



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 193 celebrada el día martes 13 de diciembre de 2012

---

En Santiago de Chile, a 13 de diciembre 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.

#### Asisten también:

Gerente General,  
don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe,  
don Miguel Ángel Nacur Gazali;  
Gerente de División Estudios,  
don Luis Óscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Operaciones Financieras,  
don Beltrán de Ramón Acevedo;  
Gerente de División Política Financiera,  
don Kevin Cowan Logan;  
Gerente de División Estadísticas,  
don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente de Análisis Macroeconómico,  
don Claudio Soto Gamboa;  
Gerente de Análisis Internacional,  
don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica,  
don Claudio Raddatz Kiefer;  
Gerente 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° 193, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2013 se celebre el día 13 de ese mes.

Asimismo, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín ha informado que no asistirá a esta Sesión de Política Monetaria por razones vinculadas al ejercicio de su cargo, pero que igualmente hará llegar su opinión y comentarios a través de su Asesor señor Rodrigo Cerda.



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 Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que la Reserva Federal de Estados Unidos de América anunció la aplicación del nuevo programa *Quantitative Easing 4*, QE4, y asimismo, informó acerca de los efectos que se estarían produciendo con motivo de la eventual aplicación de un *fiscal cliff* en ese país. Además, indica que las negociaciones para llegar a acuerdo en esta materia continúan a pesar del escaso tiempo que resta, entendiéndose que de no obtenerse antes del término de este año, se producirían los ajustes fiscales que contempla la ley.

En segundo lugar, señala que la Unión Europea alcanzó un acuerdo en materia de supervisión bancaria, que abarcaría entre 150 y 200 bancos, excluyendo a aquellas instituciones financieras alemanas de menor tamaño. Acota que, de esta manera, se ha obtenido un acuerdo que se acerca más a lo propuesto por Alemania.

En materia de actividad, indica que las cifras para Estados Unidos de América son mixtas; que en China se han fortalecido las señales sobre un repunte de su crecimiento; que los datos de Europa y Japón son decepcionantes; y que Brasil como otras economías emergentes, muestran un mejor desempeño, pero por debajo de lo previsto.

Por otra parte, destaca que las condiciones financieras han mejorado, lo que se traduce en el incremento de precios en las bolsas de valores; que los premios por riesgo han caído ligeramente; y que el dólar estadounidense se ha depreciado.

A título de último hecho relevante del período que se informa, consigna que han aumentado los precios de metales y granos, mientras que el de los combustibles ha retrocedido.

A continuación, el señor Sergio Lehmann menciona las noticias destacadas del mes por región. En lo concerniente a Estados Unidos de América, señala que la Reserva Federal anunció la compra de bonos del Tesoro por un monto de US\$ 45 billones mensuales, adicionales a los US\$ 40 billones de MBS que habían sido acordados a comienzos del mes de octubre. Resalta que más allá de los montos involucrados, lo novedoso es que la Reserva Federal ha manifestado que buscará que el desempleo, que se ubica actualmente en 7,7%, alcance un máximo de 6,5%, lo cual hace presumir que esta medida se prolongará por varios meses, probablemente durante todo el año 2013.

Agrega que otro elemento importante que contiene el referido anuncio lo constituye que a partir de las proyecciones trimestrales, la mayoría de los Gobernadores no anticipan aumentos de la tasa rectora sino hasta el año 2015.

En cuanto a Europa, destaca el acuerdo alcanzado en orden a establecer una supervisión bancaria común, abriendo el camino para la unión bancaria europea, lo que permitiría la capitalización directa de los bancos. Asimismo, informa que Portugal aprobó el examen de la Troika y recibirá nuevos tramos de ayuda financiera; que Moody's rebajó la clasificación de riesgo de Francia y de los Fondos de Estabilización Europeos; que el anuncio sobre la renuncia del Primer Ministro italiano Mario Monti ha generado incertidumbre en ese país, aunque no ha tenido un efecto significativo en los *spreads*; que semanas atrás se alcanzó un acuerdo en relación con el programa de rescate de Grecia; y que el Eurogrupo aprobó los montos necesarios para recapitalizar la banca española, por un total de €39,5 billones.



En lo que se refiere a China, hace presente que las nuevas autoridades reimpulsarían reformas que apuntan a una mayor flexibilidad cambiaria y financiera, al aumento del gasto social para disminuir las desigualdades y acceso a servicios, como también, a reducir la corrupción.

A título de última noticia relevante del mes, en lo concerniente a economías emergentes, señala que Argentina ha extendido el plazo para dar cumplimiento a obligaciones financieras por concepto de bonos no canjeados; que Standard & Poor's redujo la clasificación de riesgo de Hungría y sitúo a Grecia en *selected default*, en tanto que Fitch rebajó la clasificación de Argentina desde B a CC.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann exhibe el cuadro que se contiene en la lámina N° 5 de la presentación, que resume los elementos que conforman las discusiones respecto del ajuste fiscal en Estados Unidos de América.

En primer término, precisa que el planteamiento central de los republicanos dice relación con la reducción del gasto del gobierno, el aumento de la edad de jubilación desde 65 a 67 años y la revisión de la indexación de costos médicos, de tal forma que ellos se calculen de acuerdo al IPC, no así conforme al índice inflacionario de la salud, que es bastante más alto que el primero. El planteamiento central de los demócratas, en tanto, apunta a aumentos en las tasas de impuesto aplicables a las rentas de las personas con mayor riqueza, al término de exenciones tributarias y a la reevaluación de la alternativa sobre impuesto mínimo, a fin de suprimirlo o flexibilizarlo.

En cuanto a otros temas de discusión, indica que los demócratas plantean la revisión de los métodos de validación de idoneidad de beneficios sociales, particularmente de los relacionados con seguridad social, cobertura de gastos médicos y subsidio de desempleo, entre otros, mientras que los republicanos estarían dispuestos a terminar algunas exenciones tributarias y a reevaluar nuevamente la alternativa de impuesto mínimo.

En lo referente a materias de acuerdo, manifiesta que los demócratas proponen revisar la edad de jubilación, ajustar los costos médicos y están abiertos a efectuar revisiones más profundas en el sistema de seguridad social; y que en materia impositiva, plantean la reducción o flexibilización del requerimiento de recaudación tributaria adicional.

En este sentido, explica que el Presidente de ese país, señor Barack Obama, había propuesto originalmente una rebaja de US\$1,6 trillones en los próximos diez años, pero luego la redujo a US\$1,4 trillones, cifra más lejana de lo planteado por los republicanos, quienes propusieron un recorte fiscal de US\$0,8 trillones en igual lapso. En todo caso, enfatiza que ambos sectores están dispuestos a alcanzar un acuerdo en la materia. Agrega que el aumento del límite máximo de la deuda constituye otra área de acuerdo por parte de los republicanos.

Por último, informa que en lo atinente al abismo fiscal, se contempla la reducción del gasto social y de defensa por un monto de US\$65 billones, y de US\$37 billones tratándose de los beneficios sociales; la conclusión de reducciones tributarias por US\$400 billones y aumentos de recaudación por US\$58 billones, todo lo cual tiene un efecto cercano al 2,5% del PIB.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta acerca del ambiente existente para alcanzar un acuerdo, y por los aspectos a favor y en contra de ello.

El señor Sergio Lehmann indica que el ambiente ha sido fluctuante y que aún existe una brecha para lograr dicho propósito. Destaca que la intervención del Presidente de la Reserva Federal señor Ben Bernanke del día de ayer tuvo algún resultado, porque la incertidumbre asociada al *fiscal cliff* está produciendo algunos efectos económicos en la



presente jornada, que se traducen en postergaciones en las decisiones de inversión y de consumo. En todo caso, consigna que en términos generales, si bien la incertidumbre es alta porque las señales han sido en cierto grado fluctuantes, predomina un ambiente positivo en cuanto a que se logrará un acuerdo.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que las tasas de los bonos del Tesoro no registran variación, a pesar de las últimas medidas adoptadas por la Reserva Federal.

El señor Sergio Lehmann corrobora que las tasas de interés no solo han estado bastante planas, sino que llama la atención que estas no hayan registrado variaciones tras el anuncio de compra de bonos por la Reserva Federal, lo que sería atribuible a que parte del impacto asociado ya habría sido incorporado. En todo caso, hace notar que la incertidumbre reinante se ha traducido en un aumento bastante marginal de los CDS de Estados Unidos de América, que superan en la actualidad a los de Alemania y del Reino Unido.

Agrega que las medidas antedichas tuvieron cierto grado de sorpresa, ya que ese tipo de información no estaba incorporada en las proyecciones internas y que ellas estarían reflejando algunas señales distintas de las que se extraen de los indicadores conocidos hasta esta fecha, generando un impacto en los mercados y dando cuenta de una lectura más negativa en términos de actividad.

El Consejero señor Joaquín Vial se refiere al gráfico relativo a los CDS de países emergentes y resalta el hecho que los correspondientes a Chile figuren más bajos que los de Corea y China desde mediados del año pasado hasta igual fecha de este año, así como su reversión posterior. El señor Sergio Lehmann se compromete a revisar las cifras en detalle para determinar las razones que lo explicarían. En todo caso, indica que los CDS soberanos muestran movimientos bastante acotados y que en Italia registraron una variación marginal con motivo del anuncio de renuncia del Primer Ministro Mario Monti.

A continuación se refiere a la caída que exhiben los *spreads* bancarios, que obedecería en parte a una positiva mirada sobre la forma en que se conduce el proceso en materia de supervisión bancaria, así como lo referente a la ayuda comprometida por la Unión Europea a la banca española.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán destaca la reducción persistente de los CDS bancarios desde niveles muy elevados, salvo en el caso de los bancos de Estados Unidos de América y en el Deutsche Bank. A título ejemplar, destaca la caída de los CDS de la Caixa Catalunya desde los 1.400 puntos base a 1.200 puntos base, aun cuando esa empresa sigue expuesta a una delicada situación financiera.

En lo concerniente a otros indicadores financieros, el señor Sergio Lehmann destaca que las bolsas de valores exhiben aumentos significativos frente a las expectativas positivas que se derivan de la posible solución del tema fiscal norteamericano, como asimismo, la existencia de cifras de actividad algo mejores para China y el anuncio del QE4. Resalta especialmente el alza que ha experimentado la bolsa de India, que no solo se ha sumado a una tendencia generalizada algo más optimista, sino que ha incorporado las señales de orden político que se traducirían en una flexibilización de la inversión extranjera y en mayor crecimiento de su actividad.

En materia de tasas de interés, señala que aquellas a 2 y 10 años plazo registran una leve caída en las denominadas economías refugio. Reitera que el QE4 anunciado el día de ayer por la Reserva Federal no ha tenido mayor impacto y que el leve aumento que exhibe la tasa de interés a 10 años obedece, en parte, a que ya se habían internalizado por parte del mercado los anuncios en esa dirección.



En cuanto a flujos de capitales hacia economías emergentes, manifiesta que se mantienen positivos y destaca especialmente la recuperación de los destinados a Asia emergente desde el mes de septiembre hasta la fecha. Asimismo, indica que estos mayores flujos han estado asociados principalmente a acciones y en menor medida a bonos.

En lo atinente a monedas, el Gerente de Análisis Internacional consigna que desde la última Reunión de Política Monetaria las paridades se han apreciado mayoritariamente respecto del dólar estadounidense y que, en contraposición, sobresale la depreciación del yen, que alcanza a 4% en el último mes, en línea con una mirada algo más incierta sobre Japón. Asimismo, resalta la apreciación del euro, de -2,3%, y la depreciación del dólar multilateral estadounidense del orden del 0,9%.

Comenta, además, que las monedas no exhibieron mayor variabilidad durante el último mes, excepto el real brasileño, que registró una depreciación muy importante a comienzos del último mes a propósito de visiones más preocupantes respecto de la actividad en esa economía. De hecho, precisa que el crecimiento del tercer trimestre fue muy inferior a lo previsto, pero posteriormente se consideró una perspectiva algo más optimista que llevó a revertir parcialmente la desvalorización de esa moneda.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a la situación de Argentina. En primer término, destaca el aumento significativo de sus CDS, desde 1.000 a 2.000 puntos base, tras los fallos dictados por la Corte de Nueva York que determinaron que ese país no puede diferenciar entre los bonos canjeados y no canjeados con motivo de la renegociación de su deuda. En segundo lugar, señala que la preocupación sobre esa economía se ha traducido en una caída sistemática de los depósitos en dólares por parte de privados, a lo que se suman las restricciones cambiarias impuestas en ese país y un cierto temor a la pesificación de la economía, dado el historial de Argentina.

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann exhibe los indicadores de actividad de Estados Unidos de América, Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. Hace presente que los indicadores son más bien mixtos en Estados Unidos de América y que siguen siendo negativos en la Zona Euro, especialmente las ventas minoristas y la producción industrial, acorde con proyecciones más negativas del Banco Central Europeo. Asimismo, precisa que el PIB de Japón, de -3,5%, fue inferior a lo previsto, dando cuenta de una dinámica de actividad bastante más lenta de esa economía.

En lo atinente a China, da cuenta de señales positivas por el lado de ventas minoristas y de producción industrial, y algo más neutras en el caso de las exportaciones, que exhiben cierta desaceleración afectadas fundamentalmente por la crisis europea y la disminución de envíos a esa región. Por último, indica que Brasil está mostrando signos positivos en materia de crecimiento y producción industrial algo más débiles que lo anticipado.

En cuanto a las perspectivas para la Zona Euro y los otros países mencionados, plantea que también son mixtas. En este sentido, comenta que en Estados Unidos de América, el ISM servicios muestra mayor dinamismo y que el ISM manufacturero si bien fue inferior a lo previsto debido al impacto que generó el huracán Sandy, se espera que se corregirá en el próximo informe. Señala que en la Zona Euro, el PMI servicios es mejor que lo anticipado, pero por debajo del pivote 50; que la encuesta ZEW para Europa muestra signos más bien negativos; y que en Alemania, la encuesta IFO de clima mostró una mejora más allá de la registrada en el mes anterior y superior a lo esperado. Por último, comenta que las perspectivas para Japón y China también son mixtas.

El señor Sergio Lehmann exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 16 de la presentación, que dan cuenta de la posición actual de Estados Unidos de América. En primer término, destaca el proceso de desapalancamiento de los hogares en



dicho país, que en parte explica la evolución moderada del consumo en los próximos meses y también una recuperación de la economía norteamericana que ha sido bastante más moderada que lo anticipado y lo seguirá siendo durante los próximos dos años.

En cuanto al nivel de endeudamiento, lo que corresponde a obligaciones financieras sobre ingreso disponible para el total de hogares americanos, resalta la caída desde niveles en torno a 19% a 16%. En este contexto, destaca la distinción entre los propietarios de viviendas de aquellos que no lo son, y las diferencias resultantes producto de la crisis *subprime* que se desencadenó en el año 2009, señalando que quienes son arrendatarios iniciaron el proceso de desapalancamiento antes de la crisis, mientras que los propietarios de viviendas lo hicieron precisamente con motivo de la crisis del año 2009. A título de resumen, indica que las cifras evidencian un proceso de desapalancamiento que está en desarrollo y que se prolongará por un tiempo más.

En cuanto al gráfico referido a la pérdida de trabajos en períodos de recesiones desde el año 1960 hasta el año 2007, en que se desencadenó la crisis *subprime*, plantea que la pérdida de empleo en esta última crisis fue bastante más significativa comparada con la secuencias correspondientes a los años 1960, 1969, 1974, 1980, 1981, 1990 y 2001, y que la recuperación también ha sido más lenta en esta última oportunidad. Resalta que ello explica, en parte, la decisión de la Reserva Federal de impulsar, a través del programa QE4, una caída de la tasa de desempleo hasta un nivel de 6,5%.

En lo concerniente al mercado de viviendas, consigna que los precios de las viviendas exhiben cierta estabilidad desde el año 2008 a la fecha y una recuperación en lo más reciente, y en lo relativo al mercado inmobiliario, subraya la recuperación que exhiben tanto las ventas de viviendas como los permisos de edificación.

El señor Sergio Lehmann exhibe el gráfico *heat map* de actividad que se contiene en la lámina N° 17 de la presentación, consignando que este incluye algunos ajustes respecto de lo observado en la RPM anterior, porque recoge la serie del PIB correspondiente al tercer trimestre del año en curso y las revisiones realizadas por Bloomberg para el cuarto trimestre de este año y el primero del año 2013. De acuerdo con lo anterior, indica que para las economías desarrolladas se recogen ajustes que son predominantemente hacia la baja en materia de crecimiento frente a la tendencia; que el movimiento antedicho es más mixto en Asia; y que en América Latina prevalecen variaciones a la baja.

A continuación, destaca que la inflación se modera en la mayoría de los países, acorde con menores precios de los alimentos. Añade que en el caso de la energía, no se advierten mayores variaciones de precios.

En lo concerniente a política monetaria, destaca el predominio de la mantención de las tasas rectoras en los países analizados habitualmente; las reducciones de 25 puntos base acordadas en Australia, Hungría y Colombia; y en materia de medidas de estímulo, el anuncio del QE4 en Estados Unidos y nuevas inyecciones de liquidez en China.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que el Presidente del Banco de la Reserva de Australia criticó a los países desarrollados en términos severos, por cuanto si bien es correcto que efectúen política monetaria expansiva para fomentar la actividad, en la práctica no lo están logrando y sí están generando efectos cambiarios y sobre la actividad de economías emergentes y otras, como la australiana.

El señor Sergio Lehmann retoma su exposición, mencionando que en cuanto a las proyecciones de tasas de política monetaria, TPM se anticipan movimientos hacia posiciones más bien expansivas para fines del año 2013, siendo estos muy leves en el caso de América Latina y algo más marcados tratándose de Asia y Oceanía, influidos por la decisión adoptada por Australia.



Agrega que los contratos futuros dan cuenta de una reducción adicional de 25 puntos base hacia el primer trimestre del próximo año, aunque advierte que ello no refleja el comportamiento futuro de la tasa interbancaria. Por este motivo, señala que se ha comparado la evolución histórica de la Tasa Eonia y su proyección para el año 2013, concluyéndose que si bien la tasa de política monetaria en Europa está sirviendo de referencia, la tasa efectiva a la cual están operando los bancos en la práctica, es igual a 0%.

En lo concerniente a precios de *commodities*, el Gerente de Análisis Internacional indica que muestran movimientos mixtos. En efecto, precisa que el precio del cobre exhibe un alza de 6,6% respecto de la Reunión pasada, seguido del aumento de 5,4% experimentado por el precio del arroz y de variaciones algo menores en el caso de la soya, la celulosa, el maíz y el petróleo Brent; en tanto que las mayores caídas las registraron el precio de la gasolina y del trigo, de -6,1% y -5,7%, respectivamente.

Asimismo, consigna que el comportamiento de otros metales ha sido bastante homogéneo, al observarse incrementos en todos ellos, con la sola excepción del oro, que es un activo de refugio, cuya demanda ha disminuido en este contexto de menor incertidumbre, reflejándose en una caída marginal en el precio de este metal.

En materia de proyecciones, el señor Sergio Lehmann señala que los cambios que se anticipan del índice FAO alimentos son bastante marginales en relación a la RPM pasada y que tampoco los hay en el caso del petróleo WTI y del petróleo Brent. Acota que el precio de la gasolina, en cambio, se advierte algo más elevado

En cuanto al mercado del petróleo, expresa que Estados Unidos de América ha adoptado medidas tendientes a reducir de manera importante su dependencia energética del resto del mundo, particularmente en lo que se refiere al petróleo, razón por la cual ha iniciado un programa intensivo para aumentar su producción. Destaca este hecho, porque conlleva un elemento estructural que probablemente incidirá en menores presiones sobre los precios futuros.

Para graficar la situación del mercado del petróleo norteamericano, exhibe la lámina N° 25 de la presentación. En primer término, se refiere a la evolución del precio y de la producción de petróleo por parte de la OPEC desde el año 2007 a la fecha, y destaca el aumento de la producción en los últimos doce meses hasta alcanzar hoy una cifra en torno a los 7 millones de barriles diarios, la que se compara con el rango de producción de Arabia Saudita y Rusia, los mayores productores mundiales, que es del orden de 9 a 10 millones de barriles diarios.

Destaca que este nivel de producción se mantendrá, porque la extracción del petróleo se efectúa mediante un sistema similar al empleado para obtener el *shale gas*, esto es, a través de las napas de roca. Hace presente que este sistema implica un cambio tecnológico importante y estructural de este mercado, porque ha permitido obtener petróleo que antes no era extraíble, lo cual le permitirá a Estados Unidos de América aumentar su producción de petróleo LTO de manera importante y alcanzar niveles de producción en el rango de 7 a 7,5 millones de barriles diarios.

A continuación, hace referencia al gráfico situado en el vértice superior derecho de la lámina antedicha, que da cuenta de la producción continental, la producción marítima y la producción de Alaska, y hace notar que la primera ha caído en los últimos veinte años.

Adicionalmente, exhibe un gráfico relativo a la producción energética de Estados Unidos de América, atendida la importancia que ha ido adquiriendo el *shale gas* en la matriz energética de ese país. En efecto, manifiesta que su participación en dicha matriz aumentará desde el actual 30% hasta un 35% hacia el año 2040. Agrega que las energías



renovables, que incluyen la hidroelectricidad, también se incrementarán desde 12 % a 14% en igual período, mientras que el petróleo y carbón registrarán caídas. Acota que la participación de la energía nuclear no registrará mayor variación.

El señor Sergio Lehmann concluye su presentación señalando que aun cuando Estados Unidos de América aumentará de manera importante su producción de petróleo y la de gas natural, seguirá siendo un importador neto de energía. En efecto, indica que si bien actualmente requiere importar el 20% de su demanda, se espera que hacia los años 2035 o 2040 ese porcentaje se reduzca a algo menos del 10%.

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

El Consejero señor Sebastián Claro considera que el anuncio de la Reserva Federal del día de ayer reafirma los temores que se han venido expresando en las últimas Reuniones de Política Monetaria sobre las dificultades que enfrenta la recuperación de la economía norteamericana, que conforme a lo proyectado tardaría algunos años y cuyas medidas conducirán inevitablemente a una depreciación del dólar estadounidense. A su juicio, ello nos sitúa en la disyuntiva en términos de cuál es la evolución del tipo de cambio nominal que sea coherente con el objetivo de inflación que se ha impuesto el Consejo.

En segundo término, expresa que en la medida que las dificultades que enfrenta la recuperación de la economía de Estados Unidos de América y de Europa coincidan con precios elevados de los *commodities*, se observará una presión significativa sobre el tipo de cambio real con la consiguiente ampliación del déficit de cuenta corriente.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, ambos temas ameritan ser destacados frente al anuncio de la Reserva Federal del día de ayer, porque imponen un desafío al Banco y a las políticas públicas en distintas dimensiones.

El Consejero señor Enrique Marshall destaca que Estados Unidos de América, si bien enfrenta desafíos importantes en su economía, ha adoptado medidas que lo sitúan, con lentitud, en el camino hacia una solución de sus problemas, con los efectos mencionados por el Consejero señor Sebastián Claro, esto es, la depreciación del dólar estadounidense. En su opinión, el mayor obstáculo que deberá despejar ese país en el corto plazo es el tema fiscal, lo que constituye un elemento fundamental en el proceso de recuperación de la economía mundial.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que el riesgo de una debacle financiera inminente ha disminuido, y que si bien los problemas de fondo no se han resuelto, los acuerdos hacia la unión bancaria constituyen un avance en esa dirección. En ese sentido, señala que el panorama es mejor desde el punto de vista del balance de riesgos, no así el escenario macroeconómico de corto plazo.

Asimismo, manifiesta su preocupación por la política de inyección monetaria que se generaliza y que ya comienza a aplicarse también en Europa, así como por la creciente presión para que disminuyan las tasas de interés y se adopten programas de relajamiento cuantitativo. A su juicio, ello puede incidir en aumentos de las primas de riesgo inflacionario y, por esa vía, en alzas de las tasas de interés largas, esto es, en un incremento de la curva en los países desarrollados. Plantea también que en la medida en que no se resuelvan los problemas de fondo, estas medidas de política monetaria podrían conducir a la depreciación de las monedas y mayor inflación. En razón de lo expresado, plantea la conveniencia de incorporar este tema en los análisis que efectúa el Banco, porque en la medida en que la curva comience a incrementarse en los países desarrollados, aumentará la probabilidad de una recuperación económica todavía más lenta de la contemplada en los escenarios internos.





En relación con los *commodities*, el Consejero señor Joaquín Vial plantea también la conveniencia de analizar en detalle el tema del petróleo y sobre el particular, comenta que Arabia Saudita bajó su producción a un nivel récord para efectos de poder mantener su precio. Indica que la caída del precio del petróleo puede a su vez generar un aumento de la producción en aquellos países que requieren compensar las disminuciones de sus ingresos, con una consiguiente nueva rebaja de precios de magnitudes relevantes.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán reitera lo manifestado en varias Reuniones de Política Monetaria anteriores, esto es, que en Europa los problemas se acumulan y avanzan más rápido que las soluciones, y que frente a ello el desenlace es lograr un acuerdo que permita resolver esas situaciones. Precisa que solo interrumpió esa apreciación en la oportunidad en que se observó la voluntad de avanzar por parte de los países que conforman la Zona Euro en la dirección de una unión bancaria.

No obstante, atendido que actualmente se tiene conocimiento que el propósito de unión bancaria no es propiamente la resolución de los problemas existentes, sino que de los futuros, y que Alemania y los países relevantes de Europa o *core Europe* intentan congelar esa idea, repone su argumento en orden a que en esa región los problemas avanzan más rápido que las soluciones.

Además, señala que desde una perspectiva macroeconómica, el ciclo económico de *core Europe* comienza a verse afectado por lo que acontece en el resto de la región, en tanto que en materia financiera, el *downgrade* de Francia daría cuenta de que los problemas financieros también van en la dirección incorrecta.

Por último, y a propósito de las declaraciones del Presidente del Banco Central de Australia comentadas anteriormente, plantea que el éxito de esa economía dependerá de su capacidad de ahorro. Expresa que Chile ha mantenido un nivel de ahorro de entre 20% y 25% en los últimos 25 años, aun cuando este ha disminuido levemente, y por otra parte ha aumentado la tasa de inversión o de gasto interno. En su opinión, esa mezcla de elementos no nos prepara adecuadamente para los ajustes antedichos en la medida que ellos sean de carácter más estructural y no correspondan a un factor transitorio.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón hace referencia al anuncio de la Reserva Federal del día de ayer. En su opinión, cuando una autoridad declara tener dos focos, el empleo y la inflación con límites precisos, y al mismo tiempo se informa que comprará US\$40 billones en TIPS y en *treasuries* al mes por un plazo indeterminado, significa que a la FED le será perfectamente factible manejar las expectativas de inflación a uno y dos años por la vía de adquirir más instrumentos nominales que TIPS para bajar dichas expectativas.

En su opinión, ello implica que en la actualidad el foco de la Reserva Federal está puesto exclusivamente en el empleo. De acuerdo con esta premisa, estima que la materialización de las medidas anunciadas se traducirá en una alta expansión monetaria en ese país; expectativas de inflación contenidas producto del mecanismo antedicho; y, por lo tanto, apreciación cambiaria e inflación de activos para otras economías, tales como la chilena.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se suma a la preocupación por el desempleo que afecta a Estados Unidos de América y el plazo que tomaría el proceso de recuperación de esa economía. Enfatiza que ello constituye un problema complejo para el Banco Central de Chile, porque su solución requiere de instrumentos adicionales a aquellos tradicionales de política monetaria.



El Consejero señor Enrique Marshall, si bien admite que los riesgos persisten, estima que las condiciones para Chile siguen siendo relativamente positivas por el predominio de tasas de interés bajas, por cuanto además Estados Unidos de América mantiene un cierto nivel de crecimiento y la economía China también continúa creciendo.

Precisa que el crecimiento en Estados Unidos de América es del orden del 2%, lo que implica uno nominal del orden del 4% o 5%, lo que por sí solo conduce al desapalancamiento de esa economía. En otros términos, plantea que en la medida que las tasas de interés sean iguales a 0% y el ingreso nominal crezca al 5%, ello conducirá en un período no demasiado extenso a un desapalancamiento importante. Agrega que lo central será que ese país mantenga tasas de crecimiento nominal del orden de 4 o 5%.

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

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

En primer término, indica que en línea con lo esperado, en el mes de octubre pasado la actividad presentó en una alta tasa de crecimiento, en razón de una baja base de comparación y un mayor número de días hábiles.

En segundo lugar, destaca la persistencia del dinamismo en los sectores Resto, que se vincula al crecimiento de la inversión y del consumo, y que por otra parte, los sectores de recursos naturales han moderado su ritmo de expansión.

Asimismo, señala que la demanda interna se ha acelerado de manera importante por concepto de la contribución de maquinarias y equipos, específicamente por la compra de aviones efectuada por Latam Airlines.

En materia de inflación, plantea que el registro del mes de noviembre último sorprendió a la baja por la abrupta reversión de los componentes perecibles, sin perjuicio de que las medidas subyacentes estuvieron en línea con la proyección; que el registro del mes de diciembre sería de 0,1% y, con ello, el IPC del presente año alcanzaría a 1,6% anual.

Por último, informa que las encuestas de expectativas sugieren mantener en términos prolongados la Tasa de Política Monetaria, mientras que la curva *forward*, sugiere alzas a mediados del próximo año.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, consignando que el crecimiento del mes de octubre alcanzó a 6,7% en doce meses, impulsado por un efecto de días hábiles muy relevante. De hecho, comenta que al descontar ese efecto, el crecimiento disminuye a 5,3% anual, lo que es inferior a las tasas de crecimiento observadas en meses previos, por lo que sugiere que no hay una reacceleración importante en la actividad.

Sobre el particular, destaca la desaceleración significativa en los sectores de recursos naturales, que se explica por las bajas tasas de crecimiento que exhibirá la minería en lo que resta del año y por la reducida producción hidroeléctrica, que incidirá en un escaso valor agregado del sector energía.

Asimismo, indica que la demanda interna ha tendido a reaccelerarse en lo más reciente y que, de hecho, anota tasas de crecimiento en el margen del orden del 10%, influida por la reacceleración del componente de inversión, en particular, la parte de maquinarias y equipos y una mayor acumulación de inventarios en el mes de septiembre pasado.



El señor Claudio Soto precisa que los datos antedichos incluyen las compras de aviones efectuadas por Latam Airlines hasta el mes de octubre último, y consigna que la compra más importante de aeronaves se materializará en el curso del presente mes. Comenta que la acumulación de inventarios, en tanto, obedeció a una elevada producción minera que no estuvo acompañada de exportaciones, situación que luego se ha revertido por un descenso en los niveles de producción.

En lo concerniente al consumo, hace notar que después de que su tasa de crecimiento anual registrara alzas durante varios meses, actualmente da cuenta de una cierta estabilidad en el margen, especialmente en la parte habitual, mientras que la parte durable exhibe una tenue caída, en línea con la estabilidad que ha experimentado la masa salarial en los últimos meses.

En lo concerniente a la formación bruta de capital, subraya el significativo aporte que implica la compra de aviones antedicha. De hecho, precisa que ella contribuye de manera muy significativa en el componente maquinarias y equipos de inversión, y que el aporte de este último rubro es, a su vez, muy superior al del componente construcción.

Por otra parte, manifiesta que las exportaciones registraron un rebote importante en el mes de octubre con motivo del mayor dinamismo de los envíos mineros, por lo que anticipa una cierta desaceleración en la acumulación de inventarios en este sector en lo que resta del año.

Asimismo, expresa que de acuerdo con el dato del mes de noviembre conocido a comienzos de la semana en curso, se produjo un descenso en la importación de bienes de capital, lo que llevará a revisar en esa dirección la cifra de cuenta corriente para el año en una décima. No obstante, anticipa que el dato del mes de diciembre será muy superior, porque reflejará la importación de aviones por un monto de US\$500 millones, que contrasta con los US\$130 millones registrados el mes previo. Agrega que los otros componentes también sorprenden un poco a la baja, aunque se espera que su caída sea de carácter transitorio.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere desagregar la información relativa a importaciones, de manera que puedan identificarse claramente los grandes proyectos, tales como los mineros y las compras de aeronaves, de aquellos de magnitudes menores. El señor Claudio Soto indica que se presentará la información en los términos solicitados en una próxima reunión de coyuntura.

El señor Claudio Soto hace notar que más allá del dato puntual del mes de noviembre último, el dinamismo en la inversión tiene un impacto directo en la actividad, especialmente en el sector del comercio mayorista orientado a comercializar maquinarias y equipos.

En lo atinente a la industria, señala que este sector no registra mayor dinamismo en los últimos meses. De hecho, consigna que las ramas ligadas a la inversión exhiben un cierto retroceso que obedecería a un efecto de sustitución, motivado por la caída del precio del hierro a nivel mundial, lo que llevaría a importar productos más que comprarlos en el mercado doméstico, así como algún menor dinamismo de la construcción. En todo caso, advierte que atendido que el último dato de construcción dio cuenta de un rebote, podría observarse alguna reacceleración de la inversión.

En relación al sector minero, resalta que las bases de comparación comienzan a ser algo más exigentes en el mes de octubre, porque a partir de ese mes del año pasado se observó una fuerte aceleración en la producción del sector. Por lo tanto, expresa que si bien se registra un aumento de la producción minera, la tasa de crecimiento exhibe una caída en términos anuales.



Asimismo, plantea que el EGA también ha tenido un desempeño bastante más bajo, al pasar de tasas de crecimiento cercanas al 20% a otras levemente por sobre 0% debido al cambio en la composición de la generación desde hídrica a térmica. Agrega que la generación eléctrica que se encuentra en embalses es muy baja en términos históricos y menor que la observada el año pasado. En su opinión, ello hace presumir que la generación hídrica será muy baja hasta la próxima temporada de lluvias y, por lo tanto, también lo será la contribución del EGA al PIB.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto hace referencia a las principales proyecciones para el año 2013, las que no han variado respecto de aquellas presentadas con ocasión del Informe de Política Monetaria, IPoM, del mes de septiembre último. Sobre el particular, precisa que se espera un crecimiento del PIB de 5,5% para el presente año; un crecimiento de la demanda interna de 6,6%; una corrección a la baja en las exportaciones y al alza en las importaciones, en razón de las ya comentadas compras de aviones en el curso del cuarto trimestre del presente año.

Por otra parte, hace presente que en cuanto a las proyecciones del mes de septiembre último, actualmente se anticipa menor actividad en la parte de recursos naturales y mayor dinamismo en los sectores resto.

En lo concerniente a temas más vinculados al mercado financiero, destaca que el índice de riesgo local ha seguido disminuyendo por la caída de los *spreads* bancarios en el endeudamiento externo de las empresas bancarias establecidas en Chile.

Asimismo, manifiesta que las tasas de interés muestran cierto retroceso, que es mayor en el caso de los créditos de consumo que en el de los créditos comerciales. Hace notar que ello se produce en un contexto en que las tasas de crecimiento de los créditos también registran una cierta caída.

El señor Claudio Soto resalta también que las expectativas, tanto de consumidores como de empresarios, siguen siendo optimistas.

En materia de empleo, menciona que la tasa de desempleo exhibe un leve incremento, a pesar que el empleo ha experimentado un aumento en los últimos meses, en línea con un mayor crecimiento del trabajo por cuenta propia.

Agrega que al revisar el comportamiento por tipo de empleo, no se advierte aún una participación importante del empleo agrícola, como es habitual en esta parte del año, esperándose una aceleración en la creación de puestos de trabajo en los próximos meses y por ende, tasas de desempleo algo más bajas.

Además, comenta que en esta parte del año se observa habitualmente una suerte de estacionalidad en materia de empleo, esto es, gente que espera la temporada más favorable para buscar trabajo. Hace notar que este fenómeno se adelantó este año y explicaría también el aumento en el empleo.

El señor Claudio Soto da cuenta de cierta estabilidad en los salarios; que los costos laborales han caído en términos nominales y que ello se ha visto acompañado de cierta atenuación en el ritmo de expansión de los salarios en algunos sectores específicos, como ocurre en el caso de la industria. Acota que los salarios de los sectores minería y construcción son los más elevados, pero que los de este último sector muestran un cierto retroceso.

En cuanto a los salarios reales, señala que luego de haber exhibido un alza sostenida han tendido a estabilizarse en el margen, y que los CLU registran un retroceso por el aumento de la productividad media del trabajo.



Por otra parte, informa que el tipo de cambio se ha apreciado en las últimas semanas, en un contexto de depreciación del dólar estadounidense a nivel global y de aumento del precio del cobre.

A continuación, el señor Claudio Soto subraya que la inflación del mes de noviembre, de -0,5%, es el registro más bajo de los últimos dos años. Añade que el IPC subyacente no experimentó variación, en línea con lo proyectado internamente.

En cuanto a la descomposición de los errores de proyección, indica que se registraron en la parte de alimentos, por el comportamiento del precio de las papas y una sorpresa en el precio de las carnes. En lo concerniente al precio de las papas, explica que si bien suben hacia fines de año de acuerdo con su estacionalidad habitual, este año se observó una fuerte alza en los meses de septiembre y octubre. En segundo lugar, expresa que según el informe de ODEPA, esta alza habría obedecido a problemas de sequía y malas cosechas, razón por la que persistiría en el tiempo. Explica que la estimación interna se basó en ese informe y no supuso una caída tan fuerte en el precio, que finalmente se materializó. Añade que las observaciones del mes de diciembre dan cuenta de que el precio de las papas continúa bajando con fuerza en este mes y, por lo tanto, la proyección se está revisando a la baja en lo que se refiere a este componente de la inflación.

En relación con el precio de las carnes, plantea que el precio local se mantuvo bastante más elevado que los precios internacionales y que, en términos generales, se observó una alta correlación entre ambos precios hasta el año pasado. No obstante, hace notar que si bien se advierte una cierta discrepancia a partir de entonces, porque los precios internos sorprendieron a la baja, la proyección considera el mismo supuesto anterior, esto es, que los precios locales irán en paralelo con los precios internacionales, cerrando de alguna manera la brecha existente con los precios FAO.

El señor Claudio Soto hace presente que más allá de la sorpresa puntual del mes de noviembre, la inflación de alimentos sigue contribuyendo positivamente a la inflación anual, lo cual se contrapone a la parte de energía y bienes, que la está afectando de manera negativa.

Indica que sobre a base de los antecedentes expuestos y habiendo incorporado la sorpresa inflacionaria del mes de noviembre y una revisión del IPC del mes de diciembre, se ha corregido la proyección de inflación a la baja para el presente año.

En lo referente a la inflación del mes de diciembre, explica que un factor estacional lleva habitualmente a un aumento de la misma, en particular, las tarifas educacionales que se reajustan en este mes y también por concepto de los días feriados con motivo de las fiestas de fin de año. Anticipa que estas alzas se verán compensadas por una caída en los precios de frutas y verduras, así como por una disminución de las tarifas eléctricas, razón por la que el IPC del mes de diciembre alcanzaría a 0,1% mensual, similar a lo esperado por el mercado. Acota que la parte subyacente que no incluye frutas y verduras registraría una variación mensual de 0,4%.

Hace presente que de acuerdo con las estimaciones internas, el IPC se ubicaría en 1,6% anual por un par de meses y comenzaría a exhibir alzas en sus variaciones interanuales a partir del mes de marzo de 2013. Agrega que en el caso de la inflación subyacente, se observarían caídas hasta el mes de febrero próximo, la principal de ellas en el mes de enero desde 1,6% a 1,2%, cuando se materializará la rebaja del impuesto de timbres y estampillas.



Hace notar que si bien esta proyección se encuentra bastante alineada con lo que reflejan los seguros de inflación, algunos modelos de series de tiempo sugieren que la inflación podría ser incluso inferior a lo estimado internamente.

Siendo las 12:35 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara se retira de la Sesión para asistir al Ministerio de Hacienda, donde se reunirá con el titular de esa cartera, señor Felipe Larraín, y con la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional señora Christine Lagarde, por lo que pasa a presidir la Reunión de Política Monetaria el Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, planteando que la bolsa de valores local no solo exhibe rendimientos bastante bajos, sino que en el último mes registró una caída, en contraposición al rebote experimentado por las bolsas mundiales. De hecho, indica que al medir la bolsa de valores local con otras bolsas del mundo, se advierte una disminución en el margen, la que se da conjuntamente con un aumento importante en las tasas de interés reales, especialmente las de los BCU a 2 y 5 años.

Destaca que las tasas de interés nominales a distintos horizontes también aumentan, en conjunto con la lectura de datos de actividad que resultaron ser más elevados que lo anticipado por el mercado. En todo caso, enfatiza que el alza de las tasas nominales y reales no modifican mayormente las perspectivas de inflación futura.

Añade que si bien las expectativas siguen bastante estables, en torno a 3% anual, se observa un aumento en la curva *forward*, que estaría marcando un alza de tasas de interés a mediados del año 2013 y un alza adicional hacia fines del año próximo. Consigna que ello difiere de las expectativas, que anticipan alzas recién a mediados del año 2014.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que, en esta oportunidad, el mercado apuesta porque se mantendrá la Tasa de Política Monetaria.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y, a continuación, ofrece la palabra para consultas y comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que no es conveniente que la inflación y la SAE permanezcan bajo porcentajes del 2% y del 1,5% anual, respectivamente, por un tiempo prolongado y por esta razón, consulta acerca de los supuestos que se han considerado en la proyección de inflación.

El señor Claudio Soto indica que las proyecciones de corto plazo consideran la historia reciente de precios y que la referente a la descompresión de márgenes o de normalización de la productividad comenzará a afectar la proyección a partir de mediados del próximo año. Aclara que esta proyección considera la caída de los precios internacionales, la apreciación del tipo de cambio, las posibles ganancias de productividad, y que si ello explica la menor inflación, la proyección de corto plazo asume que esos elementos seguirán presentes por algunos meses más, y que recién a partir de entonces la descompresión de márgenes o de normalización de la productividad comenzará a ser más relevante.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta también su preocupación por el reducido nivel de inflación y su persistencia por varios meses, la que se acentuaría si se materializa la caída del precio del petróleo comentada por el Consejero señor Joaquín Vial. En su opinión, no puede descartarse el riesgo de que la inflación permanezca baja y que incluso se observen nuevas sorpresas, razón por la cual enfatiza en la necesidad de prestar debida atención a la instancia en que corresponderá adoptar las medidas correspondientes.



En materia de tasas de interés, recuerda que mientras la situación externa estuvo muy convulsionada, se observó un cierto *flight o quality* hacia Chile, afectando las tasas de interés internas. Por lo tanto, estima que los movimientos que se advierten actualmente darían cuenta de algún grado de retorno a la normalidad, en un contexto en el cual la situación internacional se ha normalizado en el margen. En síntesis, plantea que las tasas de interés no se ubican en niveles muy elevados y exhiben un grado de retorno a un margen de normalidad.

En cuanto a las perspectivas para el año 2013 en materia de actividad, señala que las sorpresas del presente año introducen un cierto grado de incertidumbre acerca de los acontecimientos futuros y de la persistencia o eventual moderación de la dinámica que exhibe la economía local.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de analizar en detalle el mercado de trabajo, de manera de conocer la evolución de las tasas de participación, los salarios por sectores y por tipo de ocupación, como asimismo, identificar los sectores que presentan problemas y determinar si la mayor participación de la fuerza de trabajo femenina contribuirá a resolverlos.

Asimismo, sugiere analizar los costos laborales unitarios locales en relación con los predominantes en otros países, a fin de establecer si se está perdiendo o ganando competitividad por esa vía.

En materia de inflación, manifiesta que mantenerla baja por un tiempo prolongado tiene como correlato, si todo lo demás permanece constante, un mayor ingreso disponible. En su opinión, si a ello se suman los efectos que tendrá la entrada de carne paraguaya al país, la eventual baja del precio del gas natural producto de la renegociación de contratos y la posible caída del precio del petróleo, se observará un período prolongado con inflación baja, junto con el incremento del poder de compra de los consumidores y de su confianza al alza, lo cual demandará esfuerzos con la finalidad de mantener la demanda interna bajo control.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que la economía chilena enfrenta un *puzzle* desde hace varios meses, por cuanto presenta un crecimiento anormalmente elevado y una inflación inusualmente baja. Plantea que los antecedentes disponibles indican que ello no constituye un *shock* de oferta, en tanto deberían observarse también ciertas presiones de demanda, que no existen al menos por el momento.

Al respecto, recuerda dos episodios en que se observó una combinación similar, el primero de ellos en los años 1992 a 1993, y el segundo en el período 1996 a 1997, con desenlaces distintos. Plantea que el primero se pudo resolver con una adecuada coordinación de políticas monetarias y fiscales, en que el Banco Central de Chile y el Ministerio de Hacienda llevaron adelante de manera conjunta lo que se denominó un mini ajuste. Indica que, por el contrario, en los años 1996 a 1997 se observó un desequilibrio que afectó la balanza de pagos y el tipo de cambio, lo que producto de la crisis internacional reinante produjo efectos muy significativos en Chile.

Asimismo, alude al denominado efecto Tequila en el año 1995, oportunidad en que Chile no se vio afectado, presumiblemente porque en esa época el precio del cobre fue anormalmente alto.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán enfatiza en la necesidad de que exista una muy buena coordinación entre el Banco Central de Chile y el Ministerio de Hacienda en episodios como los mencionados, para fines de llevar adelante un mini ajuste económico.



Al no formularse otros comentarios, el Vicepresidente señor Manuel Marfán suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 16:30 horas para tratar las opciones de política monetaria.

Siendo las 16:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 193 y pasa a presidir la Sesión transitoriamente el Vicepresidente señor Manuel Marfán, haciendo presente que el Presidente señor Rodrigo Vergara se incorporará posteriormente por cuanto se encuentra en una actividad propia del ejercicio de su cargo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán 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 acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

En lo concerniente a la economía internacional, señala que las condiciones financieras internacionales han mostrado una mejora durante el último mes, expresadas en mayor valoración de las bolsas internacionales y menores premios de crédito y volatilidad. Agrega que, sin embargo, las primas de riesgo soberano de los países periféricos de la Eurozona han continuado en niveles elevados. Indica que la actividad mundial sigue mostrando una marcada debilidad; que la Reserva Federal puso en marcha una serie de medidas adicionales de estímulo monetario; que el dólar estadounidense se ha depreciado en los mercados internacionales; y que el precio del cobre muestra un aumento, mientras que los combustibles presentan retrocesos.

En el plano local, expresa que la actividad del mes de octubre evolucionó en línea con lo esperado, mientras que el ritmo de creación de empleo se mantuvo en torno a tasas de tendencia, y que los salarios nominales crecieron entre 6 y 7% anual. Destaca que la inflación subyacente y la inflación total se sitúan en torno al 2% y que el peso se ha apreciado respecto al dólar estadounidense y otras monedas. Asimismo, comenta que las encuestas señalan que la expectativa de mantener la TPM en su entorno actual por un período prolongado constituye la estimación de consenso, y que para esta Reunión, en particular, se anticipa la mantención de la tasa rectora.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta 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 lo referente al comunicado, en razón de los fundamentos que pasará a detallar y que son similares a los que se han planteado en ocasiones anteriores.

En primer término, consigna que las noticias acumuladas desde la publicación del IPoM de septiembre pasado llevan a reducir la proyección de crecimiento mundial, pero no modifican en forma relevante el escenario internacional que se proyecta para los próximos dos años. Asimismo, resalta que los riesgos de corto y mediano plazo del escenario externo continúan siendo relevantes.

En lo atinente al plano local, señala que los antecedentes del tercer trimestre dejaron en evidencia que la actividad ha continuado con un ritmo de crecimiento algo superior al 5% anual, liderado por los sectores vinculados a recursos naturales, como asimismo, el empuje de la demanda interna y, en particular, por la formación bruta de capital fijo vinculada con la inversión en minería y más recientemente por el sector inmobiliario, con repercusiones en la actividad como también en los ingresos y gastos de otros sectores de la economía nacional.





Sin embargo, precisa que este dinamismo no se ha reflejado en una aceleración de la inflación subyacente ni tampoco en un incremento de las expectativas privadas de inflación en el horizonte relevante. Expresa que esta discrepancia podría reflejar algunos elementos permanentes o transitorios, tales como el impacto de la compresión de márgenes de comercialización, un mayor crecimiento de la productividad o la apreciación reciente del peso.

El señor Luis Óscar Herrera indica que en este contexto, mantener la TPM en su nivel actual se considera coherente con alcanzar una evolución de la actividad que permanezca alineada con su potencial y con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección.

Sin embargo, preocupa la persistencia del dinamismo del gasto interno y la ampliación del déficit de la cuenta corriente por sus eventuales implicancias sobre las vulnerabilidades externas de la economía chilena. En su opinión, abordar este tema requiere el concurso y coordinación de un conjunto amplio de políticas económicas y financieras que exceden el contexto de la Tasa de Política Monetaria.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su exposición manifestando que conforme a las consideraciones expuestas, esa Gerencia propone al Consejo mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se integra a la Sesión y pasa a presidirla.

El Presidente señor Rodrigo Vergara informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín no asistirá a la presente Sesión, sin embargo por intermedio de su Asesor señor Rodrigo Cerda, ha hecho llegar su planteamiento por escrito, que dará lectura a continuación:

"El último mes refleja un elevado dinamismo de la actividad económica local y una inflación bajo control. El escenario externo no presenta grandes cambios; pese a las menores turbulencias en los mercados financieros, persisten los problemas fundamentales en Europa.

Los mercados financieros últimamente han mostrado menores tensiones. Así, la percepción de riesgo ha descendido desde sus niveles en la última reunión. Los CDS a 5 años en España se encuentran 63 puntos bajo su nivel desde dicha fecha y los de Italia, 43 puntos menos. En Portugal, la caída ha sido de 156 puntos. Con todo, los problemas fundamentales persisten. La deuda pública se eleva al 90% del PIB en la Zona Euro pese a los esfuerzos de estabilización de las autoridades, en un contexto de recesión y alto desempleo que dificulta realizar los ajustes requeridos.

En efecto, durante el tercer trimestre la Zona Euro cayó 0,6% anual, tras una contracción de 0,5% el segundo trimestre y de 0,1% el primero. Grecia se contrajo 7,2% anual, mientras que Portugal lo hizo en 3,4%. Italia decreció 2,4% y España, 1,6%. Por su parte, Francia creció un modesto 0,1%, mientras que Alemania se expandió en 0,9%. La recesión de la Zona Euro está afectando al resto del mundo, lo que se refleja en una contracción real de 0,9% anual de las importaciones de bienes y servicios durante el tercer trimestre, siendo esta la tercera caída consecutiva.

Estados Unidos de América sigue siendo foco de atención, en especial, considerando que se acercan las fechas clave para lograr acuerdos que eviten un ajuste fiscal abrupto a comienzos de 2013. Con todo, la economía norteamericana ha tenido algunas noticias positivas en el último tiempo. De acuerdo al reporte preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento del tercer trimestre de 2012 se ubicó en 2,7%, superior al



2% del avance y acelerándose respecto al 1,3% del trimestre anterior. La creación mensual de empleo no agrícola en noviembre fue de 146 mil puestos, superando los 138 mil del mes anterior.

En noviembre pasado la economía china mostró señales mixtas. La producción industrial creció 10,1 % anual, tras el 9,6% de octubre, mientras que las ventas minoristas crecieron 14,9%, luego del 14,5% en octubre. Sin embargo, las exportaciones crecieron solo 2,9%, tras el 11,6% de octubre. Por otro lado, la inflación se aceleró a 2% anual, luego de ubicarse en 1,7% el mes previo. Este escenario de baja inflación otorga a las autoridades mayor rango de maniobra para realizar política monetaria y fiscal expansiva.

En definitiva, el escenario económico internacional actual sigue influido por los efectos de la crisis en la Zona Euro y por la incertidumbre respecto a las decisiones pendientes en Estados Unidos de América, lo que puede tener importantes repercusiones sobre las economías emergentes.

En el ámbito interno la actividad económica mantiene su dinamismo, alcanzando un crecimiento de 6,7% en octubre, superior a los pronósticos de mercado y al 4,9% del mes anterior. Con todo, en la cifra del último mes influyó la existencia de tres días hábiles más respecto a octubre del año anterior. En línea con las últimas cifras, las expectativas de crecimiento para este año han aumentado en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile. En diciembre, el crecimiento esperado para 2012 es de 5,5%, superior al 5,2% de la encuesta de noviembre y el 5,1% de octubre.

El consumo sigue mostrando vitalidad. En el tercer trimestre, el consumo privado creció 6,4%, acelerándose respecto al 5,4% del trimestre previo y del 4,9% del primero. Aunque el mercado laboral muestra una importante moderación en la creación de puestos de trabajo, el reporte del trimestre agosto-octubre registró un crecimiento del empleo de 1,8%, acelerándose en relación al 1,6% del trimestre julio-septiembre. Por su parte, los salarios reales continúan creciendo en tomo al 3% anual, en línea con el aumento en la productividad media laboral.

Sin embargo, el sector externo chileno se ha visto claramente afectado por la situación internacional. Durante el tercer trimestre, las exportaciones de bienes y servicios, a precios encadenados, se contrajeron 3,4% anual. Pese a ello, en octubre se observaron indicios de mejoría. En efecto, el valor de las exportaciones de bienes a la Unión Europea aumentó 7% en 12 meses, tras una caída de 8,5% el mes previo, mientras que las destinadas a China, crecieron 15,2%, tras una disminución de 18,9% el mes anterior.

De esta manera, la fortaleza de la demanda interna ha logrado contrarrestar los efectos negativos de la menor demanda externa.

El IPC registró una disminución de 0,5% en noviembre, llegando a un nivel de 2,1% en doce meses. La disminución mensual fue influenciada fundamentalmente por menores precios en las divisiones de Transporte y Alimentos y bebidas no alcohólicas, destacando la disminución mensual de 6,3% de la gasolina. El IPCX y el IPCX1 se encuentran en niveles de 1,7% y 2,1%, respectivamente, reflejando la reversión de algunos shocks de oferta. De esta manera, la inflación se mantiene bajo control y en el límite inferior del rango de tolerancia del Banco Central de Chile.

En línea con las últimas cifras, las expectativas de inflación apuntan a una desaceleración en el corto plazo. De acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile la inflación en diciembre sería de 0,1% mensual, con lo que implícitamente, la inflación en doce meses se ubicaría en 1,6% anual. Para fines de 2013 las expectativas se mantienen ancladas en 3% anual. Por su parte, las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles de 2,47% anual.



En este escenario, parece aconsejable mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, validando las expectativas del mercado. Chile muestra signos de resiliencia, pero la evidencia muestra que no ha evitado el impacto de la recesión europea y la desaceleración de los mercados emergentes, así como la incertidumbre que aún persiste. En este contexto parece necesario mantener la tasa rectora para continuar acumulando información sobre la evolución económica internacional y sus posibles consecuencias para la economía chilena."

Concluida la lectura de la opinión formulada por el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y para efectos de proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la votación y, en primer lugar, 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 de respaldo a su recomendación de política para esta Reunión, que declara compartir plenamente. Sin perjuicio de ello, estima conveniente plantear las siguientes reflexiones.

En el plano internacional se tiende a consolidar una baja en las primas de riesgo en Europa, lo que brinda un espacio de alivio a España, Italia y otros países que estaban enfrentando costos de financiamiento insostenibles. Adicionalmente, se han superado algunos hitos de riesgo como la liberación de recursos para Grecia, Chipre y Portugal y también se están logrando los primeros acuerdos específicos para concretar la Unión Bancaria en el año 2014. Hace presente que todo ello configura un clima más positivo, aunque todavía se esté lejos de llegar a soluciones de fondo que permitan dar por superada la crisis de esa región. Por otra parte, plantea que se mantiene la incertidumbre sobre la política fiscal en Estados Unidos de América en el año 2013, a pesar de algunas señales de mayor voluntad para negociar.

Sin embargo, desde el punto de vista de la actividad económica propiamente tal, la situación a corto plazo no mejora. En este sentido, precisa que la recesión de la periferia europea se extiende al centro, que Japón ha caído nuevamente en recesión y que si bien los países emergentes muestran señales de recuperación, en varios casos ella se está materializando a un ritmo algo más lento que el anticipado.

Por otra parte, expresa que las propias medidas de alivio están generando nuevos factores de riesgo. Al respecto, sostiene que la nueva ronda de expansión monetaria en Estados Unidos de América, unida a la presión creciente para que tanto Japón como Europa se sumen a ella, intensificará los desafíos que enfrentan los países emergentes para evitar que la creciente liquidez global provoque desequilibrios que amenacen su estabilidad financiera y sus perspectivas de crecimiento a mediano plazo. En su opinión, este escenario potencialmente generaría un ambiente de confrontación que puede terminar en el resurgimiento del proteccionismo comercial, con consecuencias funestas para la economía global.

Sin perjuicio de estos riesgos, manifiesta que es bastante claro que en el corto plazo el panorama internacional no es malo para Chile, al menos por el momento. De hecho, resalta que el precio del cobre y otras materias primas sigue alto y que las condiciones de acceso al financiamiento externo continúan siendo favorables.

El Consejero señor Joaquín Vial destaca que en el plano local se tiende a consolidar una reacceleración de la demanda interna, impulsada principalmente por inversión destinada a aumentar la capacidad productiva en bienes y servicios exportables, así como en el sector inmobiliario. Agrega que el consumo durable también aumenta, si bien el crecimiento del crédito se mantiene estable. El mercado de trabajo sigue bajo presión, con salarios que crecen a tasas elevadas y empleo que continúa aumentando. Hace notar que todo lo anterior



se refleja en un rápido aumento del déficit en cuenta corriente, así como en una inflación de servicios que se ha estabilizado en torno a 4%. Sin embargo, la inflación total, esto es, la efectiva y subyacente, se ubica en torno, o incluso por debajo, del límite inferior de la banda en los próximos meses.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que si bien la fortaleza de la demanda interna y el alza de precios de activos inmobiliarios son preocupantes, el hecho que la inflación esté firmemente situada en la parte baja del rango aceptable permite mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

Al concluir su intervención, el Consejero señor Joaquín Vial añade que si persisten las tensiones provenientes de las fuentes indicadas, será necesario adoptar acciones correctivas, las que requerirán una estrecha coordinación con el resto de las autoridades responsables de la política económica.

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 indicando que la economía internacional continúa por una senda de lenta recuperación, como ha sido la tónica por varios trimestres.

Hace presente que los datos en Estados Unidos de América muestran un crecimiento moderado y que aun cuando varias cifras de consumo del sector inmobiliario han dado algunas señales positivas, la Reserva Federal ha insistido en profundizar su política monetaria expansiva, preanunciando que la tasa de interés rectora estará virtualmente en 0% por los próximos tres años por lo menos. Agrega que Europa sigue dando cuenta de grandes dificultades en materia de crecimiento y que mientras los países de la periferia se encuentran en recesión, las economías del centro han mostrado mayores dificultades.

Con todo, resalta que, por ahora, se han dado pasos para limitar considerablemente los escenarios más catastróficos en el corto plazo, aunque, en su opinión, los problemas europeos son de una magnitud significativa y muy complejos de solucionar en el mediano plazo.

Indica que mientras tanto, China continúa creciendo en torno a las tasas anticipadas y que, coherente con ello, los precios de las materias primas continúan elevados y las condiciones financieras que enfrenta la economía chilena siguen siendo positivas.

A su juicio, esta combinación de elementos sugiere que persiste el espacio para continuar con la expansión de la economía nacional, tanto de la actividad como de la demanda, lo que se refleja en la ampliación del déficit de la cuenta corriente, que tiene riesgos, así como también en una apreciación del tipo de cambio, que a su vez presenta costos, y precisa que ello se da tanto en términos nominales como reales.

Hace especial mención a este distingo porque estima que algunas de las fuerzas mencionadas tienen efecto principalmente sobre el tipo de cambio nominal en la medida que la flexibilidad cambiaria y el objetivo de mantener la inflación requieren de un ajuste del tipo de cambio nominal, aun cuando otras de las fuerzas también contribuyen a la apreciación del tipo de cambio real.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, por ahora, el conjunto de antecedentes da cuenta de que esta combinación de apreciación cambiaria y ampliación del déficit de la cuenta corriente que se observa en Chile, constituye una asociación a juzgar normal, porque la trayectoria de estas variables se ha dado de manera similar en otros países, por el tipo de financiamiento externo que se observa y por la trayectoria que ha tomado el



crédito bancario en la economía local. Sin perjuicio de ello, indica que, evidentemente, existen temas que deben seguirse con atención. A su juicio, ellos están adecuadamente levantados en el Informe de Política Monetaria y en el Informe de Estabilidad Financiera que se presentarán conjuntamente la próxima semana al H. Senado.

Menciona que, en adelante, es posible esperar que en la medida que los riesgos en Europa se mantengan acotados, las condiciones para Chile continúen siendo privilegiadas, las presiones cambiarias puedan permanecer por un tiempo y la cuenta corriente se mantenga con presiones también deficitarias. Estima que si estas condiciones perduran por un tiempo prolongado, el principal reto, no solo para el Banco Central de Chile sino que en general, será el de coordinar las políticas económicas para minimizar los riesgos de incubar algún desequilibrio, sin limitar, al mismo tiempo, los beneficios que entregan una buena conducción económica y un eficiente acceso a los mercados externos.

En lo atinente al ámbito interno, destaca que la inflación sigue siendo baja y que descontando la volatilidad propia de algunos componentes, los registros más asociados a presiones subyacentes dan cuenta de una inflación en torno al 2% anual y con perspectivas de ser aún menores en los próximos meses. Agrega que el dinamismo de la actividad, en cambio, se muestra algo mayor, y que si bien la tasa de crecimiento y la velocidad no se desvían significativamente del 5% y 5,5%, respectivamente, se muestra más activa que la demanda interna, existiendo por lo tanto un contraste entre el dinamismo interno y las tasas de inflación.

El Consejero señor Sebastián Claro considera que aún es pronto para distinguir con claridad la validez de las distintas hipótesis que podrían explicar esta diferencia, esto es, si hay un genuino atraso en la manifestación de la inflación, o si existe alguna compresión transitoria o no tan transitoria de márgenes, un aumento en productividad o alguna mala medición de las brechas. No obstante, independientemente de la validez de cada una de estas hipótesis o cuánto contribuyan ellas a la diferencia antedicha, es de la opinión que estima que ciertas presiones inflacionarias siguen latentes en la economía chilena y que, por lo tanto, constituyen un antecedente importante al momento de adoptar una decisión de política monetaria.

Con todo, estima que el conjunto de antecedentes expuestos favorece ampliamente mantener la tasa rectora en esta oportunidad, sin visualizarse cambios hacia adelante que sean muy nítidos. Plantea que la decisión de bajar la tasa rectora no sopesa adecuadamente los riesgos derivados de la fuerte expansión de la actividad y la demanda, y que aumentarla podría agudizar alguno de los problemas que se han discutido anteriormente, además que no es concordante con lo que el resto de los países están realizando en materia de política monetaria. En su opinión, el Consejo no puede abstraerse de esta realidad por ahora.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que en esta oportunidad lo más adecuado es mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado en esta Reunión de Política Monetaria, y sostiene que las noticias del último mes deben ser analizadas con atención, pero que en lo fundamental no modifican el escenario macro.



En lo concerniente al frente externo, indica que los mercados financieros permanecen relativamente estables y que la principal preocupación sigue siendo la crisis europea y, particularmente, la lentitud con que se avanza en la toma de decisiones y en su implementación.

Por otro lado, agrega que el riesgo de un ajuste fiscal severo en Estados Unidos de América se mantiene presente, aunque ha tendido a disminuir debido a la percepción de un mejor clima político para alcanzar acuerdos.

En materia de actividad, menciona que las proyecciones se han ajustado marginalmente, destacando la debilidad de Europa y Japón y las señales algo más auspiciosas que presentan algunas economías emergentes.

Señala que los precios de las materias primas han observado movimientos mixtos y en este sentido, en un cuadro de crecimiento más bien débil, han dejado de subir generalizadamente y sus movimientos parecen responder principalmente a factores de oferta, los que varían de un mercado a otro.

Con todo, resalta que para la economía local, las condiciones que se enfrentan desde el exterior siguen siendo relativamente favorables, sin que ello implique desconocer la existencia de riesgos significativos.

En lo que concierne al frente interno, destaca que la actividad y la demanda continúan observando un elevado dinamismo. La primera mantiene un crecimiento por sobre su ritmo de tendencia, si bien las últimas cifras muestran algún grado de desaceleración. La demanda, en cambio, reafirma su vigor en lo más reciente y sigue mostrando un ritmo de expansión superior al del producto, con el consiguiente efecto sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, la que registra un déficit creciente que genera preocupación.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que la demanda responde a condiciones favorables tanto por el lado del consumo como por el de la inversión; que el consumo se ve estimulado por la evolución del empleo, las remuneraciones y la confianza de los consumidores; y que, por su parte, la inversión se ve impulsada por un nutrido catastro de proyectos y un buen clima para los negocios, según se desprende de las encuestas.

En su opinión, también prestan apoyo a la demanda las condiciones financieras internas, que siguen siendo bastante favorables. Sin perjuicio de esa apreciación, hace notar que se advierte algún grado de moderación en el ritmo de crecimiento de los agregados de créditos, lo que se observa en las distintas líneas de negocios y parece responder a la aplicación de estándares y políticas más selectivas por parte de los bancos.

En materia de inflación, consigna que la de corto plazo sigue observando bastante variabilidad. Al respecto, acota que la cifra del último mes sorprendió con una fuerte caída, después de un registro más bien alto en el mes inmediatamente anterior, pero más allá de esas fluctuaciones, la inflación anual se ubica en niveles bastante bajos.

Llama la atención que un cuadro de brechas tan cerradas se presente con una trayectoria tan moderada de la inflación. A su juicio, existen varias explicaciones plausibles, entre las que se incluyen la baja inflación externa y la tendencia apreciativa que ha afectado al peso. En todo caso, plantea que es importante que la evaluación de la trayectoria inflacionaria sea hecha con una perspectiva de largo plazo, ya que parte de lo que se observa actualmente constituye una reversión de movimientos observados en el pasado.



De hecho, manifiesta que si se toma el promedio de los registros de inflación anual en el curso de los últimos treinta meses, se obtiene una cifra prácticamente idéntica a la meta establecida por el Banco. Añade que si se considera en una visión futura, se advierten riesgos inflacionarios relevantes, teniendo presente que las holguras están cerradas y que la actividad sigue exhibiendo un marcado vigor.

Expresa que el mercado reconoce lo expuesto y mantiene expectativas alrededor de la meta para el mediano plazo, y que para la Tasa de Política Monetaria sigue proyectando una trayectoria bastante plana por tiempo prolongado.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que con estos antecedentes, la opción que vuelve a predominar 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, considerando que el balance de riesgos se mantiene equilibrado, resulta difícil plantear una opción distinta de la ya mencionada. Expresa que no sería prudente pensar en una disminución de la Tasa de Política Monetaria, en un escenario de elevado dinamismo de la actividad y bajo desempleo laboral, y que tampoco resulta razonable la idea de incrementarla. Acota que el nivel actual de la TPM no es particularmente bajo y que persiste un diferencial más bien alto respecto de lo observado en las economías desarrolladas.

En este contexto, señala que los grados de libertad para la política monetaria se ven sin duda reducidos y que lo que corresponde es perseverar en la misma línea seguida en los últimos meses.

A título de comentario final, el Consejero señor Enrique Marshall plantea que en esta coyuntura es clave que el sistema financiero local incorpore en sus decisiones todos los riesgos que se visualizan. Por ello, estima que será muy importante la visión que entregará próximamente el Consejo en el Informe de Estabilidad Financiera. En todo caso, considera que no puede descartarse la aplicación de medidas complementarias de corte prudencial implementadas en el pasado.

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 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 el Consejo, para fines de la decisión que le corresponde adoptar, se beneficia en esta oportunidad de la cercanía de la presentación del IPoM ante el H. Senado y agradece el análisis del *staff*, que cuenta esta vez con una actualización de los escenarios. Asimismo, expresa que hace suya la Minuta de Opciones de Política Monetaria, a la que adiciona los siguientes comentarios.

En relación con la economía internacional, manifiesta estar menos optimista en lo concerniente a las condiciones financieras en la Zona Euro. En este sentido, señala que los países *core* de Europa, principalmente Francia, Alemania y Holanda, exhiben cifras de desaceleración desde hace algún tiempo, como también otras negativas recientemente, dando cuenta de que al menos existen factores cíclicos que están operando sobre esas economías y aún y de manera parcial, algunos elementos de naturaleza financiera, como ha sido, por ejemplo, el *downgrade* de la deuda soberana de Francia en el transcurso del último mes.



Hace presente que varias de las soluciones de tipo más estructural que se están buscando, como es el caso de la Unión Bancaria, se refieren a soluciones para el futuro por lo que no son adecuadas para resolver los actuales problemas financieros y bancarios que enfrenta la región. En consecuencia, estima del caso reponer la frase que había omitido en algunas Reuniones previas, en cuanto a que los problemas que se acumulan en la Eurozona avanzan más rápido que las soluciones que van resultando, lo que obviamente genera una tendencia que no es conveniente.

En lo referente a la economía de Estados Unidos de América, en cambio, señala que su visión es crecientemente optimista, aun cuando no ha existido una recuperación del empleo a la par de recesiones anteriores. Menciona que la contrapartida de ello es que los estándares de productividad de esa economía son actualmente muy altos, lo que es un requisito importante para poder salir de una situación compleja como la que afecta a dicho país.

En relación con lo que se ha denominado el abismo fiscal en Estados Unidos de América, expresa que cualquiera sea el desenlace, lo que espera se traduzca en algún acuerdo, va a implicar un punto de inflexión, esto es, un cambio en la tendencia respecto de la tasa de crecimiento de la deuda pública de ese país, que es uno de los elementos que también generaba preocupación en cuanto a la proyección. A su juicio, la ausencia eventual de un acuerdo en esta materia tendrá más bien efectos cíclicos sobre la economía norteamericana, pero no estima que genere efectos estructurales. Sin embargo, señala que resulta evidente que esos efectos cíclicos, en una situación debilitada, son contraproducentes y que, en consecuencia, se espera que se resuelva adecuadamente ese tema.

En lo atinente al plano local, manifiesta que ha seguido profundizándose el escenario complejo en que la economía doméstica no solo se encuentra con sus brechas prácticamente cerradas, sino que incluso con el signo contrario, esto es, con actividad elevada, inflación baja y tasas de interés en torno a su nivel neutral.

Plantea que si existiera una situación económica internacional holgada, sin los riesgos que se enfrentan hoy día, lo más probable es que, en ese contexto, la decisión prudente a adoptar en esta oportunidad sería la de elevar la tasa rectora, porque esos excesos o crecimientos de demanda serían un anticipo de mayor inflación futura.

No obstante, indica que, al mismo tiempo, se tiene una situación inédita de políticas monetarias hiper expansivas e incluso se han efectuado recientemente anuncios en orden a que se mantendrán durante un período más prolongado y con metas que son distintas de lo habitual, lo que implicará que las tasas de interés probablemente se van a mantener bajas por un período aún más largo de lo previsto.

A su juicio, si bien no se puede descartar que podría producirse eventualmente un aumento de estas en caso que la prima de inflación se elevara, las tasas de interés reales, que son las que importan para estos efectos, serían muy bajas durante un período prolongado, lo cual genera también tensión en una economía abierta como la chilena.

Considerando ese solo elemento y no los aspectos internacionales, estima que a Chile le convendría reducir su tasa de interés en esta oportunidad, de manera de poder tener precios relativos más alineados acordes con la actualidad en la economía internacional, lo que se espera ocurra durante un período prolongado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que esta justificación para una eventual reducción de la tasa rectora constituye un argumento que desea adicionar a los que aparecen señalados en la Minuta de Opciones.





Indica que, por otra parte, la cuenta corriente es alta en cualquiera de sus medidas y además, sigue corrigiéndose al alza y también con una tendencia clara en lo futuro. En este sentido, expresa que se presenta actualmente un dilema en materia de política monetaria que es complejo resolver.

En este contexto, manifiesta que cualquier decisión que se adopte tiene carácter activa, aun cuando signifique mantener la tasa rectora, porque implica ejercer una opción. En estas circunstancias, estima que la opción correcta en esta oportunidad, aun cuando se tenga un dilema que sigue acentuándose en cada Reunión de Política Monetaria, es mantener la tasa en su nivel actual y el sesgo del Comunicado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán destaca que se trata de un aspecto que deberá seguir siendo objeto de análisis y profundización, por cuanto es conveniente que este dilema sea resuelto anticipadamente y de manera racional, en lugar de esperar que sean los eventos los que finalmente fueren una solución a este tipo de disyuntiva.

Por último, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que en razón de lo expresado y consistente con el contenido de la Minuta de Opciones, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 5% anual.

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.

Hace presente que en el escenario externo se ha observado una reducción de riesgos de eventos mayores en la Eurozona, que ha significado que los premios por riesgo, aunque todavía elevados, mantengan su trayectoria descendente. No obstante lo anterior, expresa que las cifras de crecimiento muestran un deterioro que ya alcanza a las economías más importantes de dicha región, que las proyecciones no son mejores, y que se espera que la Zona Euro mantenga bajos crecimientos por un período prolongado.

En cuanto a Estados Unidos de América, señala que se mantiene la incertidumbre con respecto al *"fiscal cliff"* y el techo de la deuda pública, y que concluye el plazo para lograr una solución. Agrega que el reciente anuncio de mayor expansividad de la política monetaria pone nuevas presiones sobre los países emergentes y que Japón sigue exhibiendo cifras que dan cuenta de un crecimiento muy modesto.

En lo concerniente al mundo emergente, manifiesta que hay mejores noticias sobre China, que pareciera que ha frenado su desaceleración y comienza una nueva fase de mayor dinamismo. Reconoce que evidentemente es temprano para sacar una conclusión definitiva, pero que al menos las noticias recientes son auspiciosas. Añade que Brasil mantiene un crecimiento débil, a pesar de las declaraciones de sus autoridades que esperaban una recuperación más fuerte a partir del tercer trimestre.

Además, destaca que el precio del cobre ha subido en forma importante desde la última Reunión de Política Monetaria, en tanto que en el resto de las materias primas se observan comportamientos mixtos, con alzas en alimentos y bajas en combustibles.

En lo atinente a Chile, se mantiene el elevado dinamismo de la actividad y el gasto. Sobre el particular, menciona que el crecimiento de la actividad de los últimos meses ha sorprendido al alza, más allá de los efectos puntuales derivados de elementos, tales como, días hábiles o bases de comparación, y que se espera un crecimiento algo más moderado en lo venidero.



Por su parte, indica que la demanda, si bien se ha desacelerado desde los niveles alcanzados en los años 2010 y 2011, ha sido con menos fuerza que lo esperado y, de hecho, se ha acelerado nuevamente en el margen, lo que ha contribuido a una ampliación del déficit de cuenta corriente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que quizás la sorpresa más relevante del último mes tiene que ver con que se mantiene una muy baja inflación, lo que hace pensar que se cerrará el año con cifras bajo el rango de tolerancia del Banco Central de Chile. Agrega que la inflación subyacente también se encuentra más cerca del 2% anual, y que incluso aquella inflación más relacionada con servicios y no transables se ha reducido en los últimos meses, aunque está por sobre el resto, más cercana a 4% anual.

En su opinión, no se vislumbran riesgos en esta variable en el corto plazo, aunque es evidente que con la dinámica que tiene el gasto y la actividad, los riesgos de mediano plazo subsisten. Resalta que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen ancladas a la meta del Banco. Asimismo, menciona que los aumentos en los salarios son consistentes con incrementos de la productividad que ha repuntado en lo más reciente, aunque reconoce que aún es temprano para sacar conclusiones definitivas sobre este fenómeno.

Por otra parte, indica que se ha observado alguna desaceleración en el crecimiento de las colocaciones bancarias.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que la encrucijada de política monetaria dice relación con la existencia de elementos que apuntan en la dirección de mayor expansividad de la política monetaria, particularmente factores externos, mientras otros lo hacen en la dirección de menor expansividad vinculados a la persistencia de factores internos. En todo caso, consigna que la Tasa de Política Monetaria vigente es de las mayores entre países con los que usualmente se compara a Chile, y, a su vez, definitivamente superior que la de economías desarrolladas y muy superior a la de la mayoría de las economías emergentes.

En estas circunstancias, plantea que no parece haber mayores cambios en relación al escenario de la última RPM, ya que siguen existiendo riesgos externos relevantes, con cifras de crecimiento muy bajas de las economías avanzadas y, por otra parte, el dinamismo en Chile sigue sorprendiendo al alza, aunque la inflación a la baja.

Basado en los antecedentes expuestos, estima que la opción planteada por la Gerencia de División Estudios es la adecuada. A su juicio, subir la tasa rectora no se condice con una situación externa delicada ni tampoco con la baja inflación actual y proyectada a corto plazo, así como su anclaje a la meta en el mediano plazo. Apoyan además esta visión el nivel relativamente elevado y el diferencial de tasas que hoy exhibe la economía chilena. Por otra parte, considera que bajar dicha tasa tampoco es compatible con una actividad y demanda que siguen exhibiendo más dinamismo que el esperado.

Por consiguiente, 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 y conservar 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:



193-01-121213 - 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, los riesgos sobre la situación fiscal y financiera en la Eurozona continúan elevados, y se mantiene también el riesgo de un ajuste fiscal abrupto en Estados Unidos. Las condiciones financieras internacionales son algo más favorables que un mes atrás y el dólar se ha depreciado en los mercados internacionales, al tiempo que la Reserva Federal ha anunciado nuevas medidas de estímulo monetario. Los antecedentes confirman la debilidad en el crecimiento de las economías desarrolladas, mientras que se observan señales más positivas en algunas economías emergentes. El precio del cobre ha experimentado un repunte, mientras que los combustibles presentan un retroceso.

En el plano local, los indicadores de actividad y demanda interna evolucionaron por encima de lo anticipado durante el tercer trimestre. El mercado del trabajo sigue ajustado. La variación negativa del IPC en noviembre se debió a factores puntuales. La inflación subyacente se mantiene en torno al 2% anual. Las expectativas inflacionarias en el horizonte de política permanecen alineadas con la meta. El peso se ha apreciado respecto del dólar.

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

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

  
MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente

  
RODRIGO VERGARA MONTES  
Presidente

  
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero

  
ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

  
MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

  
JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE  
Consejero