades chinas han reconocido la existencia de una suerte de estrategia de importaciones en períodos de caídas del precio del cobre para efectos de acumular reservas y tener suficientes insumos para su industria.

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 plantea que de acuerdo con las noticias del último mes, una primera impresión que se obtiene es que la situación global ha mejorado respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior. No obstante, en su opinión, tratándose de la situación europea, ello tiene más bien carácter transitorio, porque se basa en el actuar del Banco Central Europeo en cuanto a su disponibilidad para evitar escenarios realmente adversos, cuyo verdadero soporte político para concretarlo se desconoce. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, indica que si bien estas han disminuido, considera que la sensación más positiva en este sentido obedecería a que ha disminuido la probabilidad de un escenario realmente negativo en el corto plazo.

Sostiene que lo anterior es beneficioso para Chile, en tanto exista una cierta mayor tranquilidad en los mercados financieros, pero que también podría constituir un problema, desde el momento que nuestro país se ha transformado en una plaza muy atractiva, lo que tiene implicancias de orden cambiario en materia de flujos de capitales, que hacen más complejo el manejo macroeconómico.

Por otra parte, menciona la situación de Perú, cuyos últimos datos son bastante similares a los de Chile, en el sentido que muestran nuevamente una desaceleración, en especial en materia inflacionaria.

En cuanto a China, plantea sus dudas respecto de la desaceleración sostenida de su economía y del anticipo de mayores impulsos monetarios y fiscales. En su opinión, las autoridades chinas están aprovechando esta pausa en su crecimiento para frenar en algún grado la expansión que experimentó su sistema financiero, que ha resultado ser problemática; y que las noticias positivas en materia de inflación no necesariamente anticipan un gran impulso, sino que les da espacio para mantenerse con tasas de crecimiento en torno al 7,5% por un tiempo mayor.



En lo referente a los *commodities*, señala que resulta complejo apreciar qué está detrás de su comportamiento reciente. Indica que si las alzas solo obedecieran a factores climáticos, *shocks* de oferta y problemas geopolíticos, constituiría un escenario muy positivo, por cuanto sería de carácter transitorio. No obstante, estima que constituye claramente un nuevo factor de riesgo que ha aparecido con fuerza, no solo en términos de inflación, sino que también en cuanto a lo que efectivamente están reflejando estas alzas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán declara compartir el planteamiento expuesto por el Consejero señor Sebastián Claro.

Además, señala que tiempo atrás se anticipó que luego de los meses de junio y julio habría mayor calma en los mercados financieros, porque el mercado primario de bonos estaría menos exacerbado. Sobre el particular, indica que hasta esta fecha la evidencia no permite rechazar esa hipótesis, pero que en caso que ella sea cierta, se trataría de un movimiento pasajero, luego del cual se observaría una intensificación de la volatilidad. Expresa que, en su opinión, esta mayor calma transitoria no ha reducido la probabilidad de una salida desordenada del problema del euro en relación con la observada hace meses atrás, por lo que una lectura distinta resultaría equivocada.

Sostiene que el escenario más probable no es el de una salida desordenada en la Zona Euro, sino que de un *muddling through*, y que este también podría ser el caso de Estados Unidos de América, que ha exhibido tasas de crecimiento relativamente bajas de manera sostenida y un mercado laboral que no logra repuntar. Agrega que considera difícil que se pueda sostener un crecimiento alto en la Zona Euro y en Estados Unidos de América con políticas fiscales muy activas, porque aquellos países europeos que podrían hacerlo, claramente no tienen voluntad para ello, y porque en Estados Unidos de América, si bien lo ha efectuado y hasta ahora sostiene un crecimiento reducido, ello ha ido agravando los riesgos derivados de una deuda que crece sistemáticamente.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que los desarrollos del último mes tienden a reafirmar el escenario visualizado y definido en los informes internos y en las Reuniones de Política Monetaria previas, el que no introduce limitaciones absolutas para que Chile pueda seguir desarrollándose. Agrega que los escenarios extremos estarían alejándose en algún grado y que se observarán desarrollos con implicancias en términos de flujos de capitales, de orden cambiario y otras comentadas previamente.

El Consejero señor Joaquín Vial advierte un cierto progreso en Europa, desde el momento que cuenta ahora con una hoja de ruta, aunque sujeta a la voluntad de sus economías para cumplirla en los próximos dos o tres meses. En este sentido, precisa que se avecinan importantes obstáculos que salvar, tales como los concernientes a vencimientos de deuda y la revisión del programa con Grecia, lo que ciertamente generará turbulencias significativas.

En términos de actividad, comenta que los antecedentes aportados permiten concluir que los países desarrollados, especialmente los Estados Unidos de América, están igual o marginalmente mejor que el mes anterior, mientras que los emergentes exhiben un retroceso. Al respecto, plantea la conveniencia de explorar con mayor grado de detalle sobre la evolución futura de algunas economías en particular, tales como la brasileña, de manera de poder determinar qué posibilidades tiene este país de mejorar su desempeño en el segundo semestre o si acaso solo se puede anticipar un repunte de la inflación y el aumento del déficit de cuenta corriente.

Asimismo, señala que ameritaría realizar un seguimiento de los volúmenes de comercio internacional, específicamente de los índices de costo de carga del Mar Báltico, que han disminuido considerablemente en los últimos meses.



Por último, expresa que, en su opinión, los precios de los *commodities* no se revertirán rápidamente. Indica que en el caso del petróleo, el alza registrada en las últimas semanas obedece no solo a un componente de riesgo político asociado a la posibilidad de un ataque de Israel a Irán, sino que también a problemas de oferta, lo que puede prolongarse por varios meses y, con ello, complicar la frágil recuperación de los países desarrollados.

En lo concerniente al precio de los alimentos, hace presente que los mercados confían en que las cosechas del hemisferio sur lograrán normalizar los precios, sin perjuicio que la presencia del fenómeno climático de El Niño podría materializarse próximamente, agravando la situación. Por lo tanto, considera oportuno analizar los efectos que este fenómeno ha tenido en episodios anteriores en otros países, tales como Australia, Argentina, Brasil y Sudáfrica para poder anticiparse a ello.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se suma a los planteamientos expuestos precedentemente y se refiere al escenario supuesto en orden a que las dos grandes economías emergentes, las de China y Brasil, habrían llegado a su mayor desaceleración y que al menos la economía brasileña se recuperaría en forma relativamente importante en la segunda parte del presente año. En ese sentido, indica que comparte la opinión del Consejero señor Joaquín Vial, en cuanto a que ello no resulta tan evidente desde el momento que el plan anunciado por Brasil el día de ayer se circunscribe a infraestructura de mediano plazo, y en razón de que si bien los indicadores de demanda siguen relativamente dinámicos, en términos de actividad no exhiben algún tipo de aceleración en la segunda parte del año.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan estima que las noticias positivas de la Eurozona no son tan evidentes, considerando que el Banco Central Europeo solo ha emitido señales difusas en cuanto a su decisión de desplegar todos sus esfuerzos en orden a solucionar los problemas que aquejan a esa región. En su opinión, lo único destacable se relaciona con medidas para palear las condiciones financieras de corto plazo, ya que no hay mayor certeza acerca de la capacidad de los países de ir ajustándose y solucionar los problemas estructurales de mediano plazo, así como también los referidos a crecimiento y salarios relativos, entre otros. A su juicio, los problemas actuales perdurarán por bastante tiempo.

Asimismo, alude a la próxima renegociación de las condiciones del paquete de ayuda financiera a Grecia. Sobre el particular, comenta que las autoridades griegas han planteado la necesidad de un mayor grado de flexibilidad, en circunstancias que han cumplido escasamente las exigencias impuestas y deberán enfrentar fuertes vencimientos en el mes de septiembre próximo. En razón de ello, menciona que es dable esperar la existencia de importantes turbulencias junto con otras derivadas de la forma en que se llegue a materializar el plan de ayuda financiera a España.

En razón de lo anterior, enfatiza que su visión sigue siendo pesimista y que, a su juicio, la calma transitoria de los mercados se sustenta sobre señales imprecisas.

En lo concerniente a Perú, señala que personeros de algunos fondos de pensiones peruanos de visita en Chile plantearon que parte de la desaceleración de la inversión en ese país obedeció a preocupaciones acerca de la política económica que implementaría el gobierno del Presidente señor Ollanta Humala, que finalmente no se materializaron, ya que ha sido un gobierno más proclive a las empresas de lo que se estimaba y que, en ese sentido, reina ahora una visión más optimista sobre el comportamiento futuro de la inversión, por lo que las perspectivas son de un mayor crecimiento en los meses venideros.

El Presidente consulta acerca de las operaciones en México del Banco Santander España y su participación en el sistema bancario de ese país.



El señor Kevin Cowan responde que esa empresa bancaria ha hecho pública recientemente su intención de vender hasta un 25% de su filial en México, y en lo atinente a su participación de mercado, informa que esta es muy reducida en un sistema bancario que es pequeño medido como porcentaje del PIB. Agrega que el BBVA tiene una participación mayor en México y que en términos de utilidades del Banco Santander España, su filial brasileña es más relevante que la mexicana.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comparte el diagnóstico expresado, en orden a que la calma financiera sería de carácter transitorio, porque persisten las dificultades en la Eurozona a pesar de algunos avances logrados en términos más estructurales como es el caso de la Unión Bancaria. Al respecto, hace notar que estos avances aún no se han materializado y que deberán enfrentar dificultades políticas que generarían nuevos episodios de volatilidad.

Hace presente que la principal novedad en materia de actividad es la desaceleración de las economías emergentes, especialmente la de China.

En relación con los índices de costo de carga del Mar Báltico, aludidos por el Consejero señor Joaquín Vial, indica que ha disminuido el *Baltic Freight Index*, que está muy relacionado con el transporte de hierro entre China y Australia, reflejando que a diferencia de lo ocurrido con el cobre, las importaciones de insumos como el hierro han caído muy rápidamente y que su precio asimismo se ha ajustado. Añade que las importaciones de cobre también han disminuido, generando un grado de preocupación porque varios reportes dan cuenta de inventarios muy bajos en bolsa y, a su vez, de inventarios físicos elevados en el sector real chileno.

Sobre la economía de Brasil, hace referencia al anuncio de un programa de mediano plazo que busca resolver problemas de oferta que arrastra esa economía en temas de infraestructura, que son relevantes en términos de restricción de crecimiento y que requieren de un impulso acelerado de orden monetario o fiscal. Advierte que frente a las restricciones de oferta que enfrenta esa economía, ello puede traducirse en el corto plazo en un repunte inflacionario adicional o en mayor déficit de cuenta corriente.

Por último, y en relación con los precios de los *commodities*, plantea que la Gerencia de División a su cargo mantiene una posición más escéptica en cuanto a una rápida reversión de los mismos, razón por la cual ha incluido y traspasado parte de esos efectos a las proyecciones de inflación y estima que los componentes más volátiles de la canasta se verán afectados por estos desarrollos externos.

El Consejero señor Enrique Marshall es de opinión que corresponde reconocer que la situación política de Europa ha mejorado, en razón de que se ha estabilizado la situación política que motivó cambios de gobiernos y diversos procesos electorarios; y por otra parte, las encuestas muestran un alto apoyo a la Canciller alemana señora Angela Merkel y se ha otorgado un voto de confianza al gobierno italiano.

En todo caso, plantea la necesidad de estar alertas a los acontecimientos del sector corporativo conocidos últimamente y a los posibles problemas que puedan derivar de ellos.

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 PIB correspondiente al segundo trimestre del presente año fue de 5,5%, algo superior a lo previsto en la RPM anterior y en el último Informe de Política, IPoM, de junio, y destaca que esta cifra conlleva una elevada velocidad.

Asimismo, señala que la demanda interna sorprendió al alza por una mayor acumulación de inventarios y agrega que a juicio de la Gerencia a su cargo, esta acumulación de inventarios tendría el carácter de deseada.

Menciona también que la demanda final que excluye existencias estuvo en línea con lo proyectado tanto en el IPoM como en la RPM anterior y que el consumo continúa creciendo en torno a tasas de tendencia.

También da cuenta de un leve retroceso en la percepción de riesgo. En este sentido, precisa que las expectativas de los hogares han tendido a mejorar y que las de las empresas, si bien han retrocedido en el margen, se mantienen en rangos claramente optimistas.

Indica que el crédito a hogares ha moderado su ritmo de expansión, mientras que el de empresas continúa dinámico; que el tipo de cambio se ha apreciado fuertemente en las últimas semanas; y que la inflación no registró variación en el mes de julio pasado, aunque se observaron sorpresas negativas en las partes más subyacentes, que fueron compensadas con alzas no anticipadas en los precios de alimentos.

A título de última información relevante del mes, consigna que la curva *forward* ha tendido a moverse al alza y que para esta Reunión el mercado espera casi unánimemente la mantención de la Tasa de Política Monetaria.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, comentando los datos de actividad. Al respecto, resalta la reaceleración de la tasa de crecimiento del PIB y del PIB resto en el segundo trimestre del año en curso, así como el aumento significativo de la tasa de crecimiento interanual de la demanda interna, explicada fundamentalmente por una mayor acumulación de existencias.

En cuanto a la dinámica del PIB y los componentes de demanda que la explican, deja constancia que la mayor acumulación de existencias ha tendido a contribuir positivamente al crecimiento y que a ello se suma la menor contribución negativa de las exportaciones netas.

En materia de consumo, indica que registró un aumento de solo 0,3% en el segundo trimestre del año. Especifica que el consumo privado habitual tendió a desacelerarse con fuerza en el primer trimestre del presente año, se reacceleró el trimestre siguiente, y que, con todo, el consumo sigue creciendo a tasas en torno a valores de tendencia.

A continuación, hace notar que la inversión se desaceleró de manera importante en la primera parte de este año y que se ha mantenido creciendo a tasas bastante más bajas, fundamentalmente por una disminución del componente de maquinarias y equipos. Añade que el crecimiento de la inversión se mantiene impulsado por la construcción, a pesar de que los datos correspondientes al segundo trimestre dieron cuenta de una pequeña corrección a la baja en lo concerniente a lo estimado previamente y de lo publicado por Cuentas Nacionales para el primer trimestre del año en curso.

Precisa que el componente de la demanda que más ha sorprendido al alza es la parte de inventarios. Asimismo, hace presente que una estimación del *stock*, realizada con el método de inventarios perpetuos, indica que el dato correspondiente al segundo trimestre se ubicaría por sobre el promedio histórico.



El Consejero señor Enrique Marshall consulta sobre la composición de estas existencias. El señor Claudio Soto responde que durante el segundo trimestre del año en curso, sorprendieron a la baja las exportaciones mineras, al registrar una tasa de crecimiento negativa, mientras que la producción minera experimentó un incremento de 2,5%, lo que sugeriría un posible aumento de las existencias mineras.

Agrega que de acuerdo con algunos antecedentes muy preliminares aportados por Cuentas Nacionales, este aumento de existencias también obedecería a un componente industrial, lo que es coherente con la reaceleración en la producción industrial ya comentada, que no fue acompañada por un incremento de las ventas. En resumen, plantea que, en su opinión, el mayor volumen de existencias se explicaría en parte por la producción minera y por la correspondiente a productos industriales.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si el mayor *stock* de productos industriales obedece a menores exportaciones o a disminución del consumo doméstico. El señor Claudio Soto señala que si bien el consumo de bienes durables muestra dinamismo, las importaciones y la producción de ese tipo de bienes habrían sido más elevadas en la segunda parte de este año.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea la conveniencia de contar con información relativa a inventarios del sector resto, ya que dicha información permite anticipar la demanda interna.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña informa que en materia de cuentas nacionales solo se dispone de agrupaciones amplias de bienes, pero que, en todo caso, descarta que los inventarios correspondan a productos agrícolas, por estimar que se tratarían de productos industriales con un componente durable, cuyas importaciones están creciendo a ritmos más altos que el consumo interno. Acota que la acumulación de inventarios de productos mineros obedece a la caída que registraron las exportaciones en el segundo trimestre del presente año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto alude a dos antecedentes adicionales que dan cuenta de que esta acumulación de inventarios es deseada y que obedece más bien a una corrección en las perspectivas más negativas de ventas para este año. En primer término, indica que el IMCE de la parte de comercio muestra inventarios por sobre los deseados desde hace varios trimestres, mientras que el indicador para industrias registró una caída importante a comienzos del segundo trimestre, sugiriendo se habría generado una acumulación deseada de inventarios.

Plantea que el segundo antecedente dice relación con los bienes durables, específicamente los automóviles. Sobre este aspecto, alude a las fuertes caídas de las importaciones a comienzos de año, previéndose probablemente ventas más débiles, pero que no obstante ello, las ventas continuaron bastante dinámicas y que, por tanto, se observó un repunte en las importaciones en los últimos meses, lo cual sugiere que hay una reacumulación de inventarios resto, previéndose ventas mayores que las anticipadas en esa época.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera recuerda que en el cuarto trimestre del año 2011 se observó el fenómeno contrario, ya que en respuesta a las expectativas sobre efectos de la situación externa sobre la interna, se advirtió una menor intención de acumulación de inventarios, tanto en el sector *retail* como en el industrial, que coincidió con las caídas de las importaciones. En su opinión, en la medida que no se materializó la desaceleración de las ventas finales, esos sectores han efectuado un proceso de reposición de inventarios.



El señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que la industria sorprendió al alza, fundamentalmente por la persistencia del dinamismo de las ramas ligadas a la inversión y el importante rebote que exhibieron las exportaciones en la primera parte del año, este último de carácter más bien transitorio. En razón de ello, anticipa que las proyecciones en industria para el año no incluyen completamente lo observado en el segundo trimestre.

Manifiesta que en coherencia con las sorpresas en materia de consumo, el comercio registró un leve incremento al alza en el segundo trimestre, no obstante que las velocidades se han ido reduciendo y que las tasas de crecimiento están claramente más alineadas con las tasas de tendencia, en contraste con lo observado el año pasado.

En lo concerniente a la producción minera, hace notar que ha sido menor que lo previsto, lo que ha estado en línea en términos de niveles con la producción del año pasado, aun cuando con heterogeneidad entre empresas. En este sentido, precisa que Collahuasi presenta muy baja producción por razones de carácter estructural, que le impedirán mejorar sus niveles de producción durante el presente año, mientras que La Escondida exhibe mucho dinamismo y está alcanzando el límite de su capacidad de producción, por lo que no se advertiría una tendencia al aumento adicional en el caso de la producción minera.

Con respecto a EGA, señala que ha experimentado un comportamiento muy volátil con una contribución elevada al IMACEC en algunos meses particulares, debido fundamentalmente al componente hídrico. Agrega que para el mes de julio último será significativo nuevamente, razón por la cual el EGA aportará de manera relevante al IMACEC. Agrega que de materializarse el fenómeno de El Niño, se produciría un aporte hídrico mayor hacia el tercer trimestre del presente año, lo cual podría traducirse en un crecimiento mayor que el anticipado internamente.

En materia de expectativas, plantea que las de los consumidores han tendido a mejorar y que si bien han retrocedido las atinentes a las empresas, permanecen en niveles optimistas.

Resalta que las tasas de colocación de consumo exhiben una situación algo anómala, en términos de tasas de interés elevadas para los créditos de bajo monto y tasas estables e incluso con algunos retrocesos en el margen para aquellos de montos mayores.

Agrega que las tasas de crecimiento anual de las colocaciones han retrocedido, pero que las variaciones mes a mes se han ido estabilizando en tasas en torno a 1%.

A continuación, el señor Claudio Soto hace notar que la masa salarial ha tendido a estabilizarse en los últimos datos, luego de haberse desacelerado en forma importante a fines del año pasado. Añade que algunos antecedentes adelantados correspondientes al mes de julio pasado dan cuenta de una cierta desaceleración en las importaciones, después de haber registrado un rebote importante en meses previos.

En lo atinente a la inversión, destaca la reacceleración de las importaciones de bienes de capital en lo más reciente, explicada por algunos factores puntuales y por algunos indicadores de construcción, tales como los despachos de cemento, que al mes de julio exhibieron un incremento importante.

Indica que este mayor dinamismo de la inversión es coherente con el comportamiento de las colocaciones para empresas, que continúan creciendo a tasas relevantes, en torno al 18% anual.



Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto se refiere a las proyecciones. En primer término, señala que la proyección para el presente año se ha corregido desde el 4,5% contemplado en el IPoM de junio a un 5,1%, como consecuencia del mayor dinamismo en la actividad y hace notar la reevaluación al alza del tercer trimestre en términos de velocidad. Sobre el particular, plantea que en el IPoM último se supuso una desaceleración de la demanda para el tercer trimestre, explicada principalmente por la parte de consumo, pensando que las mayores tensiones financieras y el peor escenario mundial podrían afectar las expectativas y, con ello, el consumo. No obstante, indica que los datos en el margen reflejan que ese escenario no se ha materializado, llevando por ende a reevaluar al alza el tercer trimestre. De hecho, precisa que el consumo se corrige desde el 4,4% contemplado en el IPoM de junio hasta un 5% anual. Acota que el PIB del tercer trimestre crecería un 5,2% y que la demanda interna lo haría, a su vez, a un 5,3%.

El Presidente consulta por el IMACEC esperado para el mes de julio último. El señor Claudio Soto responde que se espera una cifra cercana al 6%, explicada por el sector minero y por la composición hídrica ya comentada, lo que podría tener un efecto importante en EGA. Agrega que se proyectan tasas altas para los meses de julio y agosto, y una tasa muy baja en septiembre, del orden de 3% a 3,5%, por el menor número de días hábiles de ese mes.

El señor Claudio Soto continúa con su presentación, señalando que dentro del perfil sectorial, una de las sorpresas importantes del segundo trimestre estuvo dada por la industria, que pasó desde el 1,1% considerado en el IPoM último, a un 3,5%. Advierte que estos dos puntos no se están traspasando completamente al tercer trimestre, en consideración a que parte del sector industria tiene un componente transitorio, determinando que la velocidad de crecimiento del PIB resto sea más baja en el tercer y cuarto trimestre del presente año. Con todo, informa que el crecimiento del PIB resto se ha corregido hasta un 5,4%, desde una cifra algo por debajo del 5% contemplado en el citado IPoM. Por último, reitera que el crecimiento del PIB total sería del orden del 5,1% para el presente año.

El señor Claudio Soto enfatiza que la mencionada proyección supone que en el cuarto trimestre habrá una desaceleración relevante, por cuanto el peor escenario externo y condiciones financieras menos favorables podrían tener algún efecto en la demanda. Anticipa que este supuesto será discutido en el próximo IPoM de septiembre, porque hay un escenario de riesgo que considera la no materialización de esta desaceleración en el último trimestre del presente año y, por lo tanto, un PIB que podría ser un par de décimas más alto y una demanda también más dinámica que la prevista.

En lo concerniente a las velocidades, indica que las proyecciones suponen una reducción de las velocidades de expansión hacia tasas coherentes con el cierre de brechas. De esta manera, plantea que la velocidad del PIB resto sería del orden de 5% en el tercer trimestre y de alrededor de 4% en el cuarto.

Destaca que el mercado laboral continúa bastante estrecho y que las tasas de desempleo informadas tanto por la Universidad de Chile como por el Instituto Nacional de Estadísticas, INE, se han estabilizado en niveles históricamente bajos.

No obstante, plantea que el empleo ha tendido a moderar su ritmo de expansión. En este sentido, indica que el empleo total registra una creación negativa de puestos de trabajo por razones de carácter estacional, como es el empleo agrícola, y que al excluir este último, se observa que el empleo asalariado se desacelera en el margen en relación con lo observado hacia fines del año 2011.

Hace presente que los últimos datos de salarios también dan cuenta de una cierta moderación, tanto aquellos proporcionados por el INE como por la Asociación Chilena de Seguridad. Agrega que han aumentado los salarios reales motivados fuertemente por los registros bajos de inflación. No obstante, plantea que, dada la desaceleración en la creación de



empleo y los niveles de actividad que se han apreciado en el margen, la productividad media del trabajo aparece bastante dinámica, llevando a que la variación de los CLU tienda a reducirse levemente.

En cuanto a los indicadores financieros, señala que el indicador sintético ha disminuido, reflejando menores premios y menor volatilidad. Añade que el indicador local, que no llegó a experimentar mayor alza, también retrocede en el margen, pero en un rango acotado.

No obstante, enfatiza que en este contexto, se ha producido una importante apreciación del peso, que trasciende los movimientos de la paridad peso/dólar. Además, destaca que el nivel actual del tipo de cambio real es muy bajo si se lo compara con los alcanzados desde el año 2008 a la fecha, por lo que esta apreciación del peso va más allá de lo que pueden explicar los fundamentales en los modelos que utiliza la Gerencia de Análisis Macroeconómico a su cargo.

En materia de inflación, precisa que el registro del mes de julio, de 0%, estuvo levemente por sobre el -1% esperado tanto por el mercado como internamente.

Hace presente que las sorpresas inflacionarias se tendieron a compensar, ya que fueron a la baja en la parte subyacente; del orden de dos décimas en el componente transable del IPC; mientras que la parte no transable tuvo una incidencia positiva, en línea con lo proyectado en la RPM previa. Agrega que la otra sorpresa estuvo dada por los alimentos, tanto no perecibles como perecibles, siendo esta última la que determinó que la inflación efectiva fuera superior a la anticipada, y que si bien los combustibles incidieron negativamente en el IPC, su comportamiento fue concordante con la proyección interna.

Menciona que los mayores precios de alimentos perecibles obedecieron a fenómenos climáticos y a algunos problemas con las importaciones desde Argentina, y que la proyección contempla una corrección al alza de los alimentos, explicada por ambos componentes.

En cuanto a la proyección de la inflación subyacente, señala que se ha corregido a la baja, en parte por las sorpresas observadas hasta ahora y por una apreciación mayor del tipo de cambio. Agrega que la parte de no transables mantendría una trayectoria de inflación en torno a 5%, pero que debería ir retrocediendo marginalmente, en la medida que los salarios también han ido moderando su tasa de crecimiento interanual.

Anticipa que la energía tendrá una mayor contribución a la inflación que lo previsto, porque a pesar de la apreciación del tipo de cambio, el precio de las gasolinas ha tendido a subir en las últimas semanas en Chile, y que por su parte, el precio del gas debería presentar una trayectoria más bien al alza.

El Presidente señor Rodrigo Vergara, en relación con lo expuesto, hace presente que el gas registró una fuerte baja recientemente, consignando el señor Claudio Soto que el perfil estacional de la gasolina debería subir y que en cuanto al gas, Metrogas anunció una baja de precios, la que no tiene mayor incidencia, porque beneficiará solo a una parte de la población que utiliza gas de cañería.

A continuación, el señor Claudio Soto señala que los precios internacionales tienen una incidencia muy relevante en los costos de los alimentos no perecibles, que se traducirán en alzas en los precios nacionales. Añade que los precios de frutas y verduras mantendrán un nivel elevado en lo que resta del año.



En razón de lo expuesto, manifiesta que la inflación llegaría a 2,3% en el mes de diciembre próximo, con una incidencia muy importante de alimentos y no transables, mientras que la energía, a pesar de estas alzas esperadas en los precios de las gasolineras, tendría una contribución negativa en la variación interanual.

El señor Claudio Soto destaca que un escenario de riesgo que está implícito en la proyección interna es que esta es mayor que la que se deriva de los modelos estadísticos y de los seguros de inflación. Al respecto, indica que estos últimos están marginalmente por debajo de 2%, pero que de mantenerse el alza en los precios de combustibles, podría observarse una reversión adicional de las proyecciones privadas. Agrega que en la proyección interna no se ha incorporado una baja del impuesto de timbres y estampillas, y que se desconoce la medida en que el mercado la ha incorporado en su proyección de corto plazo.

Hace presente también que las expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen estables en torno a la meta y que ello está implícito tanto en las compensaciones inflacionarias *forward*, ya que los *swaps* están 1 a 1 al igual que los bonos, como en las Encuestas de Expectativas.

El señor Claudio destaca el importante descenso que ha registrado la bolsa local, que fue mucho mayor que en otras plazas del mundo.

Por otra parte, plantea que las tasas reales exhibieron alzas importantes durante el mes, pero que retrocedieron en las últimas semanas junto con un aumento en las expectativas de inflación.

Hace notar que ello es coherente con mantener las tasas nominales que inicialmente tendieron a bajar levemente, pero que se revirtieron una vez conocidos los datos de IMACEC, de inflación y también los registros más positivos del mundo. Agrega que con ello, la curva *forward* se corrigió al alza e indica solo un recorte de la Tasa de Política Monetaria.

En materia de encuestas, señala que la Encuesta de Expectativas Económicas no refleja cambio alguno en la tasa rectora hasta mediados del año 2014, en tanto que la Encuesta de los Operadores Financieros contempla una reducción que se revierte hacia fines de ese mismo año.

Por último, informa que para esta Reunión el mercado estima mayoritariamente que se mantendrá la Tasa de Política Monetaria y que solo una fracción muy pequeña de analistas piensa que podría acordarse una baja de esa tasa. Añade que para el mes de septiembre, la gran mayoría estima que la TPM no registrará movimiento y que, de hecho, la mediana está en 5% hasta el término del año 2014.

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

El Consejero señor Enrique Marshall estima que a pesar del rebote que ha experimentado la actividad, sigue siendo válido el diagnóstico de que ha estado aproximándose a tasas levemente por sobre o muy cercanas a las de tendencia. En su opinión, no corresponde enfatizar en ello, porque podría generar erróneamente la impresión del inicio de un nuevo *boom* de la economía, por lo que se debería efectuar un seguimiento de ello.

En lo concerniente a la inflación, hace notar que la volatilidad que ha registrado en los últimos meses introduce restricciones al Banco en el manejo de la política monetaria. En este sentido, manifiesta que la política monetaria está basada en proyecciones a mediano plazo, por lo que aquellos cambios bruscos que dependen de factores no controlados internamente obligan a ser particularmente cuidadosos.



En tercer término, destaca que las expectativas de TPM a mediano plazo del mercado se han movido hacia el 5% anual y que estas ya no volverán a situarse en el futuro inmediato al 6%, que era la tasa pivote, por lo que a su juicio, habría que considerar que el 5% anual corresponde a esta nueva tasa.

Plantea que también le llama la atención que las colocaciones comerciales exhiban un mayor dinamismo que las de consumo y, en este sentido, plantea que ello podría explicarlo la existencia de un mercado de bonos más complejo, ya que obligaría a las empresas de tamaño intermedio a recurrir al crédito bancario. Agrega que también se relacionaría con la acumulación de inventarios mencionada, al ser financiada principalmente por ese tipo de crédito.

En cuanto al menor dinamismo del crédito de consumo, indica que podría obedecer al interés por parte de la banca en otorgar este tipo de préstamos o a una mayor cautela en estas operaciones. En su opinión, la banca prefiere otorgar créditos a cajas de compensación o a las casas comerciales, en su carácter de especialistas en otorgar financiamiento al segmento de menores ingresos y de mayor riesgo, lo que estima que también debe ser sujeto a seguimiento por parte del Banco.

Por último, señala que el incremento de las tasas de interés de los créditos de consumo obedecería principalmente a un cambio en su composición, ya que las empresas bancarias estarían privilegiando el otorgamiento de este tipo de préstamos vía tarjetas de crédito.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca el dinamismo de la actividad y de la demanda, que superan las estimaciones previas. De hecho, hace notar que el PIB resto ha registrado velocidades superiores al 6% en los tres últimos trimestres, lo que obedecería a la acumulación de inventarios de carácter transitorio.

Además, comparte lo expresado por el Consejero señor Enrique Marshall en orden a la conveniencia de efectuar el seguimiento de la evolución del crédito comercial y de las condiciones imperantes en los mercados de bonos.

Finalmente, se refiere a las expectativas de inflación y, en su opinión, no sería sorprendente que el registro correspondiente al mes de agosto en curso supere las estimaciones del mercado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta la opinión del *staff* acerca de las razones que explicarían la apreciación del peso de una manera que ni siquiera los fundamentales de largo plazo como los modelos de alta frecuencia a corto plazo pueden hacerlo. Asimismo, solicita al señor Gerente de División Operaciones Financieras que se refiera a las hipótesis del mercado en este sentido, agregando que es necesario monitorear lo que está sucediendo para fines de contar con un diagnóstico preciso sobre este tema.

En lo concerniente al crecimiento esperado para el resto del presente año, señala que le sorprende que se anticipe un grado de desaceleración del sector construcción hacia el cuarto trimestre, considerando que la gran mayoría de los proyectos actualmente vigentes se encuentran en etapa de construcción, por lo que no estarán terminados antes de fin de año. Por lo expuesto, solicita que se aclaren los fundamentos de esta proyección.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa su satisfacción por las presentaciones efectuadas por la Gerencia de División Estudios en lo concerniente a los escenarios internacional e interno, que califica de completos.



En primer término, manifiesta que se va asentando la posibilidad de que la desaceleración de la demanda interna y de la actividad dé paso a un crecimiento a tasas cercanas o marginalmente por encima de 5% anual, por lo que, a su juicio, ello merece efectuar su seguimiento.

Asimismo, plantea su preocupación respecto del crecimiento de las colocaciones comerciales en ese contexto, razón por la cual estima conveniente analizar la situación financiera de empresas de los sectores transables, que enfrentarían aumentos de costos laborales importantes y que tienen que lidiar con precios de energía relativamente elevados, como es el caso de las empresas salmoneras.

En cuanto a la actividad de la construcción hacia el final del presente año, coincide con el planteamiento efectuado por el Vicepresidente señor Manuel Marfán referente a la necesidad de aclarar las razones que han llevado a proyectar una desaceleración de este sector.

En lo atinente al mercado laboral, sugiere efectuar un análisis más profundo a partir de las bases de datos disponibles. A título ejemplar, alude a la información del sistema de pensiones, específicamente los salarios que se encuentran bajo el tope y la frecuencia de las cotizaciones, que pueden dar cuenta de posibles tensiones en el referido mercado.

En cuanto al tipo de cambio, señala compartir el planteamiento del Vicepresidente señor Manuel Marfán en orden a la necesidad de determinar las razones que se encuentran detrás de la apreciación del peso. En este sentido, sugiere analizar eventuales efectos de las operaciones de cambios internacionales del Fisco, tanto efectivas como esperadas, y verificar si el *pass through* cambiario ha aumentado respecto de los patrones normales, ya que una eventual reversión podría generar mayores presiones inflacionarias.

Por último, alude a dos temas que, en su opinión, merecen también ser analizados para el próximo Informe de Estabilidad Financiera. Señala que el primero de ellos dice relación con las empresas internacionales que tienen inversiones en Chile, considerando lo que ha acontecido con Enersis; y el segundo, a los problemas de gobiernos corporativos, en lo referente a determinar qué empresas podrían generar problemas en los meses venideros.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa su reconocimiento por la completa y concluyente presentación efectuada por la Gerencia de División Estudios.

Sin perjuicio de lo expuesto, consulta por una eventual sorpresa en el IMACEC correspondiente al mes de julio y, asimismo, acerca de si el aumento de las colocaciones comerciales obedece a una sustitución de financiamiento externo por interno.

A continuación, repasa en el título de la lámina N° 53, que consigna lo siguiente: "Creación del empleo se ha desacelerado", ya que en su opinión, esta desaceleración es relativamente significativa.

En lo concerniente al tema cambiario, plantea que una posible explicación de la apreciación del peso sería que Chile se desacopló de la economía de Brasil, de algunas economías de latinoamericanas y de los países exportadores de *commodities*. A su juicio, resulta interesante que se analice esa posible causa.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto procede a responder las consultas y comentarios efectuados por los señores Consejeros.

En cuanto al IMACEC del mes de julio, informa que la proyección interna es de un 5,3%. Agrega que ese mes tiene un día hábil menos que incidirá a la baja, y que dada la composición del EGA y de ese indicador de actividad mensual, existe un riesgo al alza.



Por otra parte, hace presente que para el mes de agosto en curso se espera un IMACEC elevado debido a un efecto base, ya que durante igual mes del año pasado se registró el mayor número de movilizaciones sociales que incidieron en la economía. Añade que durante los meses de agosto se observa cierta estacionalidad en la producción minera, que tiende a bajar, razón por la cual se ha supuesto una pequeña caída en los niveles en esta parte del año, que contrarrestará en alguna medida el efecto anterior. Por último, anticipa que el IMACEC de septiembre sería bajo, por el menor número de días hábiles existentes en ese mes.

En lo relativo a la desaceleración del empleo, menciona que ella obedece fundamentalmente a la estacionalidad del empleo agrícola, ya que al excluirlo del análisis, tal desaceleración disminuye significativamente.

En lo referente a la desaceleración de la construcción, indica que la salida de varios proyectos energéticos del catastro llevó a revisar a la baja la proyección en general, aun cuando es posible que la correspondiente al cuarto trimestre se haya castigado más allá de lo debido, razón por la cual será revisada por parte de esa Gerencia.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que los sectores construcción y servicios han estado liderando la actividad. En su opinión, ambos sectores requerirían ser analizados cuidadosamente para efectos del próximo IPoM del mes de septiembre, ya que podrían conducir a un eventual recalentamiento de la economía.

A continuación, el señor Claudio Soto indica que la información de las Administradoras de Fondos de Pensiones es muy variable en términos de empleo y salarios, y que la densidad de los datos no permite una fácil lectura de los mismos. Acota que esta información muestra un panorama más bien similar en términos de creación de empleo y de salarios que la proporcionada por el INE, pero con mayor volatilidad.

Respecto de la visión del tipo de cambio, señala que la fuerte apreciación ha coincidido con una menor percepción de riesgo, por lo que estaría incidiendo de manera importante en él la visión acerca de la fortaleza relativa de Chile frente a otras economías.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera plantea que la última entrega de resultados ha generado algún grado de mayor preocupación acerca del ritmo de crecimiento de la actividad y la demanda, como también sobre sus implicancias para el futuro. Indica que tales resultados dan cuenta de algunos factores transitorios en sectores particulares; de algunos otros factores de moderación que no se traducirían en nuevas acumulaciones de existencias; así como también de determinados factores que continúan siendo materia de preocupación, en particular, en cuanto al crecimiento en el sector inmobiliario y el mayor dinamismo de las colocaciones comerciales, respecto de las cuales coincide en la necesidad de efectuar un análisis profundo para determinar sus causas, el sector y destino del crédito.

En lo concerniente a la desaceleración del crédito de consumo y las mayores restricciones a las colocaciones de montos menores, menciona que este fenómeno habría sido relevante en el primer trimestre, pero con carácter puntual y transitorio, razón por la cual no marca una tendencia.

Sobre el tipo de cambio real y los otros factores o hipótesis a estudiar, señala que a los dos elementos mencionados por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto se agrega un tema relacionado con el arbitraje de monedas con el resto de la región.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier informa que el mercado baraja dos hipótesis acerca del comportamiento del tipo de cambio, que apuntan más bien a fenómenos transitorios, mientras que una tercera lo haría a situaciones de carácter más permanente, pero de una magnitud menor.



Señala que la primera hipótesis plantea que la apreciación del peso obedecería a la entrada de capitales al país; no obstante, la evidencia indica que los flujos están compensados y que inclusive de haberlos, irían en sentido opuesto, por lo que no estarían explicando esta apreciación. Agrega que constituiría un fenómeno durable un flujo de capitales permanente producto de la caída de riesgo y de un mayor apetito por Chile, pero que ello se descarta en esta oportunidad.

Manifiesta que la segunda hipótesis se refiere a que el sector real de Chile, que ha mantenido importantes activos en el extranjero en los últimos tres o cuatro años, los ha repatriado y por ende, se estarían liquidando. En su opinión, si bien esa constituiría una explicación posible, tendría en todo caso carácter transitorio, porque lo que se analiza es un *stock* y, por lo tanto, a medida que se agota, consiguientemente disminuiría dicha presión.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por el movimiento de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

El señor Matías Bernier responde que parte de las inversiones en el exterior reingresaron al país en el primer semestre del año, pero que la evidencia más reciente da cuenta de inversiones en el extranjero, dado el positivo rendimiento de los mercados bursátiles foráneos. Acota que las inversiones en el país han correspondido esencialmente a depósitos bancarios o compra de bonos del Estado y en caso alguno a flujos que expliquen la mayor apreciación de la moneda chilena.

Por último, hace presente que la hipótesis de carácter más permanente, pero de magnitud acotada, la constituye las operaciones del Fisco, específicamente la incertidumbre respecto de la ejecución del tope máximo de endeudamiento del Estado. En este sentido, explica que no existe un correlato entre el nivel de endeudamiento máximo que se aprueba en la Ley de Presupuestos con el nivel de gastos en términos nominales; por lo tanto, cada año se ha incrementado esa diferencia, que teóricamente debe ser financiada con repatriación de recursos o con un mayor crecimiento interno, pero que no ha sido así en la práctica.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta no compartir el argumento precedentemente expuesto y, a título ejemplar, señala que el Fisco fue superavitario el año pasado y que, por lo tanto, no necesitó repatriar recursos, por lo que precisa que el problema se origina esencialmente cuando procede a vender su superávit en dólares estadounidenses.

El Gerente de Investigación Económica señor Claudio Raddatz se refiere al tipo de cambio y señala que no existe evidencia de que los índices de *carry trade* para Chile hayan aumentado de manera significativa. Agrega que en el último tiempo tampoco han registrado mayor variación.

A título complementario, menciona que una hipótesis discutida al interior de la Gerencia a su cargo se refiere a que la apreciación que ha experimentado el tipo de cambio podría ser consistente con el comportamiento de la demanda agregada. En este sentido, señala que si el sector no transable tiene precios que son relativamente rígidos en el corto plazo, este tipo de presiones afectarán al tipo de cambio, mientras que en la medida que este sector comience a ajustar precios, ello se traducirá en un ajuste del tipo de cambio hacia la depreciación y un aumento de la inflación del sector no transable.

Agrega que, hasta esta fecha, en el sector no transable se han advertido inflaciones relativamente estables desde el punto de vista histórico, que podrían ser consistentes con este mecanismo. Además, plantea que estudios efectuados acerca de los determinantes, específicamente en cuanto a cómo han cambiado los vinculados con la fluctuación del tipo de cambio recientemente, dan cuenta de que la demanda agregada presenta un *shock* que ha tendido a tener en los últimos períodos un rol levemente importante en el corto plazo en las fluctuaciones del tipo de cambio. Acota que ello constituye una explicación alternativa que podría enmarcarse con el comportamiento del tipo de cambio comentado.



El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan se refiere a la evolución relativa de los créditos de consumo y comerciales. Hace presente que en vez de analizarse el crecimiento del *stock* de deuda, una métrica alternativa examina el incremento o la evolución del flujo neto del crédito utilizando alguna métrica, como el PIB, ya que resulta más útil para tener una medida de cómo se presenta en este caso la actividad financiada por créditos. Indica que con esa visión, el crédito de consumo aparece aún bastante dinámico en relación a los últimos diez u once años.

En lo referente al tipo de cambio real, estima importante considerar que la correlación entre los países exportadores de materias primas, tales como Australia, Canadá y otros países que producen *mix* similares a Chile, ha sido cercana a 1 en los últimos dos o tres meses, es decir, han estado altamente correlacionados.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta sobre el financiamiento interno en relación al externo por parte de las grandes empresas.

El señor Kevin Cowan informa que la Gerencia de División a su cargo y la Gerencia de División Estadísticas se encuentran efectuando un estudio acerca de los patrones de financiamiento del exterior de las empresas. Anticipa que, en general, se percibe que la mayor parte de las empresas mantiene acceso al financiamiento externo, pero con alguna alza de costos y que, en todo caso, el trabajo mencionado será presentado al Consejo tan pronto se encuentre concluido.

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° 189, 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 las tensiones financieras de la Eurozona se han atenuado levemente, llevando a una recuperación de las condiciones financieras globales. Sin embargo, hace notar que tanto la incertidumbre como las primas de riesgo de algunas de estas economías europeas se sitúan aún en niveles muy elevados, lo que mantiene la incertidumbre y probablemente la volatilidad futura. Agrega que las economías avanzadas presentan un débil desempeño en línea con lo esperado, mientras que las emergentes muestran una evolución algo menor que lo anticipado; que los precios de las materias primas agrícolas y energéticas mostraron un repunte durante el último mes, mientras que el precio del cobre se mantiene en niveles similares a los observados en la Reunión de Política Monetaria anterior; y que el dólar estadounidense se depreció en los mercados internacionales.

En lo referente a Chile, resalta que durante el segundo trimestre, la actividad económica y demanda interna evolucionaron por sobre lo proyectado en el IPoM de junio, con sorpresas en el desempeño de la acumulación de existencias y, en menor medida, del consumo privado. Asimismo, comenta que la tasa de crecimiento del empleo total continuó



moderándose en el mes de junio, aunque se mantiene el dinamismo del empleo asalariado y las condiciones en el mercado laboral continúan estrechas. En materia de inflación, destaca que siguió mostrando registros bajos en el mes de julio, que las medidas de inflación subyacente se mantienen en un rango inferior al 3% anual y que las expectativas inflacionarias en el horizonte de política se mantienen en torno a la meta.

Añade que la atenuación de las tensiones financieras externas se ha manifestado en una apreciación nominal y real del peso, además de la reducción de algunos premios de financiamiento interno y externo. Finalmente, informa que las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria se han movido al alza, ya sea atenuando, postergando o suprimiendo las rebajas que se anticipaban en Reuniones previas, y que en esta ocasión en particular, el consenso de los analistas espera una mantención de la tasa rectora.

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

En primer término, deja constancia que los antecedentes recientes no modifican en forma relevante el escenario anticipado en el IPoM del mes de junio. En este sentido, plantea que las cifras conocidas de actividad muestran una desaceleración algo más marcada de las economías emergentes y un cierto mejoramiento de las condiciones financieras internacionales. Agrega que sin perjuicio de que se han hecho algunos avances en la Eurozona, su materialización aún enfrenta grandes dificultades políticas, por lo que los riesgos de esta región aún se encuentran plenamente vigentes y se mantiene en el escenario externo la posibilidad de que las tensiones financieras vuelvan a recrudecer en los próximos meses. Además, consigna que se han incrementado los riesgos de una desaceleración más marcada de China y otras economías emergentes.

Señala que la capacidad instalada y el mercado laboral continúan en una situación estrecha, lo que implica que el crecimiento de la economía chilena deberá alinearse con su trayectoria potencial para evitar presiones inflacionarias de mediano plazo. De hecho, menciona que en lo que va corrido del año, las tasas de crecimiento de actividad y demanda se han ubicado levemente por sobre esta tendencia y que las cifras recientes de crecimiento en Chile revelan un grado de dinamismo que resulta algo sorpresivo en un contexto de desaceleración internacional generalizada. Añade que para la segunda mitad del año, las proyecciones de crecimiento de consenso en el mercado, así como también las del IPoM, tienen implícita una desaceleración del crecimiento como consecuencia del escenario externo, pero que hasta el momento, las señales de estos efectos no parecen ser muy relevantes. En su opinión, constituye un aspecto a seguir vigilando en los próximos meses.

El señor Luis Óscar Herrera destaca que la inflación efectiva y sus medidas subyacentes continúan evolucionando en meses recientes por debajo del 3% anual. No obstante, hace notar que desde la Reunión pasada se observa una reversión en los precios internacionales de granos y energía, lo que tendrá probablemente una incidencia positiva en la evolución del IPC de los próximos meses. Por otra parte, menciona que si bien los indicadores de inflación subyacente, particularmente su componente de servicios, y los salarios nominales continúan evolucionando con estabilidad, los desarrollos alrededor de estos precios también son factores que corresponderá observar en los meses venideros.

En lo atinente a la política monetaria, manifiesta que la alternativa de aumentar la TPM se descarta en esta oportunidad, tomando en cuenta la evolución reciente del escenario externo y su eventual impacto sobre la economía chilena y la inflación. Además, puntualiza que las mediciones de inflación total y subyacente se mantienen en la parte baja del rango meta para la inflación, que los salarios y la inflación de servicios no transables evolucionan en forma estable y que las expectativas continúan en torno a la meta.



En cuanto a la alternativa de reducir la TPM, acota que se descarta en esta oportunidad, considerando que se ha estrechado la situación de brechas de capacidad y del mercado laboral, lo que representa un riesgo latente respecto de las perspectivas inflacionarias de mediano plazo. Además, sostiene que si bien es probable que la desaceleración externa contribuya a despejar tal riesgo en los meses venideros, estos efectos han sido tenues hasta el momento.

En lo referente a la opción de mantener la TPM, señala que ella se justifica por cuanto el nivel actual de la TPM 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, lo que otorga tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información sobre la situación externa y sus efectos en la economía chilena. Hace presente que esta opción recomendada por la Gerencia a su cargo constituye la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que debería ser neutral para la evolución de la curva de tasas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su exposición indicando que sobre la base de las consideraciones expuestas, esa Gerencia propone al Consejo mantener la Tasa de Política Monetaria 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 destacando que el escenario económico interno en el último mes muestra un elevado dinamismo de la actividad y la continuación del proceso de desaceleración de la inflación. Manifiesta que el escenario externo, en cambio, sigue con temores en lo concerniente a la situación de Europa, ratificándose un proceso de desaceleración en el mundo emergente, y que en Europa se va confirmando un escenario de recesión, generando efectos que se perciben ya en la economía mundial, en especial, en aquellas economías emergentes que dependen altamente del comercio exterior.

En todo caso, reconoce que los mercados han mostrado algunas señales de optimismo ante las declaraciones formuladas por las autoridades económicas de la Zona Euro en orden a estar dispuestos a adoptar las medidas necesarias para preservar la estabilidad económica en la región. Por lo expuesto, precisa que los CDS a 5 años en España se encuentran 74 puntos por debajo del nivel registrado en la última Reunión y que tratándose de los de Italia, 70 puntos menos desde esa fecha.

Sin embargo, señala que la Zona Euro decreció un 0,2% en el segundo trimestre, tras una variación nula en el trimestre anterior, y que en términos interanuales, la variación fue de -0,4%, tras registrar un crecimiento de ese mismo carácter en el trimestre previo; que Alemania continúa mostrando un desempeño positivo, pero tenue, al crecer un 0,3% respecto del trimestre anterior y 1% en base anualizada, mientras que Italia cayó 0,7% y 2,5%, respectivamente; que Francia se encuentra al borde de la recesión, al experimentar una variación semestral nula y un crecimiento de solo 0,3% interanual; y que España, por su parte, decreció un 0,4% y 1%, respectivamente.

El señor Felipe Larraín indica que Estados Unidos de América muestra síntomas de desaceleración, ya que de acuerdo con el avance de la Oficina de Análisis Económico, el PIB del segundo trimestre del presente año 2012 creció 1,5%, desacelerándose en relación al 2% del trimestre anterior. Sin embargo, hace notar que en el mes de julio, el país creó 163.000 empleos respecto del mes anterior, bastante superior a los 64.000 puestos de trabajo creados en el mes previo, por lo que, de esta forma, el mercado laboral sigue mostrando volatilidad.



Asimismo, menciona que en el sector industrial, el PMI manufacturero se ubicó en 49,8 puntos en julio último, muy similar a los 49,7 del mes anterior y cerca de la zona de condición neutral; y que las ventas minoristas en el mismo mes se incrementaron 4,1%, tras un crecimiento anual de 3,5% el mes previo. Concluye, en consecuencia, que si bien la información es mixta, ella apunta a que Estados Unidos de América se mantiene creciendo a tasas bajas. Agrega que a lo expuesto se suma que la proyección de crecimiento de Consensus para este país en el año 2012 es de 2,1%, inferior a la de los meses previos, pero superior al crecimiento de 1,7% registrado en el año 2011.

Sin embargo, expresa que algunos de los nuevos riesgos reflejarían una desaceleración más rápida de los mercados emergentes.

En lo referente a China, el Ministro de Hacienda señala que su economía creció 7,6% durante el segundo trimestre, tras el 8,1% del trimestre anterior y el 8,9% del último trimestre del año 2011; que la producción industrial creció 9,2% en doce meses, luego de un 9,5% en junio y un 9,6% en mayo, mientras que las ventas minoristas se desaceleraron a 13,1% en julio, tras un 13,7% en junio y un 13,8% el mes previo; y que las exportaciones se desaceleraron más fuertemente en el mes de julio, alcanzando un crecimiento de solo 1%, tras el 11,3% del mes anterior.

Por otra parte, indica que la inflación continúa desacelerándose y que se ubicó en 1,8% en doce meses en el mes de julio pasado, otorgando mayor rango de maniobra para utilizar la política monetaria, teniendo presente que ya ha disminuido en 56 puntos base la tasa de política desde el mes de junio último. De esta manera, plantea que las cifras expuestas muestran que China sigue creciendo a tasas elevadas, pero que se desacelera en forma importante. En efecto, acota que de acuerdo con el último Consensus, la proyección de crecimiento para el presente año es de 8,1%, inferior al crecimiento de 9,2% registrado en el año 2011.

En definitiva, consigna que el escenario económico internacional comienza a reflejar los efectos de la crisis en la Zona del Euro hacia otras economías del mundo, en particular en las economías emergentes.

En lo concerniente al ámbito interno, destaca que la actividad económica sorprendió al alza en el mes de junio, alcanzando un crecimiento de 6,2%, tras el 5,3% de mayo y el 4,8% de abril; que las expectativas de crecimiento para este año han aumentado levemente de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile, por cuanto el crecimiento esperado para el presente año es de 4,9%, superior al 4,8% de la Encuesta anterior y al 4,7% de la correspondiente al mes de junio; y que las ventas del comercio al por menor registraron un repunte en dicho mes, al anotar un crecimiento de 8,9% en doce meses, acelerándose respecto al 5,6% del mes anterior y reflejando un mayor crecimiento del consumo.

A continuación, el señor Felipe Larraín expresa que el sector externo chileno está siendo afectado por la situación internacional. En efecto, precisa que el valor de las exportaciones de bienes a Europa en el mes de junio disminuyó un 9,2% en doce meses, siendo la séptima caída consecutiva, y que las exportaciones a China también están decreciendo al registrar una caída de 8,7% interanual en junio último, tras un aumento de 3,7% en el mes de mayo.

Agrega que el mercado laboral muestra una importante desaceleración en la creación de empleos, al incrementarse a una tasa interanual de 1,3% en el trimestre abril – junio, tras el 2,3 del trimestre móvil anterior, sin perjuicio de subrayar que la tasa de desempleo se situó en 6,5%. Asimismo, indica que los salarios nominales se desaceleraron en el mes de junio, al anotar un crecimiento anual de 6%, frente al 6,5% del mes previo, por lo que los siguen aumentando en línea con la productividad media.



Manifiesta que en este contexto, la inflación registró una nueva desaceleración en el mes de julio, llegando a nivel de 2,5% en doce meses. En efecto, precisa que esta cifra es menor al 2,7% del mes previo y que refleja una importante desaceleración frente al 4,4% a que alcanzó en febrero de este año.

Hace presente que la rápida desaceleración de la inflación ha llevado a una drástica caída en las expectativas. En este sentido, consigna que de acuerdo con la última Encuesta del Banco Central de Chile, la inflación a fines del presente año se ubicaría en 2% anual, disminuyendo respecto a la estimación de 2,4% del mes anterior y de 3% de mayo. Acota que para fines de 2013, en tanto, las expectativas se mantienen ancladas en 3% anual.

Por su parte, plantea que las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles algo inferiores a 2,8%, por lo que en este escenario parece más conveniente mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín concluye su intervención señalando que la economía chilena se mantiene creciendo en forma robusta, pero que al estar plenamente integrada al mundo se verá afectada por la recesión europea y la desaceleración de los mercados emergentes. En este contexto, estima que parece adecuado mantener la pausa, para seguir evaluando el escenario externo y su impacto sobre 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 al proceso de votación de la Opción planteada por el Gerente de División Estudios y, en primer término, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su presentación agradeciendo el análisis del equipo de la Gerencia de División Estudios, que ha entregado una visión clara y bien fundamentada tanto de la situación interna como de la externa imperante.

Indica que de los antecedentes aportados, concluye que no hay cambios fundamentales en la situación internacional que alteren la visión previa del Consejo. En este sentido, señala que la situación de los países desarrollados y de Europa en particular, sigue evolucionando de acuerdo con lo previsto, aunque se observa un mejor clima financiero derivado de una mayor claridad respecto del camino a mediano plazo que debería orientar las políticas económicas en Europa. Sin embargo, plantea que también resulta evidente que en los meses venideros las autoridades europeas enfrentarán duras pruebas, que seguramente se van a reflejar en mayor volatilidad en los mercados.

En cuanto a los datos de actividad y precios, manifiesta que hay un par de elementos a los que conviene efectuar su seguimiento, ya que podrían significar desviaciones relevantes en el escenario global. En primer término, expresa que si bien en los últimos meses han aparecido claros signos de desaceleración en las principales economías emergentes, en casi todas las previsiones se supone que tanto Brasil como China deberían acelerarse en la segunda parte del presente año y en el año 2013. En su opinión, habrá que seguir de cerca esta recuperación, porque existen razones fundadas para estimar que podría ser más débil de lo que está implícito en esas previsiones.

En segundo lugar, sostiene que las alzas recientes de precios del petróleo y de los granos parecen tener su origen en choques de oferta derivados de problemas de producción en el Mar de Norte, como asimismo, de una percepción creciente de mayor riesgo geopolítico en el Medio Oriente y de clima, respectivamente. A su juicio, existe la posibilidad



de que ese mayor riesgo geopolítico persista y que bien podría ser que la aparición del fenómeno climático denominado El Niño afecte adversamente las cosechas de granos del Hemisferio Sur, por lo que de concretarse estos choques podrían ser más fuertes y persistentes que lo contemplado en las proyecciones internas.

El Consejero señor Joaquín Vial hace presente que a nivel local se mantiene la combinación de sorpresas al alza de la actividad económica y una inflación acotada que se acerca al piso de la banda, coincidiendo esta vez con una apreciación del peso. En su opinión, habrá que seguir de cerca esta situación, especialmente en lo relativo a la persistencia de un dinamismo de la demanda interna mayor que el esperado, así como a los eventuales riesgos asociados a la dinámica evolución del crédito, tanto a nivel de las personas como especialmente de las empresas.

En consideración a todo lo anterior, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que concuerda con el análisis y propuesta del *staff*, por lo que vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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 expresa que los antecedentes para esta Reunión llevan nuevamente a justificar la mantención de la TPM en su nivel actual.

En lo referente al escenario externo, indica que si bien los mercados financieros dan cuenta de una mayor tranquilidad, en su opinión, una evaluación de los fundamentos de la economía internacional no parece justificar esta mayor calma, porque los problemas en Europa continúan siendo muy graves. Sostiene que lo que explicaría presumiblemente la situación descrita serían las declaraciones de las autoridades europeas respecto de una mayor disposición a actuar para solucionar los problemas de dicha economía. En cuanto a lo que ello significa en la práctica, señala que es algo que está por dilucidarse, además que no resulta en absoluto descartable un recrudecimiento de los problemas en los próximos meses.

Agrega que en Estados Unidos de América no se han producido novedades significativas, aunque sí es destacable su mayor estabilidad, lo que constituye, a su juicio, un elemento positivo. En cuanto a China hace notar que su economía continúa dando señales de una desaceleración acotada, pero que por ahora, no está claro que sus autoridades estén adoptando acciones mayores para revitalizar la demanda interna por las razones discutidas en la primera parte de esta Reunión; y que sí llaman la atención los ajustes que ha tenido el tipo de cambio real en esa economía en los últimos trimestres.

Destaca que los precios de las materias primas han subido considerablemente, en especial, los de alimentos y en menor medida el del petróleo. Manifiesta que, en principio, son factores de oferta los que estarían determinando estos empujes, toda vez que no se observa lo mismo en otros mercados, como el del cobre, y tampoco un cambio hacia una mayor perspectiva de crecimiento mundial, que podría justificar un alza generalizada en los precios de los *commodities*. En todo caso, plantea que no resulta descartable que esta situación se mantenga por un tiempo, con efectos importantes en los registros de inflación, no solo internacionales, sino que también en Chile, y que en el corto plazo pueda introducir mayor volatilidad a los registros de inflación.

Menciona que la menor volatilidad en los mercados financieros y los altos precios de los *commodities*, en general, continúan siendo una combinación favorable para Chile. En este sentido, indica que las condiciones de financiamiento externo se han mantenido positivas, lo que se ha traducido especialmente en la apreciación del tipo de cambio. A su juicio, en la medida que la volatilidad externa siga acotada y que las tasas internacionales se mantengan muy bajas, las buenas perspectivas para la economía chilena y la sólida posición



externa de sus cuentas favorecen los flujos de financiamiento externo, así como el financiamiento de un mayor gasto, por lo que este tema parece cobrar relevancia, la que podría mantenerse por un tiempo.

Sostiene que también es cierto que los problemas mayores en Europa pueden producirse en el corto plazo o que una mayor corrección a la baja en el precio del cobre conduzcan a una reversión de la situación favorable por la que atraviesa la economía chilena.

En lo referente al ámbito interno, destaca que los datos de actividad y demanda han estado por sobre lo anticipado, aunque una lectura más detallada de los registros de demanda da cuenta de una fuerte acumulación de existencias en el último trimestre, cuya interpretación es siempre compleja. Hace notar que los otros componentes de la demanda interna, como el consumo y la inversión, reflejan, en cambio, una trayectoria que no se ha desviado significativamente de lo anticipado en la primera mitad del año. Con todo, plantea que no se observan mayores señales de desaceleración en el conjunto de antecedentes.

Agrega que el mercado laboral continúa dinámico, así como también las colocaciones, especialmente las comerciales.

Asimismo, menciona que la inflación ha estado acotada, que los componentes transables siguen mostrando cifras muy bajas, mientras que la inflación de los no transables continúa en un registro similar a sus históricos. En este sentido, considera que por ahora no hay señales mayores de presión inflacionaria en las categorías más ligadas a la capacidad o a la evolución del mercado laboral. En todo caso, estima que el conjunto de antecedentes sugiere que la posición cíclica de la economía chilena no abre espacios para una mayor caída de la inflación en los próximos meses, más allá de factores puntuales que puedan aparecer.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en términos generales, la situación no dista mucho de lo anticipado en los últimos meses. A su juicio, mientras la política monetaria se encuentra en un rango que podría calificarse como neutral, la estrategia de mantener la tasa rectora se ha mostrado adecuada. Además, manifiesta que concuerda con la perspectiva del mercado en cuanto a que, poco a poco, ha ido consolidándose la idea de que la TPM podría quedarse en un nivel similar al actual por varios meses.

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, y hace presente que los antecedentes acumulados en el último mes confirman las marcadas diferencias entre los desarrollos internos y externos.

En lo concerniente al frente externo, señala que el panorama sigue siendo adverso. En este sentido, indica que los mercados financieros, si bien han experimentado cierto alivio, continúan dando cuenta de tensiones y riesgos altos, y que Europa está en medio de una crisis cuya salida aún no se visualiza. Por ello, plantea que no se pueden descartar nuevos episodios de alta volatilidad en los próximos meses. Sostiene que a ello se agrega que el crecimiento de la economía norteamericana muestra debilidad y que las principales economías emergentes entregan claras señales de desaceleración.



Agrega que los precios de las materias primas han experimentado un repunte selectivo, y que ello se explicaría por factores de oferta más que por cambios en percepciones o expectativas reales.

En lo atinente al frente interno, comenta que las cifras de actividad y demanda han sorprendido nuevamente al alza, reafirmando el vigor y fortaleza con que se desenvuelve la economía. Sin desconocer los riesgos que ello conlleva, es de opinión que permanece válido el diagnóstico de una economía que normaliza su ritmo de crecimiento.

Asimismo, manifiesta que las condiciones en el mercado laboral siguen bastante estrechas, lo que se refleja en la creación de empleos, en el nivel de la desocupación y en la tasa de variación de las remuneraciones.

Destaca que la inflación ha evolucionando por debajo de lo anticipado meses atrás, no obstante, plantea que el panorama de mediano plazo no se ha modificado sustancialmente, teniendo presente las actuales estrecheces de capacidad y las perspectivas de crecimiento contempladas en el escenario más probable.

Añade que la inflación ha mostrado bastante inestabilidad en el último tiempo, ya que por factores no controlables se observó una aceleración meses atrás, seguida luego por un rápido descenso hasta sus actuales niveles. Advierte que la evolución reciente de los precios de los granos y el petróleo llevan a pensar que la dinámica inflacionaria experimentaría nuevamente cambios y que todo ello introduce ruidos para efectos del diagnóstico, lo que torna más compleja la toma de decisiones.

Hace presente que el mercado, si bien espera tasas de inflación relativamente bajas en el corto plazo, mantiene expectativas en torno a la meta para el mediano plazo; que para la TPM proyecta una trayectoria más bien plana, sin descartar ajustes transitorios de magnitud reducida; y que para esta Reunión, como se ha señalado, apuesta mayoritariamente por que no habrá cambios en el nivel de la tasa.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que con estos antecedentes, la opción que predomina ampliamente es la de mantener la tasa rectora, y que en tal sentido, coincide con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

Indica que los argumentos son bastante similares a los esbozados en Reuniones anteriores, ya que por de pronto, la TPM se ubica en un nivel que puede ser considerado como neutral y que resulta coherente con las trayectorias esperadas para la actividad y la inflación en el mediano plazo. Agrega que, enseguida, los riesgos provenientes del escenario externo parecen bastante bien compensados por aquellos que derivan del escenario interno, lo que refuerza la conveniencia de mantener la tasa.

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

En virtud de lo expuesto, expresa 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*, que en esta oportunidad se beneficia también con las discusiones que se han sostenido en lo referente al próximo Informe de Política Monetaria. Asimismo, 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 adicionales.

En lo concerniente a la economía internacional, señala que la atenuación de las tensiones financieras que se han observado en la Zona Euro deben leerse correctamente.

Recuerda que hace algunos meses se adelantó que, probablemente, el mes de agosto sería tranquilo en tanto no había vencimientos importantes de deuda soberana ni de otros bonos que son relevantes. Sin embargo, anticipa que el próximo mes de septiembre vencerán bonos soberanos griegos por montos elevados, como también bonos emitidos por los gobiernos regionales en España, y que en el mes de octubre próximo también vencerán bonos soberanos españoles por montos relevantes, por lo que no debiera extrañar que se observe un recrudecimiento de estas tensiones en las próximas semanas.

En su opinión, tanto la atenuación reciente como el recrudecimiento esperado conforme a este análisis, forman parte de un mismo fenómeno y, por lo tanto, su lectura debe ser que persisten los problemas de fondo en la Zona Euro y que los riesgos de una eventual salida desordenada, sin que sea Este el escenario más probable, tienen una probabilidad lo suficientemente elevada como para mantener las aprensiones.

En otro plano, informa que desde la Reunión anterior, diecinueve de los veinticinco bancos centrales que se siguen habitualmente sostuvieron Reunión de Política Monetaria y que dieciocho bancos centrales mantuvieron su tasa rectora, ya que solo el Banco de la República de Colombia la redujo.

En cuanto a la economía nacional, señala que vuelve a sorprender que la demanda interna, la economía real y las expectativas en torno a ambas variables no registren el efecto de una economía mundial donde la desaceleración abarca un número cada vez más significativo de economías. Reitera que en esta oportunidad, tanto la actividad como la demanda siguen sorprendiendo y que esta vez no solamente en su nivel, sino que también en cuanto a su velocidad que se mantiene acelerada.

Por otra parte, destaca que el peso se apreció más allá de lo que es explicable por las variables habituales, esto es, de lo que fue la depreciación generalizada del dólar estadounidense y que es posible explicar por los cambios en los riesgos soberanos y por la evolución de fundamentales en los precios internacionales. Hace presente que no está claro qué pudiera haber llevado a esta apreciación mayor y que, por lo tanto, es un tema que habrá que seguir evaluando hacia el futuro. En su opinión, parece razonable que una hipótesis a seguir observando sea que este exceso de crecimiento en la actividad y en la demanda se esté traduciendo en una apreciación del tipo de cambio más que en presión inflacionaria, como se señaló en la primera parte de la presente Reunión. En este sentido, estima que corresponde mantener un análisis de riesgos de “cola ancha”, tanto en la economía internacional como asimismo ahora en la economía nacional por las razones expresadas.

En todo caso, manifiesta que coincide con el análisis y también con la conclusión de la Minuta de Opciones, en cuanto a que en esta oportunidad la decisión que corresponde adoptar es la de mantener la TPM en su nivel actual y también el sesgo en el Comunicado.

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



Indica que desde la última RPM, las tensiones financieras en Europa se han atenuado, percibiéndose menor volatilidad en los mercados globales producto de acuerdos políticos que si bien no están completamente definidos, permiten tener mayores esperanzas de soluciones para la región. No obstante, señala que la concreción de dichos acuerdos no es fácil y que el paso del tiempo conlleva mayores problemas para las economías de la periferia, por lo que no se puede descartar que se vean nuevos episodios de volatilidad en los meses venideros. Por otra parte, hace notar que los indicadores de actividad siguen débiles y que no hay indicios de que pudieran mejorar en el corto plazo.

Asimismo, hace presente que los precios de las materias primas, particularmente las agrícolas y energéticas, han subido en forma significativa, debido, en general, a problemas de oferta y a incertidumbre geopolítica.

En lo atinente a las economías emergentes, plantea que si bien siguen creciendo a tasas superiores a las registradas por las economías avanzadas, continúan su proceso de desaceleración y destaca en este proceso economías como las de Brasil, India, Corea y China, resaltando la especial importancia para Chile del desempeño de esta última economía. Acota que aunque varios analistas esperan un rebote de esta tendencia a partir de la segunda parte del presente año, ello no está garantizado.

En lo referente a Chile, destaca que el crecimiento del segundo trimestre sorprendió al alza, lo mismo que la demanda interna, aunque explicada en parte por la acumulación deseada de inventarios, ya que sin ella su crecimiento es bastante más moderado, lo que se refleja en las tasas del crecimiento del consumo y la formación bruta de capital fijo de acuerdo con lo proyectado y en este aspecto, sostiene que si se frena la acumulación de inventarios, como es de esperarse, la demanda interna debería crecer con menos fuerza en la segunda parte del año. Resalta, además, que continúa el gran dinamismo del sector comercio, la construcción y EGA, sin perjuicio de señalar que efectos puntuales, tales como bases de comparación y días hábiles, hacen pensar que los registros de actividad de los próximos meses serán altamente volátiles, por lo que más que nunca es preciso concentrarse en tendencias más que en cifras puntuales.

Asimismo, comenta que el empleo ha mostrado cierta moderación, al igual que los salarios, mientras que las colocaciones comerciales mantienen e incluso aumentan su dinamismo. Consigna que, en general, hay señales mixtas en materia de actividad y demanda, lo que de alguna forma refleja la realidad que se ha enfrentado desde hace ya varios meses, esto es, un escenario externo que apunta en una dirección, por una parte, y un escenario externo en la dirección exactamente opuesta, por la otra.

El Presidente señor Rodrigo Vergara resalta que la inflación se mantiene reducida y que acumula apenas un 0,4% en los primeros siete meses de este año, a lo que ha contribuido la baja en los precios de transables en la primera parte del año, en particular, los alimentos y los combustibles. Sin embargo, señala que es razonable esperar registros mayores en los meses siguientes por la reversión de dichos precios a nivel internacional, así como por las presiones que se derivan de un mercado laboral estrecho y de brechas de capacidad cerradas. Menciona que la baja en el tipo de cambio real apunta en la dirección opuesta y agrega que factores puntuales, como algunos de los mencionados, llevan a pensar que también se observará volatilidad en las cifras de esta variable en los próximos meses.

En términos generales, estima que la situación no es muy distinta de la observada en la Reunión de Política Monetaria pasada.



Por todo lo anterior, es de opinión que la opción que presenta la Gerencia de División Estudios es la adecuada. A su juicio, subir la tasa rectora resulta 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 que bajar la tasa no parece lo prudente, al menos mientras la actividad y demanda interna no den señales claras de desaceleración.

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, esto es, mantener la neutralidad.

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% anual.

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

189-01-120816 - 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% 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, las tensiones financieras en la Eurozona se han atenuado levemente y las condiciones financieras internacionales presentan una mejora. Sin embargo, continúa la incertidumbre, las primas de riesgo de algunas economías europeas se mantienen muy elevadas y no se puede descartar un recrudecimiento de estas tensiones en los próximos meses. Continúa el débil crecimiento de las economías avanzadas, mientras que las emergentes se han desacelerado algo más que lo proyectado. Los precios internacionales de los alimentos y energía presentan un repunte en el último mes, mientras que los de los metales permanecen en niveles similares al mes previo.

En el plano local, los indicadores de actividad y demanda han evolucionado algo por encima de lo proyectado en el Informe de Política Monetaria de junio, impulsados principalmente por una mayor acumulación de inventarios y, en menor medida, por el consumo. El mercado laboral sigue ajustado, aunque continúa la moderación en el crecimiento del empleo y no se observa una aceleración de los costos laborales. El peso se ha apreciado. La inflación anual del IPC y las medidas de inflación subyacente se mantienen bajo 3%. En los últimos meses, los componentes más volátiles de la canasta —energía y alimentos— mostraron una incidencia negativa en el IPC, lo que podría atenuarse o revertirse en lo venidero, dada la evolución reciente de sus valores en los mercados externos. Las expectativas inflacionarias en el horizonte de política 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 16:40 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

