



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 191
celebrada el día jueves 18 de octubre de 2012

En Santiago de Chile, a 18 de octubre 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 Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras Subrogante,
don Matías Bernier Bórquez;
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 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° 191, comunicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril de 2013 se celebre el día 11 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 materia de mercados financieros. En primer término, señala que tras una moderación del optimismo por la falta de avances concretos en Europa, los mercados han vuelto a mostrar algunos progresos frente a trascendidos de que España se aprestaría a solicitar su rescate.

En segundo lugar, indica que el *European Stability Mechanism*, ESM, fue formalmente inaugurado, pero sin mayores efectos, y que aún se discute su retroactividad. Agrega que España utilizaría €60 billones para recapitalizar su banca, aunque algunos analistas sostienen que el ejercicio realizado para determinar esta cifra sería poco exigente.

Asimismo, hace presente que China renovó las líneas de liquidez ante indicadores de actividad que reafirman una desaceleración mayor que la anticipada. Sin embargo, destaca que se observan signos de estabilización en lo más reciente, como el dato del PIB correspondiente al tercer trimestre de este año, que se dio a conocer a comienzos de la presente jornada.

Por último, comenta que varias economías han reducido sus tasas de política monetaria con el objeto de estimular la actividad.

En lo concerniente a actividad y precios, plantea que la producción industrial continúa débil, aunque se observan algunas leves señales de mejora para los Estados Unidos de América y la Zona Euro.

Manifiesta que los mercados laborales en las economías desarrolladas continúan muy frágiles, aunque el norteamericano exhibe algunos avances. Sin embargo, señala que a comienzos de la jornada se dio a conocer un nuevo aumento de las solicitudes de subsidio de desempleo, dando cuenta de que aún no se logra estabilizar el mercado laboral en dicho país. Añade que la confianza de los consumidores muestra avances en esa economía, mientras que en Europa sigue muy negativa.

Consigna, además, que China exhibe signos de desaceleración que han impulsado algunas medidas de estímulo, las que se acentuaron el día de hoy en que se anunció la renovación de líneas de liquidez para efectos de estimular la economía de ese país. Aparte de ello, se conoció también el PIB del tercer trimestre, que alcanzó a 7,4%, reafirmando el mensaje de estabilización de las tasas de crecimiento de esa economía, mientras que el consumo creció en un 14%, dando cuenta de su aceleración, y la inversión no solo registró un aumento del 20%, sino que sigue siendo el componente más dinámico de la demanda.



A título de última noticia relevante en materia de actividad y precios, indica que las economías emergentes muestran señales mixtas, ya que mejoran las cifras industriales de algunos países latinoamericanos, pero a su vez predominan visiones algo más negativas de lo anticipado para Asia.

El señor Sergio Lehmann hace especial mención a la caída que exhiben los precios de los *commodities*. Sobre el particular, comenta que el precio de la gasolina registra un retroceso cercano a 10% con motivo de la recuperación de la capacidad de las refinerías, lo que tiene un componente de estacionalidad, por cuanto el *crack spread*, que estuvo muy alto en relación con cifras históricas, exhibe un ajuste importante y ha tendido a normalizarse. Aparte de lo expuesto, se agrega que Arabia Saudita ha adoptado medidas para efectos de mitigar o moderar el precio del petróleo por la vía de aumentar su producción.

Por su parte, los metales registran movimientos mixtos, destacando alguna recuperación del precio del hierro y el leve aumento del precio del cobre.

En materia de alimentos, expresa que el incremento del precio de lácteos y carnes explican un leve aumento del índice FAO correspondiente. Sin embargo, hace notar que en lo más reciente se observan algunos retrocesos en los precios del maíz y trigo ante señales más positivas sobre la próxima temporada agrícola y caídas importantes particularmente en el caso de la soya.

Finalmente, menciona que el reporte de la Oficina Meteorológica de Australia ha entregado señales mixtas sobre la presencia del fenómeno climático denominado El Niño.

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las principales noticias del mes. En primer término, resalta que el gobierno español estaría en condiciones de solicitar el rescate financiero, lo que le permitiría al Banco Central Europeo iniciar el proceso de compra de bonos de esa economía en el mercado secundario.

En segundo lugar, precisa que Moody's y Fitch calificaron en AAA a la deuda que contraiga el ESM, mientras que Standard & Poor's redujo la clasificación de riesgo de España a BBB-, como también la de varios bancos de ese país y, como contrapartida, indica que Fitch mantuvo la calificación AAA del Reino Unido.

En tercer lugar, alude a los principales mensajes del último *World Economic Outlook*, WEO, que da cuenta de bajas proyecciones de crecimiento del orden del 3,3% y 3,6% para los años 2012 y 2013, respectivamente. Informa que en opinión del Fondo Monetario Internacional, resulta necesario graduar los ajustes fiscales en Europa con motivo de los mayores multiplicadores y la necesidad de otorgar viabilidad política; que el rebalanceo de la razón inversión/consumo en China redundará en que los *spillovers* o efectos sobre el crecimiento del resto del mundo sean menores en los próximos meses; y que con relación al informe del mes de abril último, dicha institución financiera internacional aumentó la probabilidad de un crecimiento mundial inferior a 2% en el año 2013 y que su pronóstico en materia de recesión para Estados Unidos de América, Japón y Zona Euro lo estima en 15%, 25% y 80%, respectivamente.

En materia de política internacional, consigna que el déficit fiscal y las estrategias para reducirlo han estado en el centro del debate de la campaña presidencial norteamericana, y que se anticipa un estrecho margen de diferencia en los resultados de los próximos comicios.



Añade que en China se nombrarían nuevas autoridades del Partido Comunista en las primeras semanas del mes de noviembre próximo y que se estima que los actuales Vicepresidente y Viceprimer Ministro serían quienes asumirían los cargos políticos más altos de ese país en el mes de enero del próximo año, asegurando de este modo la continuidad política.

Por último, en los aspectos relevantes del mes, indica que las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente han tendido a agudizarse.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, exhibiendo la tabla que se contiene en la lámina N° 7, que da cuenta de las emisiones de deuda de España, Italia, Grecia, Portugal, Francia y Alemania, y los vencimientos convenidos para el presente mes de octubre. En primer término, hace notar que, en general, las tasas de colocación de la deuda han disminuido significativamente, es decir, han recogido los menores *spreads* o riesgos asociados a las economías periféricas tras las señales políticas positivas de la Unión Europea y del Banco Central Europeo. En segundo lugar, destaca la importante concentración de vencimientos en España al término del mes de octubre, que suman aproximadamente €35 billones, un tercio de los cuales se encuentra refinanciado a esta fecha.

Por último, detalla que Italia ha refinanciado alrededor del 30% de sus vencimientos, Grecia un monto cercano al 50% y Portugal casi el 100%.

El señor Sergio Lehmann informa que los CDS registraron ciertos vaivenes durante las primeras semanas del presente mes, que en lo más reciente exhiben caídas en los países de la periferia de Europa, esto es, Francia, Italia, Portugal, España y Bélgica, y que finalmente han tendido a estabilizarse. Añade que los CDS de las economías emergentes han tenido un comportamiento similar, lo mismo que los CDS de bancos comerciales, mientras que los de bancos españoles, que dieron cuenta de una fragilidad significativamente mayor luego del último informe de *stress test*, registraron aumentos importantes, particularmente los de la Caixa Catalunya.

En materia de volatilidad, resalta la ausencia de cambios significativos. Sin embargo, indica que las primas por riesgo en Estados Unidos de América han tendido a disminuir, particularmente las de empresas con clasificación A, en línea con indicadores de actividad algo mejores, específicamente de producción industrial; y que los premios corporativos de las economías emergentes también muestran una ligera tendencia a la baja.

Además, menciona que las bolsas exhiben ciertos vaivenes y recuperaciones en el margen; y que las tasas de interés a 2 y 10 años se observan bastante estables.

El señor Sergio Lehmann destaca la recuperación importante en materia de ingreso de capitales a economías emergentes, particularmente hacia América Latina y Asia emergente, así como un componente de renta variable más importante que el observado en los últimos seis meses, evidenciando un mayor interés por riesgo.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional se refiere a las monedas. Al respecto, señala que los movimientos han sido mixtos, con apreciaciones importantes en Israel, Corea y China, en este último caso producto de una menor intervención de las autoridades en el mercado de paridades, lo cual reflejaría, en parte, elementos asociados al aumento de los movimientos de capitales. Hace presente que en el caso particular de Israel, las autoridades del Banco Central han manifestado que la apreciación de su moneda se



asocia a entradas de capitales muy significativas, lo que se estima no es responsabilidad de la política monetaria y, por lo tanto, no se tendría por ahora la intención de intervenir en el mercado cambiario.

En cuanto a movimientos en el sentido inverso, comenta que la moneda sudafricana registró una depreciación importante a propósito de la rebaja de la clasificación de riesgo de ese país desde BBB+ a BBB, como consecuencia de indicadores que reflejan una mayor vulnerabilidad de esa economía; y que durante el último mes, la depreciación de esta moneda alcanzó a alrededor de 8%, pero luego tendió a revertirse, totalizando finalmente un 4,8% respecto de la Reunión anterior. Acota que otras monedas exhibieron un comportamiento similar, esto es, fuertes depreciaciones que luego se revirtieron parcialmente.

Por último, indica que una visión regional de las paridades da cuenta de que los movimientos de las últimas semanas han sido leves.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que India no ha sido incluida en la lista de países analizados, en circunstancias que su moneda ha registrado depreciaciones significativas y sus autoridades han adoptado medidas para inducir el flujo de capitales.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que en el *Global Meeting of the Emerging Markets Forum*, que se llevó a cabo días atrás en Tokio, tuvo la oportunidad de compartir con empresarios, políticos y economistas de ese país, quienes coincidieron en que el problema de esa economía no es de carácter estructural, sino que ello obedece a que desde hace unos tres años a la fecha, el gobierno de ese país habría reiniciado antiguas prácticas de discrecionalidad arbitrarias en la ejecución de sus políticas, con las consecuencias significativas que se generan en la inversión del sector privado. Por lo expuesto, conforme a esas opiniones, la escasa entrada de capitales a ese país obedecería a una razón de orden político más que a algún problema de índole estructural económico.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación y se refiere a los indicadores de actividad. Sobre el particular, informa que en Estados Unidos de América han mejorado los indicadores de producción industrial y ventas minoristas; que disminuyeron las ventas de viviendas nuevas, pero que la construcción de viviendas mostró un aumento importante. Agrega que en la Zona Euro, las ventas minoristas también han crecido y que los datos de producción industrial han sido algo mejores que lo anticipado gracias a los resultados de los países de la periferia, tales como Grecia y Francia.

En lo concerniente a Japón, señala que las noticias son más bien mixtas y en cuanto a China, comenta que en el día de hoy se dieron a conocer datos de ventas minoristas y del PIB, que resultaron algo mejores que lo anticipado, lo mismo que la información de exportaciones nominales conocida algunos días atrás. Hace notar que, en términos generales, las medidas de estímulo adoptadas por las autoridades de ese país en los últimos meses estarían dando resultados, en el sentido que la producción china ha tendido a estabilizarse y consiguientemente, a detenerse a desaceleración.

En cuanto a los indicadores de confianza, destaca que en Estados Unidos de América, el ISM y la confianza de los consumidores han mejorado por sobre lo anticipado; que las noticias de Japón son mixtas; que en China no registran mayor variación; y que en la Zona Euro, los resultados siguen siendo negativos, particularmente los recogidos por la encuesta ZEW, mientras que el PMI servicios y manufacturero no exhiben cambios importantes y el clima empresarial en Alemania ha continuado deteriorándose.



A continuación, el señor Sergio Lehmann compara los datos de crecimiento dados a conocer en el WEO de octubre y los contemplados en el Informe de Política Monetaria, IPoM, de septiembre. En primer término, destaca que las cifras de crecimiento de Japón serían bastante más bajas que las informadas en el citado IPoM producto de la revisión del crecimiento del segundo trimestre. Además, consigna que India exhibe una desaceleración muy marcada, al registrar un crecimiento de 4,9%, inferior al 5,8% consignado en el IPoM, y confirma lo planteado por el Vicepresidente señor Manuel Marfán, en el sentido que la inversión también se ha desacelerado de manera significativa.

Para el año 2013, resalta que la Zona Euro tendría un crecimiento ligeramente menor que el informado en dicho IPoM, y que para el 2014 se espera una recuperación bastante tenue, mientras que Estados Unidos de América exhibiría una recuperación algo mayor que lo recogido en ese Informe.

El señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de actividad que se contiene en la lámina N°20 de la presentación. Hace notar que las economías desarrolladas crecen por debajo de sus niveles potenciales y que Asia muestra algunas señales mixtas, en que China e India crecen bajo sus cifras históricas, mientras que Tailandia exhibe grados importantes de aceleración, y Taiwán y Corea del Sur se mantienen estables. Agrega que en América Latina también se observa cierta dicotomía, con Argentina y Brasil creciendo bajo su tendencia, en circunstancias que Chile y Perú aparecen con algún grado de sobre tendencia, mientras que Europa emergente bajo tendencia, en línea con lo que acontece en el resto de esa región.

Asimismo, indica que la producción industrial agregada se muestra plana en concordancia con las cifras señaladas precedentemente, y que exhibe una leve mejora en las economías desarrolladas, dadas las cifras algo más positivas en Estados Unidos de América y la Zona Euro. Añade que los PMI, si bien presentan una ligera recuperación, permanecen bajo el pivote 50, en tanto que los PMI servicios se recuperan y superan dicho nivel.

Además, destaca que el mercado laboral de Estados Unidos de América exhibe algunos progresos y las empresas una mejor disposición a contratar nuevos empleados. No obstante, indica que al mismo tiempo se observa que el empleo está muy por debajo de los niveles alcanzados en el bienio 2007 - 2008, y que la tasa de participación laboral de la población mayor de 16 años tiende a caer.

Agrega que la tasa de desempleo ampliada, que incluye a los desempleados, los desalentados, los trabajadores de jornada parcial y a los trabajadores marginales, se mantiene en torno a 15%, muy por sobre el promedio histórico cercano a 8%.

En cuanto a China, reitera que continúan las señales de desaceleración, pero con cierta estabilidad. Al respecto, deja constancia que en el último IPoM del mes de septiembre se proyectó un crecimiento de 7,7% para el tercer trimestre del año en curso, pero que como resultado de algunos datos conocidos desde esa fecha se espera ahora un crecimiento de 7,4% para el mismo período. Añade que las ventas minoristas y las exportaciones se han acelerado y que por su parte, la inflación se ha estabilizado.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea la conveniencia de conocer el destino de las exportaciones chinas y las fuentes de sus importaciones. Sobre el particular, comenta que si bien se reconoce que la debilidad de Europa y de Estados Unidos de América ha afectado el destino de las referidas exportaciones, sería interesante determinar si los envíos a otras economías exhiben algún repunte. En su opinión, también llama la atención la trayectoria cambiaría en países tales como Canadá, Australia, Nueva Zelanda, que estarían



siendo más afectados por la desaceleración de China, lo cual tendría un correlato en las exportaciones y en las fuentes de importaciones de esta economía.

En lo concerniente a América Latina, señala que la producción industrial ha tendido a mejorar en algún grado; que las ventas minoristas muestran bastante heterogeneidad, con desaceleraciones en Brasil y Colombia y un repunte en México; y que los PMI exhiben señales mixtas, ya que han caído en México y tienden a recuperarse en Brasil.

A continuación, el señor Sergio Lehmann destaca que México ha ganado competitividad respecto a China, no así en el caso del resto de América Latina, que aún no recupera terreno en el sector manufacturero. Agrega que Brasil y Centroamérica habrían perdido participación en las importaciones de manufacturas textiles de Estados Unidos de América y añade que la mayor competitividad de México frente a China respondería a que los costos laborales en este primer país han experimentado un aumento acotado, mientras que en China exhiben crecimientos anuales del orden de 10%.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, refiriéndose a la inflación. Sobre el particular, manifiesta que se observa un grado de mayor inflación de alimentos en América Latina, especialmente en México, Perú y Chile, y de energía en las economías desarrolladas; y que la inflación total exhibe ligeros incrementos en algunas economías, como ocurre en Perú, Estados Unidos de América y México.

Consigna, además, que las proyecciones para este año dan cuenta de algunos aumentos en Europa emergente, incrementos algo menores en las economías desarrolladas y América Latina, y movimientos hacia la baja en Asia emergente; y para el año 2013, algunos registros marginales a la baja en América Latina, Asia emergente y Europa emergente.

En materia de política monetaria, resalta una nueva serie de movimientos expansivos en Hungría, República Checa, República de Corea, Brasil, Australia y Tailandia y acota que tales movimientos fueron de carácter sorpresivo en estas tres últimas economías. Comenta que en el caso de Tailandia, habría existido una visión absolutamente contrapuesta entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda de ese país y que el recorte de su tasa rectora habría obedecido a una razón de índole cambiaria. Por último, informa que China ha efectuado nuevas inyecciones de liquidez y que en el día de hoy volvió a hacerlo.

En cuanto a perspectivas de la TPM, anticipa algún grado mayor de expansión de la política monetaria en Asia, Oceanía y Europa emergente, mientras que en América Latina se ve algo más contractiva hacia fines del año 2013.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el gráfico que se contiene en la lámina N° 30 de la presentación, que muestra el balance de la Reserva Federal. Al respecto, destaca la compra por un monto cercano a los US\$ 72 billones de MBS entre el 13 de septiembre y el 11 de octubre del año en curso, de los cuales US\$ 37 billones corresponden al programa de reinversión. Explica que a ello se debe sumar que el programa denominado QE3 contempla compras adicionales del orden de €40 billones de MBS mensuales durante un período indefinido, por lo que su balance podría llegar a sobrepasar los US\$3 trillones.

El señor Sergio Lehmann, respondiendo una consulta del Consejero señor Sebastián Claro, señala que la duración de los referidos MBS oscila entre 10 y 15 años, y que se contabilizan a su valor par, razón por la cual las eventuales ganancias que se han generado producto de las disminuciones de las tasas de interés no están reflejadas aún en dicho balance.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si el Banco Central de Chile está facultado para efectuar este tipo de operaciones de compra de instrumentos financieros.

El Fiscal señor Miguel Ángel Nacur expresa que el Banco Central de Chile, para fines de política monetaria, esto es, con el objeto de regular la cantidad de dinero en circulación y de crédito, está facultado para descontar y redescantar a las empresas bancarias letras de cambio, pagarés y otros documentos negociables en moneda nacional o extranjera, pero que en todo caso, tales operaciones deben efectuarse siempre con la responsabilidad de la institución cedente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita que se precise si el Banco puede adquirir bonos corporativos.

El Fiscal señor Miguel Ángel Nacur señala que las operaciones de descuento de títulos de crédito de que sean titulares las empresas bancarias tiene por objeto otorgar liquidez a dichas empresas por la vía de adquirir tales títulos que corresponden fundamentalmente a créditos otorgados a sus clientes, lo que se extiende incluso a aquellos documentos que las citadas empresas bancarias hayan descontado a sus clientes, ya que el Banco Central de Chile puede, a su vez, redescantarlos, con la finalidad de liquidez antedicha. Además, el Banco está facultado en el mismo contexto, para adquirir documentos de las carteras de colocaciones o de inversiones de las empresas bancarias con responsabilidad de las mismas en las condiciones que determine el Consejo, lo que incluye por ende, a los bonos corporativos que formen parte de la cartera de estas instituciones.

A título ejemplar, señala que el Banco Central de Chile podría en consecuencia adquirir a título de la operación de descuento créditos que conforman la cartera de colocaciones que la empresa bancaria respectiva haya otorgado a sus clientes. Asimismo, el Banco Central de Chile puede adquirir directamente de las empresas bancarias documentos que conformen sus carteras de colocaciones e inversiones teniendo presente que solo está facultado para efectuar tales operaciones con empresas bancarias y bajo la responsabilidad de estas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si la entidad bancaria asume por lo tanto el riesgo en caso de no pago de un crédito que el Banco Central haya descontado.

El Fiscal señor Miguel Ángel Nacur expresa que en tal caso, el riesgo antedicho lo asume el banco comercial, sin perjuicio de que igualmente se puede ejercer directamente el cobro del crédito al deudor del mismo.

El Consejero señor Enrique Marshall deja constancia que en consecuencia un crédito otorgado por una empresa bancaria específica a un cliente de ella y que es descontado por el Banco Central de Chile, se contabilizará igualmente en el Banco como un crédito adquirido de la empresa bancaria.

El Fiscal señor Miguel Ángel Nacur señala que el Banco Central de Chile debe siempre otorgar financiamiento en este tipo de operaciones a una empresa bancaria, por lo que no tiene relación con el deudor original, por lo que dada la naturaleza de la operación correspondería registrar en la contabilidad del Banco Central de Chile el citado crédito como otorgado a la empresa bancaria, sin perjuicio de que igualmente existe la garantía de pago del deudor original.



El Consejero señor Enrique Marshall indica que la finalidad de la compra de MBS por parte de la Reserva Federal es la de activar el mercado inmobiliario, lo que excede el mandato conferido al Banco Central de Chile. En este sentido, precisa que el Banco no tiene facultades para realizar, por ende, políticas de índole industrial o agrícola, como ocurrió en el pasado, pero sí se encuentra habilitado para proveer liquidez a los bancos o, en último término, para cautelar la estabilidad del sistema financiero.

El Fiscal señor Miguel Ángel Nacrur consigna que el objeto legal fijado al Banco Central de Chile en la legislación precedente contenida en el Decreto Ley 1.078, de 1975, era el de propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional y que para tal efecto se le confería, en lo que interesa, la facultad para abrir líneas de crédito a las empresas bancarias con el objeto de que dichas empresas otorgaran a su vez créditos refinanciados por el Banco para incentivar determinadas actividades económicas, contando además con las atribuciones para regular cualitativa y cuantitativamente el crédito.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan consulta si los bonos que emitirá el gobierno estadounidense se renovarán a su vencimiento, precisándose por parte del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann que la Reserva Federal anunció la compra de US\$ 40 billones de MBS y junto con ello, reafirmó su decisión de continuar renovando los bonos citados.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea la conveniencia de contar para la próxima Reunión de Política Monetaria con un gráfico relativo al balance del Banco Central Europeo, similar al que se contiene para la Reserva Federal en la lámina N° 30 de la presentación. Por su parte, el Vicepresidente señor Manuel Marfán deja constancia que sería necesario diferenciarlo por sus Estados miembros.

El señor Sergio Lehmann señala que la Gerencia de Análisis Internacional dispone de este gráfico y que los balances del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal son de tamaños similares.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que no es posible diferenciar el balance por país, por cuanto el Banco Central Europeo entrega esa información en términos agregados. Asimismo, comenta que en la actualidad, el tamaño del balance de la Reserva Federal, del Banco Central Europeo y del Banco de Japón en relación con sus PIB respectivos son similares, del orden del 15% de su producto.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, refiriéndose a los *commodities*. Sobre el particular, destaca la caída del precio de la gasolina, en torno a 11%, que se explica por un aumento significativo en la capacidad de refinación en el Golfo de México y por la mayor capacidad de extracción de petróleo. Añade que el petróleo WTI presenta una disminución de 5%, en tanto que el petróleo Brent, mucho más afectado por las mayores tensiones en Medio Oriente, no registra variación desde la última Reunión de Política Monetaria.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda alude a un reciente comunicado emitido por Enap, que consigna únicamente la caída del precio de la gasolina *Premium*, no obstante, que los datos dan cuenta de que el precio de la gasolina de 93 octanos también registra un descenso brusco en el plazo de una semana, debido a un componente estacional que explica su caída por una sola vez.



El señor Sergio Lehmann confirma que la disminución del precio de la gasolina de 93 octanos responde a un componente estacional y que no debería revertirse por esa misma razón. Añade que el descenso brusco del precio de dicho combustible registrado en la última semana obedece principalmente a noticias sobre un significativo aumento de la capacidad de refinación por la entrada en operación de las refinerías que realizan sus labores de mantenimiento durante la época de huracanes.

El señor Sergio Lehmann señala que el precio de los granos exhibe un movimiento algo heterogéneo, por cuanto el del arroz tendió a subir ligeramente, mientras que el del maíz y trigo disminuyeron debido a señales de una próxima campaña agrícola más positiva; que el precio de la soya anotó una disminución importante ante señales de mejores rendimientos y una cosecha más positiva; y que con ello, el índice agregado de granos y cereales muestra un claro descenso durante la última semana.

En cuanto a los índices FAO, hace el alcance que corresponden al cierre del mes de septiembre y que por lo tanto, no recogen parte de las caídas registradas en las últimas semanas. Sobre esa base, menciona que si bien los índices FAO cereales como el de alimentos muestran un ligero aumento, es altamente probable que al cierre del mes de octubre exhiban a su vez una caída.

En lo atinente al precio de los metales, indica que el movimiento es mixto. Destaca el incremento en el precio del hierro, asociado tanto a cierres de yacimientos en China dada su baja competitividad, como a algún componente de demanda relacionado con el programa de estímulo de gasto público en ese país, que ha llevado al precio de este metal a un nivel relativamente sostenible. Agrega que el precio del cobre no solo registra un ligero aumento, sino que durante la presente jornada ha registrado un alza adicional a propósito del dato de producción industrial de China, que fue algo mejor que lo anticipado.

En lo referente a las perspectivas en materia de precios de metales, manifiesta que los futuros de cobre exhiben alzas y que el hierro se estabilizaría en torno a los US\$120 la tonelada. Añade que los precios de alimentos disminuirían producto de la baja que han mostrado algunos bienes agrícolas y que no exhibirían mayor variación durante el bienio 2013 a 2014.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann informa que los futuros del petróleo Brent figuran sin cambios, los del petróleo WTI algo más bajos y que la trayectoria del precio de gasolina se aprecia más baja, con una tendencia que da cuenta de una suerte de normalización del precio de dicho combustible en relación al precio del petróleo, producto de un componente estacional que resulta importante al momento de determinarse los precios.

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

El Consejero señor Sebastián Claro destaca que Australia y Nueva Zelanda, países con los cuales se compara habitualmente a Chile, atraviesan por un ciclo distinto del chileno, afectados posiblemente por la desaceleración de la economía china, una significativa corrección de precios de sus *commodities* y una eventual debilidad interna. En su opinión, cabe preguntarse si existe algún elemento adicional que pudiera explicar su desaceleración o si acaso obedece al impacto de un ciclo externo, ya que de tratarse de esta segunda razón, podría adelantarse o advertirse sobre el efecto de sucesos externos en la economía chilena no previstos internamente.



En segundo término, consulta si se tienen antecedentes que den cuenta de alguna anomalía en términos del valor que ha exhibido el precio del cobre en los últimos meses.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que, a su juicio, el informe presentado por el Gerente de Análisis Internacional da cuenta de un panorama externo que ha variado positivamente; no obstante lo cual se debe mantener un cierto grado de escepticismo, en razón de que varios problemas de fondo aún no han sido resueltos. En este sentido, indica que si en las próximas semanas la deuda española se renueva a los precios que se observan actualmente en Europa, e Italia y España solicitan rescate, ello significará que habrán disminuido las probabilidades de un colapso en esa región.

En segundo lugar, plantea la conveniencia de monitorear en detalle la evolución de algunas economías, como las latinoamericanas, atendidos los riesgos de sobrecalentamiento que han surgido.

Asimismo, sugiere realizar un ejercicio para el próximo IPoM de diciembre sobre la efectividad de las intervenciones cambiarias, para efectos de determinar los factores que podrían explicar una correlación que es poco clara entre el grado de intervención del mercado cambiario respectivo y su efectividad.

En relación con el precio del cobre, destaca dos mensajes que se derivan de la reciente Semana de los Metales celebrada en London Metal Exchange. Señala que el primero de ellos apunta a una menor estrechez en el mercado de proveedores de capital, equipos, maquinarias e insumos, lo que permitiría atenuar los problemas de materialización de planes de inversión en ese sector. Indica que el segundo de ellos se refiere a una caída del precio del cobre en los próximos meses, asociado a algún contagio acotado de la desaceleración de China.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se suma a lo planteado por el Consejero señor Joaquín Vial, a lo que agrega algunos matices. En primer término, reconoce que el panorama actual en Europa no es tan sombrío como lo anticipó tiempo atrás. Destaca el esfuerzo desplegado por las autoridades para permitir un normal funcionamiento del mercado primario, si bien falta aún por renovar alrededor de dos tercios de la deuda. En ese sentido, estima que los riesgos de corto plazo son menores.

Sin embargo, hace notar la existencia de dos escenarios opuestos. Por una parte, destaca la evidente presencia de desequilibrios, especialmente en Europa y, por lo tanto, del riesgo de una salida desordenada de la Zona Euro, aunque con una probabilidad de ocurrencia menor. Por otro lado, plantea que en caso de presentarse un escenario positivo, esto es, de una salida a esta crisis, no tendría el carácter de equilibrio estacionario dado el nivel actual de tasas de interés; la política monetaria anormalmente expansiva de Estados Unidos de América; la situación imperante en Europa; y las fuertes presiones sobre precios relativos y flujos de capitales en el resto del mundo. A su juicio, los riesgos asociados a ese escenario también son muy elevados para economías como la chilena y, por lo tanto, comparte la idea de monitorear permanentemente los acontecimientos económicos y financieros del mundo.

Por último, señala que el hecho que Australia sea un gran productor y exportador de hierro sería un componente importante para entender algunas asimetrías entre los ciclos de esa economía exportadora de recursos naturales y los de Chile.



El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta coincidir en gran medida con los planteamientos expresados precedentemente. En su opinión, habría disminuido la probabilidad de escenarios muy extremos y que el mejor panorama externo responde en buena medida a una mejora en los aspectos financieros y a la existencia de una hoja de ruta específica. En todo caso, reconoce que aún persisten muchos problemas que deben ser resueltos.

Sin embargo, igualmente advierte que no se observan cambios radicales en la parte real de la economía y que, por lo tanto, surgen dudas respecto de la magnitud de los efectos de la prolongación de un escenario de bajo crecimiento mundial sobre la economía chilena, en especial, sobre el precio del cobre y algunas líneas de exportación.

A su juicio, el Banco Central de Chile debe ser cuidadoso en la transmisión de sus mensajes, por lo que en su opinión correspondería comunicar que si bien reconoce un mejor panorama mundial y que la probabilidad de ocurrencia de episodios extremos ha disminuido, ello no implica que el camino se encuentre completamente despejado para la economía interna.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que la visión recogida en la Reunión Anual organizada por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial y que se desarrolló recientemente en Tokio, es algo más optimista respecto del panorama mundial.

En cuanto a los Estados Unidos de América, señala que las cifras recientes de esa economía no son negativas, pero que sus autoridades manifestaron su preocupación por el tema del empleo; y que en lo concerniente a Europa, la situación financiera continúa siendo delicada, a pesar de la capitalización de los bancos, que durante el presente año alcanza ya a € 200 mil millones.

En relación con Australia, plantea que su crecimiento alcanzaría este año a 3,4% y a 3% en el 2013, y que de acuerdo con lo manifestado por el Gobernador del Banco de la Reserva de Australia, se explicaría en parte por un significativo aumento de la inversión en el sector minero, que llegaría a su máximo el próximo año, ya que el resto de los sectores estaría creciendo levemente.

Por último, menciona que en la Reunión antedicha se destacó el repunte económico que exhibiría Brasil en el tercer trimestre del presente año, del orden de 5% trimestre a trimestre anualizado. En su opinión, la confirmación de esa cifra constituiría una muy buena noticia para América Latina, especialmente para Uruguay y Argentina, que son importantes socios comerciales de esa economía.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que su visión en cuanto al sector financiero europeo es algo más pesimista que lo planteado precedentemente, porque las mejoras que han exhibido algunos índices en las últimas semanas obedecen más bien a la no materialización de los eventos negativos que anticipó el mercado. A título ejemplar, cita que se esperó que Moody's clasificara los bonos españoles bajo *investment grade*, pero los mantuvo, aunque con una perspectiva negativa. En razón de lo anterior, enfatiza que las señales del mercado deben ser leídas con cierta cautela.

Por otro lado, plantea que si bien ha mejorado el nivel de capitalización de los bancos europeos, la situación de liquidez de muchos de ellos sigue siendo compleja. De hecho, comenta que los últimos datos dan cuenta que los depósitos mayoristas y, en menor medida, los minoristas de los países periféricos siguen disminuyendo; que el *Global Financial*



Stability Report subraya que la fuga de capitales de las economías periféricas alcanza a niveles iguales o superiores al 10% del PIB; que los mercados de bonos siguen cerrados; y que los problemas que enfrenta la banca no se han materializado gracias al amplio apoyo que les sigue proveyendo el Banco Central Europeo.

Por otra parte, considera que se ha producido un retroceso sobre la idea de contar con un supervisor bancario común y que surgieron algunas dudas jurídicas sobre la posibilidad de que el Banco Central Europeo lo adopte. En su opinión, se estableció un camino, pero existen una serie de desafíos para concretarlo.

En lo concerniente a los precios relativos y los cierres de los desequilibrios mencionados, específicamente la forma como se logra que España u otros países vuelvan a crecer sin una desaceleración significativa del producto y con la existencia de un sistema de transferencia intra Zona Euro que resulte creíble, manifiesta que si bien se observan algunas señales algo menos estrictas en términos de los requerimientos de ajuste fiscal, a su juicio, una medida más sustentable en el largo plazo sería contar con un sistema de mayores transferencias; no obstante ello, ni siquiera ha sido considerado como una posible medida a instaurar.

En síntesis, reitera que en el corto plazo no se han dado las situaciones más extremas que anticipó el mercado, pero que su visión acerca del futuro es algo más pesimista, porque podría observarse una situación muy compleja y con varios elementos que podrían generar problemas en un futuro cercano.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán suscribe plenamente la visión del Gerente de División Política Financiera, ya que el relativo mejor panorama al que hizo mención precedentemente obedece a que, contrariamente a lo que estimó, no se detonaron una serie de elementos de una crisis, lo cual no significa que la inexistencia de una situación de desequilibrio con peligros aún latentes.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera alude a Australia y Nueva Zelanda, en su carácter de economías productoras de *commodities* que actualmente están en un ciclo distinto del chileno. En su opinión, un aspecto importante que marca esa diferencia es que antes del año 2008, tanto Australia como Nueva Zelanda vivieron un período de burbuja inmobiliaria, de un crecimiento del endeudamiento privado del orden del 50%, y de aumentos de precios de viviendas similares a los observados en Estados Unidos de América, a lo que se agrega que durante los últimos dos años se encuentran en un proceso de ajuste. Hace presente que en Australia se observa actualmente una caída en los precios de viviendas, un aumento de la tasa de ahorro y que los consumidores privados han estado reduciendo su endeudamiento.

En consecuencia, manifiesta que esas dos economías y Chile han tenido el mismo componente del ciclo de *commodities*, pero no así un componente de demanda interna por el lado del consumo, porque las dos primeras han heredado las consecuencias del período comprendido entre los años 2002 a 2008.

En cuanto al precio del cobre, señala que los análisis internos de corto plazo tienden a poner mayor énfasis en los factores de demanda, que se han comportado en una dirección contraria a la del precio de este metal. En ese sentido, indica que si tres meses atrás se hubiese proyectado un menor crecimiento en China, se habría esperado que el precio del cobre fuera menor en la actualidad. En su opinión, ello lleva a analizar otros temas difíciles de identificar en el corto plazo, relativos a perspectivas de oferta o factores financieros asociados



a los programas de estímulo anunciados recientemente y que también pueden generar efectos sobre esos precios.

Por último, concuerda con que se han dado pasos efectivos y producido avances en Europa, como es el caso de las operaciones OMT del Banco Central Europeo, el ESM o los otros Fondos que cuentan con recursos prácticamente ilimitados, pero, por otra parte, los componentes quizás más sustantivos de fortalecimiento de la unión bancaria o de la unión fiscal enfrentan aún un largo camino de negociación.

En consecuencia, considera que las proyecciones del Fondo Monetario Internacional dan cuenta de que Europa, a pesar de la implementación de las medidas antedichas, no registrará una recuperación rápida de su crecimiento, sino que se mantendrá bastante plana en los trimestres venideros. Agrega que el Presidente del Banco Central Europeo señor Mario Draghi enfatizó que los indicadores financieros y la capitalización de la banca habían aumentando, pero luego reconoció que su distribución entre los países sigue siendo muy heterogénea.

Por último, alude a un comentario que indica que España está avanzando porque ha aumentado su productividad laboral y que ello ha llevado a una disminución de los costos laborales unitarios. A su juicio, se trata de un comentario errado, porque solo tiene sentido para un nivel dado de empleo, no así cuando este se está contrayendo en forma significativa.

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, refiriéndose en primer término a que el producto ha moderado su tasa de crecimiento, mientras que la demanda final se mantiene dinámica. Asimismo, resalta que han mejorado las expectativas de consumidores y empresas.

Agrega que las colocaciones han atenuado su tasa de crecimiento interanual, principalmente porque las condiciones de oferta se mantienen más estrechas, mientras que la demanda por crédito se percibe dinámica. Comenta, además, que el tipo de cambio se apreció levemente respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior.

En materia de inflación, manifiesta que el registro del mes de septiembre pasado estuvo en línea con las proyecciones internas pero sorprendió al alza al mercado, y que para el mes de diciembre próximo las perspectivas internas han llevado a corregir la proyección de la última Reunión desde 2,2% hasta 2,1% como consecuencia de algunos factores puntuales y la apreciación leve del tipo de cambio.

Por último, informa que las distintas encuestas de expectativas y la curva *forward* indican que se mantendrá la Tasa de Política Monetaria en torno a sus valores actuales por un período prolongado.

El señor Claudio Soto consigna que la variación del IMACEC del mes de agosto alcanzó a 0,2% medida mes a mes, confirmando la tendencia observada en los últimos meses, esto es, que han ido atenuándose las variaciones desestacionalizadas. Expresa que el registro correspondiente al mes de septiembre se verá afectado por el número menor de días hábiles que tuvo ese mes. De hecho, anticipa que el dato *headline* sería bastante bajo, del orden de



3,5% anual, mientras que el dato desestacionalizado sería cercano a 6%, por lo que la tasa de crecimiento interanual en el mes de octubre superaría el 6,5%, en razón de que dicho mes tiene cinco días hábiles más que el de septiembre pasado.

En términos de la demanda interna, resalta que el dato del mes de agosto da cuenta de un repunte al registrar una tasa de crecimiento interanual cercana a 9%, la que se vio impulsada por un incremento del consumo no durable y un crecimiento de las importaciones de bienes de capital.

A su vez, indica que el dinamismo del consumo obedece a condiciones del mercado laboral muy favorables, ya que si bien se observa una desaceleración del empleo, se compensa a su vez con un crecimiento significativo de los salarios reales, permitiendo que la masa salarial mantenga tasas de crecimiento elevadas. De hecho, hace notar que las colocaciones de consumo han moderado su ritmo de expansión interanual, a lo que se suma que las tasas de los créditos de consumo para montos inferiores a 200 Unidades de Fomento han exhibido niveles históricamente elevados, duplicando aquellas cobradas por créditos de montos superiores a esa cifra.

El señor Claudio Soto complementa el análisis, señalando que la Encuesta de Crédito Bancario publicada el día de ayer muestra que la percepción sobre la demanda por créditos sigue bastante dinámica, pero que las condiciones de oferta son más restrictivas que hace un trimestre atrás, oportunidad en que también resultaron ser más estrechas que el trimestre previo, lo que explicaría la causa por la que se ha atenuado la expansión de los créditos de consumo en términos anuales.

En lo concerniente a las expectativas de los consumidores, destaca la elevada correlación entre algunos de sus componentes y el comportamiento del consumo, lo que podría sugerir una mayor reacceleración de este último en lo que resta del presente año.

En cuanto a las colocaciones comerciales, consigna que los datos recientes dan cuenta de una desaceleración importante, lo que de acuerdo con los resultados de la Encuesta antedicha, no es atribuible a una percepción de demanda débil, sino que a condiciones de oferta que no registran cambios respecto del trimestre previo, y que son algo más restrictivas que un año atrás tanto para las grandes empresas como para las pymes.

A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca el dinamismo de las ventas de viviendas y el tenue repunte en las colocaciones hipotecarias, luego de haber exhibido una moderación en sus tasas de crecimiento interanual por varios meses.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que la inconsistencia que se advierte entre esta leve expansión del crédito hipotecario y el dinamismo que exhiben las ventas de viviendas obedecería a que estas últimas se materializarían en algunos trimestres más, por lo que estima que este dinamismo debería verse reflejado en un incremento de los créditos a las empresas inmobiliarias en las colocaciones comerciales.

Asimismo, hace notar que el sector construcción ha sorprendido a la baja, llevando a sucesivas correcciones de los determinantes de la oferta. En consecuencia, la presión de la demanda de viviendas va en una dirección contraria a la trayectoria del sector construcción y, de hecho, en la demanda interna sorprende el consumo, no así la inversión inmobiliaria.



El señor Claudio Soto señala que de acuerdo con la hipótesis interna, el dinamismo del sector inmobiliario responde principalmente a ventas de viviendas que se encuentran en su etapa de construcción, lo que se ha traducido en anticipos de dinero a las inmobiliarias por concepto de reserva de viviendas y no necesariamente en el otorgamiento de créditos hipotecarios a los compradores. Por lo tanto, en la medida que la construcción de estas viviendas vaya concluyendo, su entrega final debería correlacionarse con el otorgamiento de un crédito hipotecario y un consiguiente repunte de los mismos. Agrega que conforme a lo expuesto, las colocaciones comerciales para empresas constructoras han registrado tasas de crecimiento elevadas.

En relación con el indicador del sector construcción propiamente tal, explica que los permisos de edificación constituyen uno de los indicadores relevantes para analizar este sector y sobre el particular, hace presente que últimamente han registrado caídas en términos interanuales, que obedecerían a la disminución del conjunto de permisos que se solicitaron en un mismo período, pero que otros indicadores, tales como los de despacho de cemento y del empleo del sector construcción, siguen bastante dinámicos.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto indica que las exportaciones han retrocedido en lo más reciente y que ello responde principalmente a la caída de las exportaciones industriales. En su opinión, este retroceso se explicaría por el número menor de días hábiles del mes de septiembre pasado, no así como consecuencia de la paralización del puerto de San Antonio durante la última semana de ese mes, en razón de que los embarques de productos industriales se realizan principalmente en los puertos del sur del país.

Plantea que esta paralización sí habría tenido una incidencia significativa en la moderación de las importaciones en igual mes, ya que parte importante de ellas, especialmente de bienes de consumo durables, ingresan al país por el puerto de San Antonio. Asimismo, informa que al mes de agosto último se observó una leve atenuación en la tasa de crecimiento real de las exportaciones industriales, fundamentalmente por la caída de los envíos hacia Europa.

El señor Claudio Soto señala que la cifra de producción industrial del mes de agosto último fue particularmente baja, en línea con las caídas en algunos sectores que fueron anticipadas. A título ejemplar, indica que la producción de cigarrillos disminuyó, debido a una acumulación previa de inventarios, y que igual comportamiento registraron los niveles desestacionalizados en sectores ligados a inversión. Agrega que la percepción de las empresas que lo conforman da cuenta de una demanda débil; que las perspectivas en su conjunto son más bien estables; y que la situación prospectiva ha mejorado.

En lo concerniente al sector construcción, hace notar que los IMACEC correspondientes muestran una desaceleración en los últimos meses. En este sentido, menciona que el indicador sintético, que se construye combinando el empleo en el sector, permisos de edificación, a lo que se adiciona despachos de cemento y materiales, exhibió hacia fines del año 2011 un fuerte aumento de los permisos de edificación, que se ha ido atenuando a partir de esa fecha, lo que explica de alguna manera las tasas de crecimiento algo más bajas que exhibe ese sector.



Añade que se observó una caída en las expectativas un par de meses atrás, que podría ser coherente con una cierta desaceleración de la construcción; no obstante, se advierte una reversión en los últimos dos meses, en circunstancias que las perspectivas sobre el empleo, que son una *proxy* de la actividad futura, también han repuntado, por lo que predomina aún el optimismo en dicho sector.

En cuanto a las colocaciones bancarias al sector construcción, señala que los datos de frecuencia trimestral muestran que se incrementaron sus tasas de crecimiento de manera importante hasta comienzos del presente año y que su retroceso posterior respondería a una percepción de condiciones de oferta más restrictivas que en meses previos. Añade que la percepción de demanda sigue siendo bastante dinámica, coherente con el dinamismo observado en las ventas de viviendas.

Por otra parte, destaca que el sector comercio ha sorprendido al alza, considerando el dinamismo que exhiben las ventas minoristas y el componente "otros", que incluye las ventas de automóviles y las de estaciones de servicios.

En relación con la producción minera, expresa que hasta el mes de julio se observaron tasas de crecimiento muy bajas, mientras que en el mes de agosto se registró una tasa de crecimiento elevada conforme a lo esperado, porque la base de comparación de igual mes del año pasado era poco exigente. Menciona que hacia el término del presente año deberían observarse tasas de crecimiento interanuales menores, con motivo de los altos niveles de producción de finales del año 2011, aun cuando CODELCO, que ha estado produciendo por debajo de los niveles que tuvo el año pasado, debería reaccelerar su producción para alcanzar su objetivo de 1.700.000 toneladas anuales.

Por último, comenta que la producción minera ha aumentado en el margen, debido a la sorpresiva recuperación de Minera Escondida, mientras que la producción de Collahuasi ha sido menor que la esperada y ha significado, de hecho, cambios en su plana directiva.

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere a la evolución reciente de la actividad y a las proyecciones en esta materia. En primer término, menciona que la proyección de actividad para el tercer trimestre del año en curso ha sido corregida marginalmente a la baja, debido a que el dato de IMACEC correspondiente al mes de agosto, de 6,2%, fue inferior al 6,4% esperado; porque hubo sorpresas a la baja en el sector industria, que serían algo más persistentes; y porque a ello se agrega una leve corrección a la baja en el sector construcción.

Informa que la proyección de demanda, en cambio, se ha corregido al alza, porque el dinamismo de la demanda total ha sido mayor que el anticipado. De esta forma, precisa que la demanda interna se ha corregido desde 5,0% a 5,2%, y la demanda final desde 5,7% hasta 6,1%, motivada por el consumo, que crecería en torno a 6% durante el tercer trimestre, como por la inversión, especialmente, en lo referente a maquinarias y equipos, que en vez de aumentar en 5,8%, lo haría en 6,3%. Agrega que la demanda interna del cuarto trimestre también se ha corregido de manera relevante, desde un 4,9% hasta un 5,4%.

El señor Claudio Soto manifiesta que la importante corrección de la inversión en maquinarias y equipos se explica por dos fenómenos puntuales. Indica que el primero de ellos corresponde al número menor de días hábiles en el mes de septiembre y al paro portuario antes mencionado, que debería revertirse durante el cuarto trimestre; y el otro, a las importaciones de aviones por parte de la empresa LAN Chile, que acrecentarán las cifras de importaciones en el cuarto trimestre, pero en términos transitorios.



El Consejero señor Joaquín Vial expresa que dicho aumento de la inversión podría tener un carácter más permanente, atendido el hecho que LAN Chile ha efectuado compras de aviones por montos relevantes para los próximos cinco o seis años. El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña acota que esa aerolínea tiene previsto renovar toda su flota de aviones, lo que asciende a un monto total superior a US\$ 1.000 millones.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, señalando que la industria se mostraría más débil en los dos últimos trimestres del presente año; que la construcción se ha corregido marginalmente a la baja, desde un 7,5% hasta un 7,2%, mientras que el comercio lo hizo al alza, en línea con el comportamiento que ha exhibido este sector hasta esta fecha y con la evolución del consumo. Añade que la minería se corrige levemente a la baja en el tercer trimestre, debido a lo ocurrido en el mes de julio, y marginalmente al alza en el cuarto trimestre, porque se espera que se recupere la producción en dicho sector.

Por último, informa que la proyección del PIB para el presente año, de 5,1%, no ha variado respecto de lo contemplado en el último IPoM.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por la estimación de la cuenta corriente a precios constantes o de tendencia. En su opinión, de acuerdo con las cifras expuestas, estaría empeorando más de medio punto porcentual en relación con lo estimado previamente para el presente año.

El señor Claudio Soto plantea que si bien no se ha actualizado aún el cálculo, estima que la cuenta corriente efectiva no se corregiría mayormente por el alza del precio del cobre, razón por la cual el déficit podría ser algo menor al indicado.

Por otra parte, señala que la proyección interna supone una desaceleración de la actividad que es coherente con lo que exhibe el indicador líder de la OECD de actividad. Además, indica que la serie del IMACEC desestacionalizado, que suprime el efecto de los días hábiles, da cuenta de una tendencia a la baja en las tasas de crecimiento.

Por último, informa que las expectativas del mercado y de los analistas han tendido a alinearse con las proyecciones del IPoM. En efecto, precisa que de acuerdo con la última encuesta, el crecimiento para este año se corrigió desde 5,0% hasta 5,1% y para el próximo año sería superior a 4,5%, al igual que la proyección central del IPoM de septiembre último.

En términos del mercado laboral, destaca que la tasa de desempleo se mantiene en niveles históricamente bajos, aun cuando también persiste la desaceleración en la creación de empleos. Agrega que los datos en el margen ya no reflejan una desaceleración del empleo por cuenta propia, sino que un rebote o atenuación de su caída, y una desaceleración algo más abrupta en el caso del empleo asalariado.

Asimismo, agrega que los salarios nominales han tendido a estabilizarse en términos de crecimiento interanual. Añade que si bien el registro del mes de agosto fue algo elevado desde una perspectiva histórica, en términos de tasa de crecimiento interanual se ve cierta estabilidad en los IREM y alguna moderación en la velocidad de expansión interanual de los CMO.



En relación con el IREM nominal, da cuenta de ciertas divergencias entre sectores económicos, ya que los salarios en minería y en construcción han continuado creciendo a tasas muy elevadas, pero en cambio los de los sectores servicios comunales e industria han caído por la mayor debilidad observada en su actividad.

En todo caso, destaca que los salarios reales exhiben un alza en términos interanuales, que se explica por las sorpresas inflacionarias a la baja registradas en los meses previos. No obstante, expresa que al considerarse el dato de inflación del mes de septiembre pasado, se observará una caída de los mismos.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que en los IPoM se menciona habitualmente que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Al respecto, consulta si se proyecta un crecimiento de los salarios nominales en torno al 6%, porque de ser así, considerando una inflación proyectada para el presente año del orden del 2,1%, sería complejo justificar un crecimiento de la productividad en torno a 4%.

El señor Claudio Soto responde que una lectura que puede darse a estos datos indicaría que la dinámica de salarios se ha mantenido en los últimos meses y que la sorpresa inflacionaria determina que sus registros se aprecien más elevados, en tanto que una lectura más estricta daría cuenta de presiones de costos laborales que pueden ser complejas para las perspectivas inflacionarias.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por la consistencia entre estas estimaciones, las del Instituto Nacional de Estadísticas y las de la Asociación Chilena de Seguridad, a lo que el señor Claudio Soto responde que todas ellas reflejan un panorama similar, aun cuando precisa que las estimaciones del INE no incluyen los datos de salarios agrícolas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera acota que la trayectoria de salarios reales precedentemente expuesta considera los datos hasta el mes de agosto último y que al incluir el registro de inflación del mes de septiembre de 0,8%, se observará un panorama distinto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación y señala que el tipo de cambio exhibe una leve apreciación respecto de la Reunión anterior con motivo de la depreciación del dólar propiamente tal y por una leve alza del precio del cobre. Agrega que en lo concerniente a otras monedas, el peso chileno se mantiene relativamente estable desde esa fecha. No obstante, advierte que el tipo de cambio real correspondiente al mes de septiembre, que se ubicó en 87,1, constituye un dato bajo en términos históricos y que podría aparecer incluso algo más apreciado en el mes de octubre en curso dada la evolución registrada en los últimos días.

En materia de inflación, indica que la variación de 0,8% experimentada en el mes de septiembre contrastó con los bajos registros de meses previos, y que estuvo por sobre lo anticipado por el mercado y en línea con la proyección interna. Precisa que las sorpresas se dieron en alimentos, particularmente frutas y verduras, que anotaron un alza mayor que lo anticipado, que se compensó con las caídas observadas en el precio de los combustibles, principalmente del gas por red domiciliaria.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si la inflación registra una volatilidad mensual mayor que la normal, que lleve a anticipar algún grado de error en la proyección. En este sentido, menciona que durante los últimos meses del año 2011, la inflación efectiva fue mayor que la proyectada y hasta el mes de agosto último, inferior que la anticipada.



El señor Claudio Soto responde que atendida la nueva canasta de bienes y servicios y el cambio de metodología que utiliza el Instituto Nacional de Estadísticas se ha introducido un factor de mayor volatilidad, haciendo más difícil la proyección.

En lo referente a la inflación anual, señala que ella se explica por las alzas en los precios de los alimentos y servicios, que en términos interanuales han crecido en torno a 8% y 5%, respectivamente. En todo caso, resalta en este aspecto las significativas caídas de las tarifas eléctricas y del precio del gas en los últimos meses, así como la atenuación reciente de las variaciones interanuales del precio de la gasolina que obedecieron a las importantes alzas registradas durante el año 2011.

Enfatiza que las variaciones interanuales antedichas aún son positivas, pero que se encuentran más acotadas que en meses previos, y que ello contrasta con las variaciones interanuales negativas de la inflación de bienes. En síntesis, plantea que los niveles de precios han caído en forma sucesiva desde el año 2010 hasta esta fecha.

En cuanto a la proyección de la inflación subyacente, informa que se ha incorporado en dicha proyección la rebaja del impuesto de timbres y estampillas en el dato correspondiente al mes de enero próximo y que no se observan mayores modificaciones en las perspectivas inflacionarias.

Además, deja constancia de la disminución de los precios de combustibles y de una tendencia al alza en el precio del gas licuado.

Agrega que en el día de ayer se anunció un cambio en el Sistema SIPCO, que implica una rebaja marginal de los impuestos y, con ello, la caída del precio de la gasolina de \$5 que comenzó a regir en el día de hoy.

En relación con las tarifas eléctricas, indica que aportarán bastante volatilidad a los registros de IPC de los próximos meses, debido a que diversos contratos sobre cambios de tarifas no entrarán a regir inmediatamente una vez decretados los cambios tarifarios, sino que en la oportunidad en que la Contraloría General de la República tome razón de tales decretos y las empresas apliquen consiguientemente los cambios de precios. Explica que estos rezagos inducen a que deban efectuarse reliquidaciones, que constituyen bajas de precios muy significativas, de carácter transitorio, que se revierten posteriormente. Acota que estas bajas y posteriores reversiones de precios alcanzan magnitudes del orden de 10% y que tienen incidencia del orden de un par de décimas en las variaciones mensuales del IPC.

En cuanto a la proyección, señala que el IPC alcanzaría a 2,1% al término del presente año y que en los meses siguientes se observarían registros inflacionarios anuales en torno a esa cifra. Hace notar que en el último IPoM del mes de septiembre se proyectó una inflación anual de 2,5% y que la diferencia respecto al 2,1% antedicho obedece en parte a la caída en los precios de los seguros asociados a los créditos hipotecarios que se licitaron recientemente, lo cual es considerado por el INE como una reducción de los gastos financieros.

El Consejero señor Sebastián Claro alude al fuerte incremento registrado por los alimentos perecibles, que se atribuye a sequías y factores climáticos en general. En su opinión, estas alzas podrían multiplicarse fuertemente en el verano próximo, por corresponder al período en que se observan alzas significativas de precios de algunos productos. Sobre el particular, consulta si en la estimación de inflación de corto plazo correspondiente a fines de este año y comienzos del próximo, se ha considerado una normalización de estos precios o si podrían presentarse nuevas alzas.



El señor Claudio Soto responde que si bien no se observa una normalización de precios, el supuesto de trabajo es que se mantendría la estabilidad de precios en términos relativos; que las condiciones climáticas continuarían siendo algo anómalas en lo que resta del presente año; y que no se observarían reversiones de aquellos precios que tradicionalmente exhiben incrementos por razones de estacionalidad. Agrega que se debe considerar que el registro de inflación del mes de septiembre pasado se vio afectado por las alzas estacionales de estos precios, con motivo de la celebración de las Fiestas Patrias, razón por la que el dato del mes de octubre en curso explicará más claramente qué porcentaje del alza registrada el mes anterior obedeció a razones climáticas y cuánto correspondió a un elemento de índole estacional.

El señor Claudio Soto continúa con su presentación, refiriéndose a los mercados financieros locales. Sobre el particular, manifiesta que la bolsa de valores nacional exhibe un repunte mayor que las bolsas de otras regiones, pero que aún así se mantiene en niveles inferiores a los observados a comienzos de este año y que además, las tasas reales y nominales registraron leves movimientos a la baja en el último mes.

Por lo expuesto, las perspectivas inflacionarias que se desprenden de los bonos y de los *swaps* se mantienen estables en torno a 3% anual, lo mismo que las expectativas que se desprenden de las encuestas, tanto a dos años como a doce meses.

En este aspecto, hace presente que en el corto plazo, la Encuesta de Expectativas Económicas no presenta varianza, por cuanto existe unanimidad en lo referente a que se mantendrá la TPM de esta fecha a fin de año; que se observa un sesgo a la baja en los primeros meses del año próximo; y que a partir de entonces, algunos analistas anticipan una rebaja de la tasa rectora, otros apuestan a que permanecerá en su nivel actual y otra parte de los encuestados estima que el Consejo acordaría incrementos de la tasa rectora hacia mediados del año 2013.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que en esta oportunidad, la unanimidad de los encuestados estima que se mantendrá la TPM y que lo mismo se proyecta para la próxima Reunión que se celebrará en el mes de noviembre.

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

El Consejero señor Enrique Marshall destaca que los antecedentes expuestos consignan que las empresas bancarias informan la existencia de mayores restricciones crediticias para el sector inmobiliario, lo que refleja precisamente una señal que el Banco entregó en este sentido, por lo que estima que ello resulta auspicioso en el contexto de la política que implementa el Banco.

Además, plantea la conveniencia de monitorear el comportamiento de las tasas de colocación de los créditos de consumo correspondientes al segmento de hasta 200 Unidades de Fomento, que registran un alza cercana a los 15 puntos porcentuales en el curso de los últimos meses, la que es similar a las observadas en períodos de crisis, como ocurrió a fines de los años noventa. Hace presente que este significativo incremento de las tasas de interés de tales créditos podría obedecer a un tema de medición o también a un *credit crunch* relevante, esto es, a una contracción del crédito derivada de movimientos de la curva de oferta y también de la demanda, que lleva a los bancos a otorgar créditos a este segmento específico a altas tasas de interés, porque perciben un riesgo muy elevado en dicho sector. En su opinión,



ello constituiría un cambio significativo, por lo que solicita que se precise la dimensión en que ambas hipótesis explicarían la importante alza que registran estas tasas de interés.

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 analizar las opciones de política monetaria.

Siendo las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 191, 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 se mantiene la incertidumbre respecto de la situación fiscal y financiera en Europa; que las condiciones formales estipuladas para la implementación del programa OMT del Banco Central Europeo aún no se han materializado; y que los premios financieros, que cayeron significativamente tras el anuncio de este programa, han tendido a estabilizarse.

Destaca que en Estados Unidos de América, las cifras recientes de actividad, empleo y de expectativas muestran cierta mejora. Sin embargo, advierte que sigue latente el riesgo de un ajuste fiscal más severo a comienzos del próximo año.

Asimismo, menciona que la economía china se mantiene en una trayectoria de expansión más lenta; que los últimos datos publicados indican una estabilización de su crecimiento; y que tanto el gobierno como el Banco Central de ese país anunciaron medidas adicionales de estímulo económico.

Agrega que si bien los flujos de capital hacia economías emergentes han repuntado en las últimas semanas, no se han producido cambios importantes en las paridades cambiarias, y que varios bancos centrales han impulsado políticas más expansivas.

Por último, resalta que el precio del cobre se mantiene elevado, mientras que el precio de los combustibles ha retrocedido.

En el plano local, indica que el producto mostró un crecimiento moderado en el mes de agosto pasado, destacando la contracción del sector manufacturero, mientras que la demanda final se mantiene dinámica. Añade que el ritmo de creación de empleo continúa acotado y que los salarios nominales crecen a tasas estables desde hace algunos meses.

Por otra parte, informa que el proyecto de Ley de Presupuesto presentado por el Gobierno para el año 2013, se enmarca dentro de lo contemplado en el IPoM del mes de septiembre último.

En materia de inflación, plantea que si bien el registro del mes de septiembre sorprendió al mercado por su incremento, es coherente con la proyección del último IPoM, y que las expectativas de mediano plazo se mantienen en torno a la meta.



Menciona, además, que el tipo de cambio se ha apreciado levemente desde la última Reunión.

Finalmente, comenta que las distintas encuestas y la curva *forward* reflejan la expectativa de una mantención de la TPM en torno a sus valores actuales por un período prolongado y que para esta Reunión, en particular, se anticipa la mantención de la tasa rectora.

El señor Luis Óscar Herrera indica que estos antecedentes llevan a proponer en carácter de única opción para la presente Reunión la de mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual y no innovar en materia de comunicación, en razón de los siguientes fundamentos:

En primer término, señala que las noticias del ámbito externo no configuran un cambio relevante de escenario del revisado en la última RPM y de las proyecciones del IPoM del mes de septiembre de 2012, por cuanto las perspectivas para el crecimiento mundial son similares a las contempladas un mes atrás; que se estima que la economía mundial continuará creciendo a un ritmo acotado y que comenzará una lenta recuperación durante el próximo año; que los riesgos del escenario externo continúan presentes; y que la confianza se mantiene frágil.

Sin dejar de reconocer los avances logrados en la Zona Euro, plantea que los arreglos políticos e institucionales para lograr una solución sostenible de los problemas de deuda soberana en esa región aún requieren de un largo proceso de negociación e implementación. Hace notar que en Estados Unidos de América se observa cierto avance en las cifras, aunque sigue latente el riesgo de un ajuste fiscal severo a comienzos del próximo año; y que la desaceleración del crecimiento de la economía china, tema de preocupación en semanas recientes, muestra señales de atenuación en el margen y que sus efectos sobre los mercados de materias primas continúan siendo acotados.

En lo concerniente al plano local, menciona que los últimos antecedentes de actividad e inflación tampoco conllevan un cambio relevante frente a lo proyectado en el último IPoM, y que las perspectivas para los próximos meses siguen contemplando una desaceleración de la actividad y de la demanda como consecuencia de los efectos rezagados de la mayor incertidumbre externa y el menor crecimiento de nuestros socios comerciales.

No obstante, hace presente que algunos antecedentes preliminares sugieren que la demanda final podría ser algo más dinámica, tanto por el empuje de las compras de bienes durables como de la inversión en maquinarias y equipos. Indica que este patrón tendría como consecuencia una ampliación del déficit de cuenta corriente medido a precios de tendencia, aunque el déficit efectivo podría ser menor a lo contemplado en el último IPoM como consecuencia de la evolución reciente del precio del cobre. Además, se espera que la inflación se ubique en la parte baja del rango de tolerancia debido a los ajustes de algunos precios puntuales, el impacto de la apreciación cambiaria reciente y una menor incidencia de los combustibles.

Dado lo anterior, manifiesta que la mantención de la TPM en su nivel actual es plenamente coherente con el estímulo monetario necesario para lograr una evolución de la actividad alineada con su potencial, tal como se señaló en el último IPoM.



El señor Luis Óscar Herrera señala que la opción de reducir la tasa de política monetaria, al igual que en ocasiones anteriores, se podría justificar como una medida preventiva para estimular la demanda ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento económico y la inflación. Indica que si bien este podría ser el caso de materializarse algunos de los escenarios de riesgos externos contemplados en el último IPoM, las probabilidades de ocurrencia de estos escenarios externos negativos no se han incrementado en el último mes. Asimismo, hace presente que los antecedentes recientes muestran que la demanda interna e indicadores relacionados se mantienen dinámicos y que las condiciones financieras locales continúan siendo benignas, lo que de por sí no anticipa un freno intenso de la demanda interna en los próximos meses.

En razón de lo anteriormente expuesto, plantea que la opción de reducir la tasa de política monetaria, al igual que el mes pasado, no resulta hoy la más adecuada.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que la opción de aumentar la tasa de política también se descarta en esta ocasión. Comenta que esta opción se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno, que ha mantenido tasas de crecimiento elevadas a pesar del deteriorado escenario externo, ya que este dinamismo del gasto podría llevar a estrechar las condiciones en los mercados internos, generando condiciones más propicias para observar mayores presiones inflacionarias que requerirían una acción más decidida de la política monetaria. No obstante, los últimos antecedentes sugieren que se ha producido una desaceleración de la actividad, tanto por la demanda externa débil como por una dinámica de acumulación de inventarios más atenuada, y que su crecimiento, así como del empleo, se ha alineado con tasas de tendencia. Asimismo, hace presente que los indicadores de inflación y las expectativas privadas de inflación se mantienen en valores que son coherentes con el cumplimiento de la meta para esta variable.

En lo referente a la opción de mantener la tasa de política monetaria, señala que se justifica en que su nivel actual se mantiene dentro de un rango de valores neutrales, lo que da tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información sobre la evolución de la situación externa y su impacto en la economía chilena. Además, indica que la opción recomendada en esta oportunidad corresponde a la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que no debería tener mayores efectos sobre la curva de tasas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su exposición manifestando 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 señalando que el escenario económico en el último mes sigue reflejando el dinamismo de la actividad local y la inflación bajo control.

En lo atinente al plano externo, indica que no se observan grandes cambios y que persisten los problemas fundamentales en Europa, porque se mantienen las dudas sobre su capacidad para lograr una mayor integración económica y política, así como de continuar con los ajustes fiscales en las economías de la periferia, en un escenario de recesión y elevado desempleo. En todo caso, destaca que los mercados financieros han mostrado una percepción de menor riesgo y que, de esta forma, los CDS a cinco años en España se



encuentran 68 puntos base por debajo del nivel alcanzado en la última Reunión, mientras que los de Italia y Francia han disminuido 73 y 38 puntos base desde esa fecha, respectivamente.

Hace presente que en el mes de agosto, la producción industrial decreció 2,9% en doce meses, tras la caída de 2,8% del mes anterior, y enfatiza la caída anual de 5,2% en Italia, de 3,2% en España y de 1,6% en Alemania, así como el moderado crecimiento de 0,3% en Francia. Agrega que las ventas minoristas de la Zona Euro decrecieron 1,3%, tras la caída de 1,4% anotada en el mes previo.

En cuanto a Estados Unidos de América, plantea que esa economía exhibe algunos síntomas de desaceleración. De hecho, precisa que de acuerdo con el informe final de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento del segundo trimestre del año 2012 se corrigió de 1,7% a 1,3% trimestral anualizado y desestacionalizado, desacelerándose respecto al 2% del trimestre anterior. Sin embargo, en el sector industrial el PMI manufacturero se ubicó en 51,5 puntos en el mes de septiembre último, superior a los 49,6 puntos del mes anterior y retornando a la zona de expansión, y que las ventas minoristas crecieron 5,4% en el noveno mes del año, tras un crecimiento anual de 5% en el mes previo. Por último, destaca que a pesar de las últimas cifras, la proyección del crecimiento de Consensus Forecasts para el presente año es de 2,1%, superior al crecimiento de 1,8% del año 2011.

En lo concerniente a los mercados emergentes, expresa que poco a poco se han materializado algunos riesgos de desaceleración más rápida que lo previsto, siendo ello bastante evidente en algunos países, tales como Brasil y Argentina.

En lo atinente a China, menciona que el crecimiento del tercer trimestre se ubicó en 7,4%, tras el 7,6% registrado en el segundo trimestre y el 8,1% en el primero, pero que con todo, la economía de ese país mostró un repunte generalizado en sus indicadores en el mes de septiembre último. De hecho, señala que la producción industrial creció 9,2% en doce meses, tras un 8,9% en agosto; que las ventas minoristas se incrementaron en 14,2%, superior al 13,2% del mes anterior; que las exportaciones se aceleraron en forma importante, anotando un crecimiento de 9,9%, luego del 2,7% anotado en agosto y del 1% en julio.

Por otro lado, indica que la inflación del mes de septiembre se ubicó en 1,9% en doce meses, tras el 2% del mes previo, con lo que se consolida la opción de lograr este año una inflación promedio bastante menor a la meta de 4%, otorgando espacio para estimular la economía en caso de ser necesario.

De esta manera, manifiesta que las cifras expuestas muestran una economía que se ha seguido desacelerando pese a que los últimos datos son más alentadores. Consigna que ello queda de manifiesto en el último Consensus Forecasts, que proyecta que China crecerá 7,7% este año, inferior al crecimiento de 9,3% registrado en el año 2011.

En definitiva, concluye que el escenario económico internacional actual está siendo influido por los efectos de la crisis de la Zona Euro, que afectan a otras economías del mundo, en particular a las economías emergentes.

El Ministro de Hacienda destaca que en Chile, la actividad económica se mantiene dinámica, alcanzando un crecimiento de 6,2% en el mes de agosto, similar a los pronósticos de mercado. Agrega que las expectativas de crecimiento para este año han registrado un leve aumento de acuerdo con la Encuesta de Expectativas del Banco Central de Chile para el mes de octubre, que reflejó que el crecimiento esperado para el presente año es de 5,1%, superior al 5% y al 4,9% que se desprenden de las encuestas de los meses de septiembre y agosto, respectivamente.



Asimismo, resalta que el consumo sigue mostrando fortaleza, ya que en el mes de agosto las ventas minoristas crecieron 11,3%, acelerándose respecto al 7,9% del mes de julio, a pesar de que el mercado laboral muestra una importante desaceleración en la creación de puestos de trabajo, con un crecimiento del empleo de solo 1% en el trimestre junio-agosto. Añade que los salarios reales continúan creciendo algo más que 3% anual, atenuando en parte el efecto de la menor creación de empleo sobre la masa salarial y permitiendo sostener el consumo.

Sin embargo, el sector externo chileno sigue afectado por la situación internacional. De hecho, precisa que en el mes de agosto, el valor de las exportaciones de bienes a Europa disminuyó 23,7% en doce meses, siendo la novena caída consecutiva.

Por lo expuesto, señala que la fortaleza de la demanda interna ha logrado contrarrestar los efectos negativos de la menor demanda externa, lo que también han buscado otros países emergentes, como China y Brasil, que intentan sostener la demanda interna mediante la concesión de medidas de estímulo al consumo e inversión para amortiguar el impacto del deterioro externo.

En cuanto a los precios, señala que la inflación registró un incremento de 0,8% en el mes de septiembre, llegando a un nivel de 2,8% en doce meses, y que el citado aumento mensual fue influido fundamentalmente por factores estacionales, destacando entre ellos los alimentos y el transporte.

Hace notar que a pesar del registro de inflación del mes de septiembre, en los últimos meses se ha producido una importante caída en las expectativas. En este sentido, indica que de acuerdo con la última Encuesta del Banco Central de Chile, la inflación a fines del año 2012 se ubicaría en 2,1%, esto es, cerca del límite inferior del rango de tolerancia, y que para fines del año 2013, estas expectativas se mantienen ancladas en 3% anual. Por su parte, las compensaciones inflacionarias a dos años se ubican en niveles de 2,74%.

Además, consigna que el 1 de enero de 2013 disminuirá el impuesto de timbres y estampillas desde 0,6% a 0,4%, lo cual generará un efecto en la inflación de ese mes y, por tanto, en la inflación correspondiente al año 2013; y que en términos del presupuesto del próximo año, el gasto presupuestario crecerá un 4,8% y el gasto total, es decir, la suma de los gastos presupuestario y extrapresupuestario, en un 4,6%.

El señor Felipe Larraín expresa que en este escenario, se sugiere mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual y validar así las expectativas del mercado. Manifiesta que en opinión del Ministerio de Hacienda, la economía chilena ha mostrado signos de resiliencia, pero que no se puede soslayar el efecto de la recesión europea y la desaceleración de los mercados emergentes, así como la incertidumbre que aún persiste. En este contexto, se estima necesario mantener la pausa para continuar acumulando información acerca de la evolución económica internacional 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 la Gerencia de División Estudios y, en primer término, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.



El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo las presentaciones del equipo de la Gerencia de División Estudios y el análisis respaldo a su recomendación de política para esta Reunión, y agrega que valora especialmente la incorporación de nuevos indicadores para el seguimiento a corto plazo de la demanda interna, así como el detallado análisis de la evolución de los salarios.

En relación con la situación internacional, indica que se aprecia una mayor calma en los mercados financieros, lo que resulta especialmente relevante por el hecho que octubre era un mes que se preveía complicado por la acumulación de vencimientos de deuda pública en España. Hace notar que la mayor liquidez global, así como los avances para que España e Italia soliciten acceso a los fondos de rescate y algunos progresos en las negociaciones con Grecia, se han reflejado en bajas sustantivas de las primas de riesgo para estos países.

En su opinión, ello da tiempo para implementar ajustes. Sin embargo, y tal como se ha destacado en el análisis del *staff*, considera que todavía queda bastante camino por recorrer para que se materialicen todas las reformas y ajustes necesarios para dar una solución de fondo a los problemas, y que existen múltiples obstáculos, económicos y políticos, que podrían demorarlas o desviar su curso, por lo que los riesgos persisten, pero en el corto plazo se han atenuado.

Por otra parte, expresa que a nivel global, la actividad económica se ha desacelerado algo más de lo previsto, especialmente en los países emergentes, pero que habría algunos indicios de que ese proceso podría estar tocando fondo, en cuyo caso el escenario previsto en el mes de septiembre pasado solo tendría ajustes marginales.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que a nivel local se observan algunos indicios de desaceleración en el PIB, principalmente en el sector industrial y en algunas actividades ligadas a recursos naturales, y que el crecimiento del empleo continúa moderándose. En cuanto a las condiciones de oferta de crédito, menciona que se perciben algo más restrictivas, especialmente en áreas ligadas al sector inmobiliario, lo que le parece oportuno y prudente. Sin embargo, le llama la atención una incipiente aceleración de la demanda interna, en particular del consumo, posiblemente apoyada en la evolución de los salarios. Expresa que esta divergencia entre el PIB y la demanda interna debería llevar a un deterioro algo mayor que el previsto en la cuenta corriente calculada a precios de tendencia, situación que habrá que seguir con cuidado en los meses venideros.

Por último, manifiesta que la inflación permanece contenida en rangos similares a los proyectados en el último IPoM y que no se perciben riesgos al alza en el corto plazo, por lo que es posible que durante algunos meses permanezca en torno al límite inferior de la banda, pero sin apartarse de la meta en el horizonte relevante para la política monetaria.

En razón de los fundamentos expuestos, el Consejero señor Joaquín Vial 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 inicia su intervención manifestando que en lo referente al ámbito externo, la mayor novedad es que se ha mantenido la tranquilidad en los mercados internacionales, sin observarse nuevos brotes de tensiones mayores. Expresa asimismo, que mientras las cifras de actividad en el mundo desarrollado siguen mostrando debilidad y el crecimiento de China se mantiene en torno al 7,5%, las autoridades europeas



han manifestado expresamente su disposición a proteger la unión monetaria, lo que a su juicio, constituyen los eventos más significativos del último mes, que justifican esta mayor tranquilidad.

Hace presente que si bien existen numerosas dudas sobre la factibilidad o efectividad de estas medidas, se encuentra aparentemente la disposición para evitar en Europa un rompimiento abrupto del euro. Sin embargo, acota que los riesgos de mediano plazo continúan siendo muy significativos, porque son muy importantes los desafíos y problemas económicos de algunos países de la periferia.

Resalta que en este mundo de crecimiento limitado, las condiciones que enfrenta la economía chilena siguen siendo favorables tanto por los precios de las exportaciones como por el acceso a financiamiento, lo que sigue generando una diferencia entre el rendimiento de la economía chilena y lo observado en otros países en desarrollo, en los cuales las señales de desaceleración han sido claras en el último tiempo.

Destaca que por ahora la economía chilena se mantiene dinámica, ya que mientras la actividad crece en torno al 5%, la demanda continúa algo más fuerte y con algunas señales de mayor impulso en el margen, especialmente en el consumo privado; y que persiste el dinamismo del crédito interno, aunque con algunas señales de moderación en la punta. En su opinión, se trata de un fenómeno favorable que debe ser seguido atentamente.

En materia de inflación, señala que el último registro no fue diferente del proyectado internamente, aunque sorprendió levemente al mercado; y que más allá de los efectos puntuales, la inflación total sigue en un rango cercano al deseado, al igual que la inflación subyacente, que refleja de mejor manera las presiones de demanda en la economía. Con todo, destaca que no se observa alguna incoherencia entre los distintos componentes de la inflación y el ciclo económico medido desde distintas dimensiones, aunque sí una presión de precios internos que está siendo compensada con menores costos importados.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que de acuerdo a los antecedentes expuestos, esta diferencia en el ciclo económico chileno hace necesario profundizar en lo concerniente a la evolución de las presiones inflacionarias hacia el mediano plazo.

Agrega que la tensión entre un mundo débil y una economía vigorosa dan cuenta de que las perspectivas futuras se mantienen abiertas. En este sentido, señala que aunque los escenarios catastróficos tengan por ahora menor probabilidad de ocurrencia, ello no suprime el efecto negativo que el bajo dinamismo de la economía mundial tendrá sobre Chile. A su vez, deja constancia que la fortaleza objetiva de la economía interna la hace atractiva para inversionistas, lo que plantea la posibilidad que la demanda y la actividad se mantengan vigorosas por un tiempo, lo que también tiene implicancias que son importantes de analizar.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que por ahora lo más adecuado es mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual, por lo que su voto refleja esa opinión.

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 en esta Reunión de Política Monetaria y manifiesta que las noticias acumuladas en el último mes no cambian significativamente el escenario base.

Indica que en el frente externo se mantiene una percepción de mejoría referida principalmente al ámbito financiero, contribuyendo a ello la perspectiva de un eventual acuerdo entre España y las autoridades europeas. Agrega que en materia de actividad no se observan mayores novedades, por cuanto las cifras entregadas recientemente por el FMI, que evidencian un crecimiento global moderado, están acordes con las contempladas en las propias proyecciones internas. Con todo, expresa que persiste un grado importante de incertidumbre, referido principalmente al camino de salida para Europa, que se refleja en las primas de riesgo exigidas por los mercados.

En lo concerniente al frente interno, menciona que la demanda se mantiene dinámica, mientras la actividad muestra tasas de crecimiento próximas a su ritmo de tendencia. Sostiene que el impulso proviene tanto del consumo como de la inversión, y que todo ello plantea riesgos futuros, considerando que las holguras de capacidad son muy estrechas o simplemente están agotadas.

Hace presente que las variables que podrían anticipar la trayectoria futura de la demanda entregan señales mixtas, ya que los agregados de crédito muestran moderación en su evolución, lo que parece responder a una oferta más cautelosa por parte de los bancos, mientras que el empleo total crece en términos acotados. Agrega que la masa salarial mantiene un importante dinamismo, debido al comportamiento de las remuneraciones, en tanto las expectativas de las familias como de las empresas, ubicadas ambas en nivel optimista, vuelven a subir; y por su parte, los bancos informan una demanda por crédito en alza. A su juicio, todo ello es indicativo de un cuadro complejo que requiere un atento monitoreo por sus implicancias para la política monetaria.

Asimismo, señala que la inflación de corto plazo sigue observando bastante variabilidad y, de hecho, destaca que la última cifra resultó relativamente alta, después de varios meses con registros más bien reducidos.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, lo importante es que el panorama económico sigue presentando riesgos relevantes en el mediano plazo. Plantea que estos últimos se relacionan con la posición cíclica en que se encuentra la economía y que en esa línea, la evolución de las remuneraciones amerita un cuidadoso seguimiento, porque continúan presentando tasas de variación relativamente altas.

Además, menciona que el mercado espera tasas de inflación más bien bajas para los próximos meses, pero que mantiene expectativas en torno a la meta para el mediano plazo, y que para la Tasa de Política Monetaria se sigue proyectando una trayectoria bastante plana por un tiempo prolongado.

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 lo planteado en la minuta de la Gerencia de División Estudios.



En su opinión, como la TPM se ubica en una posición que se debe considerar como neutral y los riesgos identificados, unos provenientes del exterior y los otros del interior, se compensan en cuanto a sus potenciales implicancias para la política monetaria, el rango de opciones razonables se ve muy reducido en el corto plazo.

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 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 presentación señalando que en esta oportunidad hace suya íntegramente la Minuta de Opciones, toda vez que los antecedentes aportados como el análisis efectuado por el *staff* lo interpretan cabalmente. Sin perjuicio de ello, considera conveniente efectuar algunos análisis que trascienden los contenidos en la Minuta antedicha.

En cuanto a la situación internacional, expresa que en oportunidades anteriores se señaló que el hecho de tener que renovar una parte importante de los vencimientos de la deuda soberana española, particularmente en el mes de octubre, podría resultar especialmente complejo. Al respecto, indica que ello no ha ocurrido, a pesar de que se ha renovado al menos un tercio de esos vencimientos, lo que constituye indudablemente una buena noticia, aun cuando, a su juicio, los riesgos de la Zona Euro siguen siendo muy elevados.

Acota que si bien se trata de un detonante que simplemente no sucedió, los elementos de fondo siguen presentes y que a pesar de los esfuerzos de las autoridades por construir una unión bancaria, lo que será lento por carecer de algún sistema de transferencias, la velocidad a la cual avanzan los desequilibrios y los problemas requieren de soluciones rápidas que no se divisan en el horizonte.

Indica que en el caso de la economía norteamericana, el escenario más probable es que exista un ajuste fiscal brusco y la ausencia de acuerdos políticos para poder suavizarlo. En su opinión, ello significa que sin ser determinante para una eventual crisis, esta economía se encuentra expuesta a un vaivén cíclico relevante hacia el futuro.

Asimismo, hace presente que la Reunión de Política Monetaria anterior coincidió con el anuncio del plan denominado QE3, razón por la cual no fue posible profundizar mayormente en el análisis de esta medida. Sobre este aspecto, estima relevante señalar que la política monetaria que está adoptando los Estados Unidos de América es equivalente a una política cambiaria que implica la depreciación del dólar de ese país. Resalta que si bien esa economía no tiene política cambiaria, la implementación de políticas monetarias de esta laxitud genera efectos de ajuste sobre las monedas y los precios relativos y, por lo tanto, también sobre el resto del mundo. En este sentido, manifiesta que constituye un elemento a observar, especialmente en lo referente a las consecuencias que se pueden ir generando en las diversas monedas.



A continuación, alude en particular al caso de India, comentando que en una conferencia reciente a la que asistió en representación del Banco, personeros del mundo económico y empresarial de ese país coincidieron en que parte de la desaceleración de esa economía obedece a que en los últimos dos o tres años ha imperado una situación política en que se ha producido un fuerte deterioro en la inversión como consecuencia de adoptarse decisiones arbitrariamente discrecionales.

En consecuencia, una razón relevante para la desaceleración de esa economía se centraría más bien en el ambiente político en lugar de en alguna complejidad de índole económica. Hace presente esta situación, porque en su opinión, los acontecimientos políticos finalmente pueden generar consecuencias económicas importantes, considerando que actualmente en el mundo desarrollado no se identifican liderazgos claros para llevar adelante todos los ajustes y cambios que sean necesarios.

En este contexto, considera que siguen existiendo dos escenarios complejos. Indica que el primero, cuya probabilidad de ocurrencia es menor, pero de efectos relevantes, corresponde al de un ajuste desordenado de los desequilibrios en la Zona Euro, que genera y presenta desafíos evidentes, que fueron analizados anteriormente. El otro escenario implica una situación más ordenada en que se presenta un crecimiento lento de la economía, pero que se aleja de lo que podría denominarse equilibrio estacionario, en el que predominarían en los países desarrollados tasas de interés muy bajas durante un período prolongado, lo que también genera desafíos para economías tales como la chilena, que se encuentra más bien en el límite de producción en su trayectoria de equilibrio estacionario, y que, por lo tanto, no solo podría afectar a Chile, sino que también a otras economías emergentes, con el ingreso de flujos de capitales excesivos, especulación financiera, apreciación cambiaria, y los demás efectos que ello conllevaría.

En lo concerniente al ámbito interno y coincidiendo con el análisis contenido en la Minuta de Opciones, expresa su preocupación por la evolución de los salarios que, a su juicio, estaría reflejando por varios meses consecutivos que se encuentran por sobre lo que sería la suma de la productividad de tendencia y la inflación meta del Banco Central de Chile, por lo que esta evolución debería ser materia de preocupación para el Banco.

En otro plano, plantea la conveniencia en orden a que en un escenario económico interno tan abierto, se modere el gasto agregado durante lo que resta del presente ejercicio y el próximo año.

No obstante, señala que coincide con la Minuta de Opciones en cuanto a que la opción correcta en esta oportunidad es la de mantener la tasa rectora en su nivel actual.

En razón de lo expresado, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que comparte la conclusión de la Minuta de Opciones en lo referente a que la decisión que corresponde adoptar es la de mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual y también el sesgo en el Comunicado.

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



Señala que aun cuando los riesgos del escenario externo siguen siendo relevantes, en el margen hay noticias algo más positivas. En este sentido, precisa que Europa tiene un camino claro que seguir y ha dado avances en el mismo; que siguen las dudas respecto a la unión bancaria, a lo fiscal y al funcionamiento del mercado financiero, pero que con todo, parece haber más claridad y voluntad política que hace algunos meses; y que será clave lo que sucederá finalmente con España y su posible solicitud de rescate.

Asimismo, menciona que en Estados Unidos de América, el crecimiento sigue siendo moderado, aunque con mejores expectativas. Agrega que China parece confirmar que se mantendrá en tasas de crecimiento que si bien siguen siendo elevadas, son menores que las que acostumbraba tener hasta el año pasado, y que no parecen confirmarse datos de una desaceleración más brusca en esta economía.

Además, hace presente que los precios de las materias primas han tenido un comportamiento mixto, aunque el precio del cobre sigue elevado; que se visualizan mayores flujos de capital hacia las economías emergentes; y que, en general, estas economías continúan en un proceso de desaceleración, que estaría llegando a su fin en China y revirtiéndose eventualmente en Brasil.

En lo concerniente a Chile, indica que el PIB se mantiene creciendo a su tasa de tendencia, mientras que la demanda interna muestra signos incipientes de aceleración. En su opinión, de confirmarse esta tendencia con datos adicionales, implicaría una ampliación del déficit de la cuenta corriente superior a lo esperado por este efecto, que podría ser compensado por el mayor precio del cobre. Asimismo, resalta que se sigue observando una desaceleración en la creación de empleos y una relativa estabilidad en el aumento de los salarios nominales, mientras que la inflación se mantiene en la parte baja del rango de tolerancia y las expectativas en esta materia se encuentran ancladas en 3% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias no parecen existir mayores cambios respecto del escenario del último IPoM, por cuanto siguen habiendo riesgos externos relevantes, aunque quizás con menor grado de probabilidad de aquellos escenarios extremos que abogarían por un relajamiento monetario, considerando asimismo que varias economías han adoptado ese camino en los últimos meses. Por otra parte, señala que en Chile, el dinamismo de la demanda interna también introduce riesgos en la dirección opuesta.

Además, indica que la economía ha mantenido por ya varios meses una situación similar a la actual y en este sentido, expresa que, por una parte, enfrenta un escenario externo amenazante, con ciertos vaivenes en el sentido que en algunos periodos esa amenaza parece más latente y luego baja su intensidad. De hecho, estima que no se puede descartar que en el futuro cercano eventos políticos o económicos vuelvan a cambiar la percepción sobre la economía externa a una de mayor riesgo. Por otra parte, señala que si bien la economía nacional se ha desacelerado, lo ha hecho con menos intensidad que lo esperado. A su juicio, ninguna de ambas fuerzas ha tomado preeminencia en los últimos meses como para introducir cambios en la política monetaria o incluso sesgos en esta.

Basado en todos los antecedentes anteriores, estima que la opción planteada por la Gerencia de División Estudios es la apropiada, ya que tal como se explicó previamente, las alternativas de subir o bajar la TPM tienen desventajas importantes frente a la opción de mantenerla.



En conclusión, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual y en cuanto al Comunicado, sugiere no innovar en materia de sesgo, esto es, mantener la neutralidad del mismo.

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:

191-01-121018 - 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 condiciones financieras globales han mejorado y las tensiones financieras en la Eurozona, si bien se mantienen elevadas, han bajado en respuesta a los anuncios que han hecho sus autoridades. Sin embargo, continúa la incertidumbre sobre la implementación de esas medidas, y no se puede descartar que vuelvan a recrudecer las tensiones en los próximos meses. La información reciente está en línea con la proyección de lento crecimiento en las economías desarrolladas y con la desaceleración en las principales economías emergentes señalada en el último IPoM. Frente a ello, algunos bancos centrales han tomado medidas adicionales de estímulo monetario. En Estados Unidos se inició la implementación del denominado QE3. El dólar se ha depreciado en los mercados internacionales y los precios de combustibles y alimentos han disminuido.

En el plano local, los indicadores de actividad han evolucionado en torno a tasas de tendencia y se observa un mayor dinamismo del consumo privado. El mercado del trabajo sigue ajustado y tanto la inflación anual del IPC como las medidas de inflación subyacente se mantienen bajo 3%. 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

