



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 190
celebrada el día jueves 13 de septiembre de 2012

En Santiago de Chile, a 13 de septiembre de 2012, siendo las 11:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asiste a esta Sesión el Subsecretario de Hacienda, señor Julio Dittborn Cordua.

Asisten también:

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 190, comunicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2013 se celebre el día 14 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales acontecimientos ocurridos desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, destaca las positivas señales políticas en Europa, aunque advierte que persisten problemas de carácter más estructural, por lo que se mantiene una alta incertidumbre.

En segundo término, consigna que los mercados han mostrado rendimientos positivos, lo que se refleja en el aumento de precios de los instrumentos que se transan en las bolsas de valores, en la caída de los premios por riesgo y en la depreciación del dólar estadounidense. Agrega que los precios de las materias primas también han registrado alzas.

En tercer lugar, comenta que las cifras de actividad confirman el bajo crecimiento de las economías desarrolladas y la desaceleración de las emergentes.

Asimismo, informa que algunos bancos centrales han vuelto a adoptar medidas de estímulo de sus economías, como es el caso de China, que inyectó liquidez, y el de Brasil y Suecia, que redujeron sus tasas de política monetaria.

A título de último comentario relevante de esta parte de su informe, señala que los mercados están atentos a la reunión de la Reserva Federal que se está desarrollando en esta misma fecha.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, refiriéndose al análisis de las principales noticias del mes.

En lo referente a Europa, menciona el programa de rescate en el mercado secundario, que considera la compra ilimitada de bonos a plazos de 1 a 3 años en dicho mercado vinculados a programa de rescate y la esterilización completa de esa operación, con el objeto de evitar la ocurrencia de escenarios catastróficos; que la inflación se mantendría sobre 2% atendido el precio de los combustibles, mientras que la actividad se mantiene débil y con riesgos a la baja. Alude también a los ajustes de gastos y a la reforma tributaria en Francia, por un monto de €33 billones, con la finalidad de reducir el déficit fiscal, y al hecho que la Corte Suprema de Alemania autorizó el Mecanismo Europeo de Estabilidad, pero limitando el monto máximo comprometido a €190 billones.

En materia de calificación de riesgo, informa que Moody's objetó la clasificación de riesgo "Aaa" de Estados Unidos de América debido a su alta deuda pública; que mantuvo la calificación "Aaa" de Suiza y que colocó en perspectiva negativa la deuda de largo plazo de economías de la Unión Europea.

Agrega que Fitch mantendrá la clasificación de riesgo "BBB" de España aun cuando dicho país solicite ayuda al Mecanismo Europeo de Estabilidad, y que el Reino Unido pondría en riesgo su calificación "AAA" en caso que el gobierno se aleje del cumplimiento de su plan de austeridad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, destaca que la carrera presidencial norteamericana ha entrado en la recta final y en este sentido, señala que la situación económica estará en el centro del debate, enfocada principalmente en el gasto del gobierno, los impuestos y la creación de empleo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se refiere al programa de rescate anunciado por el Banco Central Europeo y solicita que se precise si los recursos entregados en oportunidades anteriores retornaron a ese Organismo en calidad de depósitos.

El señor Sergio Lehmann responde que ese programa operó anteriormente en la forma indicada por el Presidente señor Rodrigo Vergara.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca de la razón por la cual este programa de rescate considera únicamente la adquisición de bonos a plazos de 1 a 3 años y excluye, por tanto, a aquellos de plazos superiores.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera expresa que tal decisión obedece a la necesidad de estabilizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, para lo cual son relevantes los títulos de 1 a 3 años plazo. Acota que si bien ello podría constituir simplemente una autolimitación como resultado de la negociación de dicho programa, la explicación oficial se fundamenta en que de esta forma, la política monetaria del Banco Central Europeo puede difundirse de manera homogénea en todos los países.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán alude a una serie de normas de carácter complementario asociadas al Mecanismo Europeo de Estabilidad, que facultan al Banco Central Europeo para ejercer una mayor regulación y supervisión a nivel de esa región, que le permitirían resguardarse de los riesgos que conlleva esta operación. Al respecto, expresa su preocupación por el hecho que, en principio, estas normas complementarias entrarían en operación a mediados del próximo año, esto es, en una fecha posterior a aquella en que se materializarían las compras de bonos y que, por lo tanto, el Banco Central Europeo no tendría las facultades necesarias para poder resguardar sus propios riesgos al efectuar tal operación de rescate.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan manifiesta que en lo concerniente a una supervisión bancaria conjunta, solo se cuenta con la propuesta de la Comisión Europea presentada el día de ayer, que aún debe superar trámites de orden legislativo y eventualmente algunas aprobaciones. Hace presente que esta propuesta también enfrenta problemas relativos al plazo explícito de su entrada en operación, que puede ser incluso más prolongado que el mencionado por el Vicepresidente señor Manuel Marfán, atendidas las complejidades derivadas de la oposición inicial de Alemania en orden a que el Banco Central Europeo supervise bancos de tamaño pequeño. En todo caso, informa que la propuesta antedicha señala explícitamente que la referida supervisión abarcará a todos los bancos, independientemente del volumen de sus operaciones o patrimonio, porque todos ellos forman parte del sistema bancario.

Además, comenta que una vez que esté establecido este mecanismo de supervisión conjunta solo se podrán otorgar préstamos directos a los bancos y que, por lo tanto, hasta esa fecha ello se materializará a través de los gobiernos. Agrega que la única salvaguardia existente, radica en que el programa de compras del Banco Central Europeo está condicionado a la solicitud de un programa o a que los gobiernos estén acogidos a algún esquema que cuente con su respaldo, con el de la Comisión Europea o del Fondo Europeo de Estabilización Financiera. Explica que con ello se pretende que el riesgo moral de los gobiernos o los incentivos para continuar cumpliendo con el plan de reforma no se diluyan por la situación de los mercados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Acota que, en todo caso, su efectividad es discutible, aun cuando los préstamos del Banco Central Europeo estarían sujetos a un resguardo fiscal y que la supervisión conjunta comenzaría a operar una vez que se hayan concedido los préstamos a la banca.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación e informa que los CDS soberanos han bajado, especialmente aquellos de los países de la periferia de Europa. En este aspecto, destaca la caída que registran los CDS de Portugal, alcanzando con ello niveles no muy distintos de los que exhiben actualmente España e Italia. Agrega que también se observan caídas de CDS de otras economías, tales como Australia, Nueva Zelanda y algunas otras economías emergentes.

En cuanto a los *spreads* sobre los bonos alemanes a 2 y 10 años, hace notar que en el caso de Portugal, país que está cumpliendo sus compromisos con el Fondo Monetario Internacional y con la Comunidad Europea en materia de ajuste fiscal, exhibe las mayores caídas, en torno a 150 y 200 puntos base, respectivamente, y que con ello, sus bonos podrían ser adquiridos eventualmente por el Banco Central Europeo.

Por último, señala que los CDS bancarios también han retrocedido de manera importante, particularmente los de bancos europeos.

En lo concerniente a la volatilidad de los mercados, menciona que no se presentan cambios significativos y que se encuentra en niveles relativamente bajos, no muy distintos de los promedios históricos. Agrega que los premios por riesgo corporativo han registrado movimientos más bien leves tanto en las economías emergentes como desarrolladas, y con alguna mayor fuerza en el caso de las empresas *high yielders*.

En cuanto a los indicadores de liquidez en dólares estadounidenses, comenta que muestran mejoras bastante significativas, particularmente en el caso de la Zona Euro.

En materia de bolsas de valores, destaca las ganancias exhibidas por estas luego de los anuncios del Banco Central Europeo y de las medidas de estímulo adoptadas en China. Hace notar que las recuperaciones más significativas se observan en Europa, especialmente en Alemania y Francia, y que los mercados bursátiles de economías emergentes también muestran incrementos relativamente importantes, en respuesta a las referidas medidas de estímulo en China.

En lo referente a las tasas de interés, plantea que las tasas largas muestran aumentos en la punta, reflejo de un mayor apetito por riesgo. En este sentido, explica que se han observado cambios en los portafolios desde renta fija a renta variable, lo que se ha traducido en ciertos aumentos de la tasa de interés a 10 años, aunque sus niveles siguen siendo bajos en términos históricos.

Asimismo, hace presente que continúa la entrada de capitales a economías emergentes, especialmente a América Latina en las últimas dos semanas, y que estas se concentran fundamentalmente en bonos.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, resaltando la apreciación de las monedas con respecto del dólar norteamericano, en particular la del euro, a propósito de las medidas anunciadas por el Banco Central Europeo. Por el contrario, destaca la depreciación del dólar multilateral de Estados Unidos de América, así como la del dólar australiano, afectado especialmente por las noticias procedentes de China, por cuanto ha mostrado un movimiento distinto de lo observado en episodios anteriores. Acota que el peso chileno se ha apreciado en 1,9% respecto de la última Reunión de Política Monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica, además, que al observar las paridades agregadas por regiones desde al año 2009 a la fecha, se advierte que con la sola excepción de Europa emergente, todas ellas figuran apreciadas en relación con sus promedios del período.

En cuanto a las economías exportadoras de *commodities*, específicamente Australia, Nueva Zelanda y Canadá, señala que las monedas respectivas se encuentran apreciadas respecto de los promedios correspondientes al período precrisis, esto es, a los años 2000 al 2007, al período postcrisis que comprende los años 2009 al 2012 y al de los últimos doce años. Agrega que los monedas de Asia emergente y América Latina también se muestran más apreciadas, en tanto que las de Europa emergente figuran por sobre el promedio de los últimos tres años.

A continuación, el señor Sergio Lehmann manifiesta que se han identificado cuatro variables que explicarían significativamente la evolución del tipo cambio real, TCR. Al efecto, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 15 de la presentación, que dan cuenta de la diferencia entre el TCR de julio de 2012 y el promedio 2000 al 2007, comparada con las citadas cuatro variables, esto es, el crecimiento acumulado del PIB del período 2007 al 2012, el diferencial de tasas de interés reales externas *versus* las locales, el cambio en los *spreads* de CDS y los términos de intercambio respecto del promedio de los años 2000 al 2007.

Explica que en el eje Y se mide el movimiento del TCR, en que los valores negativos indican apreciaciones del TCR y los positivos, depreciaciones; por lo que crecimientos del PIB, diferenciales de tasas y términos de intercambio más altos serían consistentes con un TCR más apreciado y caídas en CDS explicarían también TCR más apreciado.

De los resultados obtenidos, se infiere que en el caso particular de Chile, los cambios registrados por los CDS indican que el TCR registró una apreciación mayor, que los términos de intercambio sugieren que la apreciación del TCR podría haber sido algo mayor, como asimismo, que se mantuvo en línea en lo que se refiere a tasas de interés reales y crecimiento acumulado del PIB en el período 2007 al 2012.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann se refiere a los indicadores de actividad. Sobre el particular, expresa que los indicadores de Estados Unidos de América son mixtos, ya que por un lado exhiben cifras de ventas minoristas algo mejores, pero por otro, se observa una mayor debilidad en el sector empleo. De hecho, informa que al comienzo de la presente jornada se dio a conocer el último dato sobre peticiones iniciales de subsidio de desempleo, que fue más negativo que lo estimado por el mercado.

Hace presente que las últimas cifras de la Zona Euro han estado en línea con lo proyectado, mientras que en Japón y especialmente en China, estas han sido más negativas que lo anticipado.

Agrega que en materia de confianza, la situación es similar, esto es, resultados mixtos en Estados Unidos de América, más bien negativos en la Zona Euro y Alemania, mixtos en Japón y particularmente negativos en China.

Asimismo, menciona que la producción industrial continúa bastante plana tanto en economías desarrolladas como en el mundo emergente, y que los PMI manufactureros se ubican, en promedio, bajo el pivote 50. En cuanto a los PMI de servicios, indica que exhiben cifras mixtas, al superar el eje 50 en las economías desarrolladas y en las emergentes, sin perjuicio de indicar que quedan bajo ese nivel al excluir a China. En todo caso, precisa que la



BANCO CENTRAL DE CHILE

muestra de economías consideradas en el grupo de las emergentes es pequeña y que se encuentra muy influida por los PMI de servicios de Brasil y Corea, que han exhibido cifras por debajo del pivote 50.

A continuación, el señor Sergio Lehmann destaca que el mercado laboral de Estados Unidos de América es motivo de especial atención, por cuanto lo identifican como el punto más débil en la recuperación de esa economía. En este sentido, comenta que la cifra correspondiente al mes de agosto pasado da cuenta de la creación de nuevos empleos, pero por debajo de lo anticipado. Sin embargo, subraya que la tasa de desempleo está cayendo, particularmente en aquel segmento de personas que han estado desempleadas por más de seis meses y que, por lo tanto, no pueden hacer uso de los subsidios de desempleo y recibir ayuda del Estado.

Expresa que se ha observado también una caída en la fuerza de trabajo, lo que se relaciona con personas que habrían buscado trabajo durante largo tiempo y que luego decidieron desempeñarse por cuenta propia.

Por último, menciona que los subíndices de empleo de la encuesta ISM están muy cerca del pivote de 50, reflejando la debilidad en la creación de empleo, y que las solicitudes de subsidio de desempleo, si bien están en línea con el promedio histórico, son claramente bajas para períodos de recuperación.

En lo atinente a China, señala que la desaceleración ha estado marcando el desarrollo de esta economía y las expectativas de nuevos y mayores estímulos. En este sentido, precisa que las autoridades chinas anunciaron medidas de inyección de liquidez y que el Fisco ha aumentado el gasto público de manera importante, particularmente la inversión, aunque ello aún no se ha visto reflejado en los indicadores. De hecho, comenta que la producción industrial ha crecido sistemáticamente por debajo de lo registrado en meses anteriores, que las ventas minoristas se desaceleran y que la confianza del consumidor también ha disminuido. Finalmente, recalca que las exportaciones y las importaciones también se han desacelerado de manera importante y que la inflación ha tendido a estancarse.

Al proseguir con su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere a la inflación. Al respecto, informa que los IPC totales de la mayoría de los países muestran retrocesos, en línea con holguras de capacidad relativamente importantes, salvo algunas excepciones, como Brasil, cuyo último registro mostró un leve repunte. Añade que las inflaciones subyacentes exhiben bastante estabilidad; que las inflaciones de energía han tendido a estabilizarse tras algunas caídas, excepto en Estados Unidos de América y Chile; y que los IPC de alimentos han experimentado movimientos mixtos.

En cuanto al *heat map* de inflación, que se contiene en la lámina N° 24 de la presentación, hace notar que no muestra cambios significativos respecto de la RPM anterior. No obstante, enfatiza que en Asia emergente se observan enfriamientos importantes, en línea con una percepción de una actividad más débil que lo previsto y muy influenciada por la evolución de China; y que Corea, en particular, que exhibe un nivel de inflación por debajo de su meta, ha establecido medidas de estímulo fundamentalmente por el sector fiscal.

Sin embargo, menciona que en materia de política monetaria, el Banco de Corea decidió en su reunión de hoy mantener su tasa sin variación, a diferencia de lo que esperaba el mercado. Agrega que otros bancos centrales, como el de Suecia, recortó su tasa en 25 puntos base, en circunstancias que se esperaba que no variaría; que el Banco Central de Brasil no solo la redujo en 50 puntos base, sino que se espera un nuevo recorte en su próxima reunión; y que el Banco Popular de China ha estado inyectando liquidez para estimular su economía.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de expectativas, plantea que los cambios son bastante marginales, algo por debajo de lo observado el mes anterior.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a Brasil, específicamente a la evolución de su tasa rectora y a la inflación. En lo concerniente a la tasa de política monetaria, TPM, destaca el alza experimentada a partir del año 2010 y hasta mediados del año 2011, cuando el mercado esperaba que se mantuviera. Sin embargo, hace notar que el Banco Central de ese país comenzó a reducirla de manera sistemática a contar de esa última fecha, en línea con las indicaciones de una desaceleración de la actividad mucho mayor que la prevista. De hecho, recuerda que la inflación cayó de manera relativamente rápida, desde niveles en torno a 7,5% a 8%, a una velocidad mayor que la esperada por el mercado. Hace presente que actualmente se espera un aumento de la inflación hasta llegar a niveles cercanos al 6% hacia el año 2013, un recorte de la tasa rectora de 25 puntos base en la próxima Reunión y, luego, que ella se va a mantener por una parte importante del próximo año.

Además, destaca el aumento significativo de los precios de los *commodities*, particularmente del cobre y del oro, de 9% y 8%, respectivamente, en tanto que el del petróleo WTI experimentó un alza cercana a 4% y el del petróleo Brent se mostró estable.

En lo relativo a alimentos, señala que la situación es mixta, ya que el precio del trigo registró aumentos marginales, mientras que los del arroz y maíz retrocedieron.

En cuanto a precios de energía, indica que la gasolina y el petróleo registraron incrementos. De hecho, precisa que el índice agregado de Goldman Sachs exhibió un aumento de 3,4% durante el último mes.

Asimismo, hace presente que los índices FAO de cereales y de alimentos, correspondientes al cierre del mes de agosto, no mostraron cambios, pero que en lo más reciente se ha advertido un leve incremento del precio de cereales, producto fundamentalmente del alza del precio del trigo, que se compensa parcialmente por la caída en el precio del arroz.

Explica que la mantención del índice FAO alimentos en el mes de agosto se debió fundamentalmente a que los aumentos del precio de la carne, lácteos y, en muy menor medida de los cereales, fueron compensados por la caída en el precio del azúcar. Comenta que ello no fue anticipado por los precios futuros, pero que sí se espera un posible aumento hacia fines del mes de septiembre, fundamentalmente por una nueva alza del precio de la carne, para luego comenzar a desacelerarse gradualmente los incrementos de la inflación de alimentos.

En lo concerniente al precio del petróleo, advierte que los futuros están dando cuenta de trayectorias algo más elevadas que las observadas en la última RPM.

Hace notar que en el año 2007, seis meses antes del *peak* registrado por el precio del petróleo, el mercado anticipó ciertas caídas, y que entonces los *shocks* de precios provenían fundamentalmente por el lado de la demanda. Hoy día, en cambio, provienen principalmente de la oferta.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por alguna razón específica que explique el alza del precio del petróleo, distinta de los problemas geopolíticos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann señala que en el caso particular de la gasolina, hay elementos asociados a una capacidad de refinación muy ajustada, particularmente en México, que presiona la demanda por gasolina desde Estados Unidos de América. Indica que a ello se suman ciertos factores de estacionalidad propios de esta época del año.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, refiriéndose al cobre. Sobre el particular, informa que las importaciones de China han mostrado una desaceleración importante, aunque aún se observan aumentos en doce meses, y que la trayectoria de su precio es al alza.

Plantea que en esta oportunidad se referirá el precio del hierro, considerando que se ha mostrado especialmente sensible a las noticias de desaceleración de la actividad en China. Al efecto, exhibe el gráfico que se contiene al lado derecho de la lámina N° 32, que muestra una serie referente al precio del hierro desde mediados del año 2008 a la fecha, reproducida sobre la base de datos obtenidos de Bloomberg, y que da cuenta de una caída significativa en las últimas seis semanas, seguida de una leve recuperación, a propósito de las medidas adoptadas en China recientemente y de expectativas sobre estímulos adicionales por parte de las autoridades de esa economía.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere al mercado de metales. Sobre el particular, plantea que el precio del cobre se ha movido en línea con otros metales, como el zinc, estaño, aluminio y plomo, y reitera que el precio del hierro ha disminuido, particularmente en las últimas seis semanas, a propósito de noticias de desaceleración de China. Hace presente que el hierro, a diferencia de los otros metales analizados, es mucho más abundante y que, de hecho, el alza significativa que experimentó su precio a fines del año 2007 habría obedecido al desarrollo de una gran cantidad de proyectos asociados con la extracción de ese metal, mientras que actualmente, tal abundancia relativa explica esta mayor sensibilidad en lo relativo a la actividad en China. Acota que se seguirá monitoreando la evolución del precio de este metal, considerando especialmente la diferenciación que ha exhibido en las últimas seis semanas respecto de los otros metales analizados.

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

El Consejero señor Sebastián Claro destaca la evidente mejora que exhibe la Eurozona en los últimos dos o tres meses, que se ha visto reflejada en todos los mercados. A su juicio, ella se asocia principalmente a una mayor disposición del Banco Central Europeo de abordar los problemas de España e Italia de manera más directa, así como también la mostrada por la Canciller alemana señora Angela Merkel de apoyar las medidas anunciadas por el Presidente del Banco Central Europeo señor Mario Draghi. No obstante, plantea que aún están pendientes y, por lo tanto son fuente de incertidumbre, los planes de ajuste que deben establecer a cambio España e Italia.

En lo concerniente al precio de los *commodities*, señala que le merece dudas que el precio del cobre esté aumentando con motivo de las noticias acerca de un mayor estímulo en China, porque ellas obedecen precisamente al grado de debilidad que presenta esa economía. En su opinión, dos hipótesis alternativas para explicar esta situación corresponden, por una parte, a que la oferta de cobre en el mundo ha ido respondiendo a la demanda de manera más lenta que lo esperado y, por otra, a la existencia de un componente financiero en ello.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, comenta que la caída mayor que registran algunos países en desarrollo obedecería a un retroceso significativo del comercio internacional, y que se observa también una contracción importante de los créditos de comercio exterior de los bancos europeos. En cuantos a estos últimos, consulta si se cuenta con información que pueda corroborar o no esa hipótesis.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que le sorprende que Israel haya sido capaz de depreciar su moneda respecto del dólar estadounidense y que, al mismo tiempo, exhiba registros de inflación anual que se ubican en la parte inferior de su rango meta. En su opinión, esa economía muestra cifras bastante envidiables en la actualidad, razón por la cual plantea la conveniencia de conocer con mayor detalle el curso de las medidas adoptadas en ese país que han favorecido estos resultados.

En segundo término, indica que, a su juicio, muchas de las medidas tendientes a fortalecer el rol regulador y supervisor del Banco Central Europeo son concordantes con la idea de tener una unión bancaria.

Agrega que si bien le parece que la mayor disposición del Banco Central Europeo de aportar liquidez a los estados soberanos va en la dirección correcta, esta sería tardía, involucraría montos insuficientes y, por tanto, podría ser ineficaz. En su opinión, la respuesta debió haber sido inmediata, como en el caso de la denominada "crisis del tequila" en México, cuando Estados Unidos de América, en una acción conjunta del Tesoro y la Reserva Federal, respondió inmediatamente a los problemas de pagos de la economía mexicana, resolviendo con ello adecuadamente la situación de credibilidad que presentaba dicha economía. Enfatiza, por tanto, en la necesidad de otorgarle este carácter a la operación que efectúa el Banco Central Europeo, para lo cual considera que tendría que ser de magnitudes elevadas para que produzca un impacto efectivo a través de informar acerca de las garantías o el origen de los recursos que ese Organismo destinará al efecto.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que las perspectivas de Europa de largo plazo presentan una clara mejoría, si bien resalta que aún falta por conocer la hoja de ruta fiscal. Hace presente que, en el corto plazo, ello ha implicado un alivio financiero significativo, no solamente para los gobiernos, sino que también para el sector corporativo de países en problemas, tales como España e Italia, razón por la cual se podría esperar una situación económica algo más favorable en los próximos meses. Agrega que esta credibilidad se funda también en la idea de que España solicitará el rescate financiero.

En opinión del Consejero señor Joaquín Vial, merece especial atención que a medida que se va consolidando una institucionalidad más fuerte en la Zona Euro, se reduce el costo que involucra deshacerse de aquellas economías que presentan dificultades y que con ello, aumenta el riesgo de ocurrencia de situaciones similares a la de Grecia, que generen incertidumbre y volatilidad.

En lo atinente al impacto de la situación externa sobre la economía chilena, destaca la importancia que reviste la evolución de China, por lo que plantea la conveniencia de contar con un análisis en perspectiva sobre el conjunto de medidas de estímulo anunciadas en ese país, comparadas, por ejemplo, con aquellas adoptadas en el año 2009.

Finalmente, manifiesta concordar con el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a las razones que explicarían el alza del precio del cobre. Asimismo, alude a la importancia que ha adquirido China en el mercado de cobre y lo poco transparente que es esa economía, lo que ha introducido un nivel de incertidumbre significativo en dicho mercado que convendría aclarar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, si el alza del precio de este metal obedece a una situación de oferta, no generaría un problema mayor. En todo caso, sugiere consultar con personeros de la industria del cobre acerca de la demanda que observan por parte de sus clientes, especialmente de los importadores chinos, atendido el hecho que entre los meses de septiembre y octubre se negocian los contratos para el año siguiente.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que los acontecimientos de las últimas semanas permiten mantener un cierto grado de confianza acerca de la evolución de la economía mundial. Destaca que continúan observándose condiciones relativamente favorables para Chile, pero advierte que nuevos flujos de capitales hacia el país y el alza del precio del cobre podrían generar una apreciación del tipo de cambio, lo que no solo obliga a estar alerta frente a los riesgos que ello conlleva, sino que impone desafíos no menores en cuanto a la forma de reaccionar a esas fuentes de riesgos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita profundizar en lo referente a los flujos de capitales hacia economías emergentes, en particular hacia América Latina; y se suma a las dudas planteadas precedentemente acerca de las razones que explicarían el alza del precio del cobre.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que si bien persiste la debilidad de la economía mundial, es destacable, desde una perspectiva de largo plazo, que los países que tenían superávit lo han ido reduciendo y lo propio han realizado aquellos otros que registraban déficit en el sentido correcto, como es el caso de China, Estados Unidos de América, Japón y algunas economías europeas.

En segundo lugar, plantea que el euro se ha depreciado frente a otras monedas, como el peso y el dólar australiano, y que, por lo tanto, se habría apreciado principalmente en relación con el dólar norteamericano.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan procede a responder la consulta formulada por el Consejero señor Sebastián Claro en lo concerniente a la eventual y significativa contracción de los créditos de comercio exterior de los bancos europeos. Al respecto, señala que la información disponible internamente da cuenta de que han disminuido los créditos desde bancos europeos hacia bancos o empresas chilenas y que estos han sido sustituidos por créditos de Canadá, Estados Unidos de América, Gran Bretaña y de algunos países asiáticos, así como también con fuentes de financiamiento alternativas, como es el caso de las emisiones de bonos del Banco Santander Chile y del Banco Crédito e Inversiones, BCI, y líneas de certificados de depósito de Corpbanca en el Estado de Nueva York. Agrega que ello habría acontecido también dentro de Asia, donde se ha observado una recomposición de las fuentes de financiamiento dirigida a aquellos países que lo necesitan.

Además, hace presente que un par de noticias potenciales en España, que se conocerían en los próximos días, podrían enturbiar el ambiente más favorable que se observa en la Eurozona. Indica que la primera de ellas dice relación con los resultados de los *stress tests* micro de los bancos, por cuanto ha surgido un grado de especulación al no haberse publicado en el día de ayer, como estaba programado. De hecho, señala que se especula que los resultados serían más negativos que lo que han revelado los *stress tests* macro realizados tiempo atrás, generándose incertidumbre en el mercado.

Por último, manifiesta que es importante conocer con exactitud qué tan severa ha sido la salida de capitales de algunos de estos países en problemas. A título ejemplar, informa que los datos más recientes en materia de balanza de pagos sugieren que en España los egresos habrían sido del orden del 20% del PIB, que habrían sido suplidos con otras fuentes de financiamiento y con recursos del Banco Central Europeo. En su opinión,



BANCO CENTRAL DE CHILE

corresponde estar atentos a la forma en que la solución de los problemas financieros va generando un freno a la salida de capitales, lo que impacta al sector público, a la banca y a las empresas de esos países.

El Consejero señor Enrique Marshall, a propósito de lo comentado por el señor Kevin Cowan, destaca la operación bajo la norma 144 A de la SEC efectuada recientemente por el BCI, consistente en la emisión de bonos que requieren el cumplimiento de un número menor de exigencias para su inscripción en la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de América. Consigna que esta operación constituye la primera de este tipo por parte del BCI y sustituye fuentes de financiamiento tradicionales, dado que los mercados europeos se encuentran prácticamente cerrados. Añade que los mercados asiáticos también constituyen fuentes de financiamiento alternativas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta la emisión de bonos efectuada por el Banco Santander, precisando el señor Kevin Cowan que la emisión fue realizada el día de ayer y que su monto alcanzó a US\$750 millones.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera destaca que en un contexto de mejoramiento general de las condiciones financieras, que se refleja en los indicadores de costo de financiamiento externo que se observan a nivel local, Corpgroup y Corpbanca también efectuaron una emisión por un monto cercano a US\$ 300 millones.

En cuanto al precio del cobre, señala que la Gerencia de División a su cargo comparte la complejidad acerca de las razones que explicarían esta situación, agregando que no tiene coherencia con el resto de los indicadores de la economía china.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann procede a responder las consultas y comentarios formulados por los señores Consejeros. En primer término, hace presente que lo relativo al precio del cobre también se hace extensivo al resto de los metales. Plantea que ante señales de estímulo monetario, se produce un cambio en la composición de la demanda desde consumo a inversión y que, en general, la inversión tiene un componente relacionado con metales que es más marcado que tratándose del consumo.

En lo atinente a Europa, comparte que las señales son algo más positivas. En este sentido, indica que Alemania se muestra más dispuesta a colaborar con las medidas del Banco Central Europeo y con la Comunidad Económica Europea como un todo, en respuesta a que su actividad se ha visto claramente afectada por lo que acontece en el resto de los países europeos.

En relación con Israel, aclara que no es un país exportador de *commodities*, sino que de tecnología y que Europa es particularmente importante para esa economía, en términos de su canasta exportadora y de destino, de lo que es para América Latina, razón por la que los hechos que afectan a esta región no necesariamente pueden hacerse extensivos a Israel.

Por último, señala que en términos de flujos de capitales, los últimos registros dan cuenta de que América Latina aparece más atractiva en relación a otras regiones emergentes. Sin embargo, advierte que los datos disponibles aún no capturan la información de las últimas semanas y, por lo tanto, no tienen incorporado el efecto positivo en materia de bolsas y disminución de *spreads* que significó la medida anunciada por el Banco Central Europeo. Anticipa que con ella, es probable que se reafirmen las economías emergentes, y especialmente América Latina, como destino de los flujos de capitales.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sostiene que un mayor o menor optimismo debiera reflejarse, entre otros indicadores, en el VIX. Destaca que este indicador ha explicado de manera sistemática y significativa los precios de los *commodities*, en particular el del cobre, según lo ha demostrado el modelo utilizado internamente para esos efectos. En consecuencia, plantea que si la probabilidad de escenarios muy adversos se reduce, este podría explicar en parte el comportamiento del precio de algunos *commodities*.

El Gerente de Estabilidad Financiera señor Luis Opazo solicita la palabra para aportar antecedentes adicionales sobre los flujos de capitales. Sobre el particular, señala que en las últimas semanas, se observa tanto en Chile como en la totalidad de las economías emergentes que la renta variable decrece de manera bastante significativa. De hecho, indica que hasta dos semanas atrás, se acumularon entradas de capitales de renta variable de manera sistemática, pero que en las últimas semanas se revirtieron en cerca de US\$1.600 millones, monto que es muy relevante para el período y la tendencia observada.

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

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

En primer término, indica que el IMACEC del mes de julio creció 5,3%, en línea con lo proyectado en la RPM anterior, lo que es también consistente con el escenario del último Informe de Política Monetaria, IPoM de septiembre de 2012, y algo por sobre lo contemplado por la Encuesta de Expectativas Económicas de hace un mes que estimó una cifra de 5%; y que la demanda interna también habría crecido en torno a 5%, lo cual también es plenamente coherente con las estimaciones contenidas en dicho Informe.

En segundo lugar, expresa que las expectativas de consumidores y empresarios subieron de manera importante en el mes de agosto pasado, mientras que las distintas medidas de riesgo retrocedieron y que el tipo de cambio volvió a apreciarse.

Agrega que la inflación del mes de agosto estuvo por debajo de lo esperado, registrando sorpresas importantes en el componente subyacente, que cayó mes a mes de manera notoria. Precisa que con ello se redujo la proyección de inflación al mes de diciembre del presente año hasta un 2,2%, respecto del 2,5% contemplado en el citado IPoM. Precisa que si bien esta proyección no incluye las modificaciones del SIPCO aprobadas en el día ayer, una estimación preliminar daría cuenta que no la afectarían significativamente.

A título de última información relevante del mes, consigna que las expectativas de mercado apuntan a que se mantendrá la TPM por un tiempo prolongado.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, comentando los datos de actividad. Sobre el particular, menciona que el IMACEC del mes de julio alcanzó a un 5,3%, lo que es coherente con una variación mensual de 0,4%, da cuenta del tercer mes consecutivo de variaciones de dicho Índice en torno a su trayectoria de tendencia y contrasta además con los registros observados en el primer semestre del presente año, cuando que se advirtieron variaciones por sobre 0,6% mes a mes, lo que refleja un grado de desaceleración de la actividad, aunque no lo suficiente para cerrar las brechas de holgura.

Hace presente que, recientemente, se ha advertido una clara caída en la percepción de riesgo. En este sentido, plantea que el indicador sintético internacional se ha comportado de manera similar al VIX, y que el indicador local también registra un retroceso,



BANCO CENTRAL DE CHILE

reflejando que los *spreads* bancarios a los cuales se endeudan los bancos en el exterior no solo han disminuido de manera importante en los últimos días, sino que exhiben el nivel más bajo desde mediados del año 2011.

Asimismo, comenta que las expectativas de los consumidores y empresas también han aumentado, en especial las perspectivas del sector construcción.

En materia de colocaciones, señala que tanto las de consumo como las comerciales han tendido a estabilizarse. Añade que las colocaciones de comercio exterior registran un crecimiento cercano a 12% anual en dólares estadounidenses, luego de anotar tasas de incremento del orden de 40% el año pasado, oportunidad en que dieron cuenta de una clara recuperación post crisis.

En lo atinente a las expectativas de los hogares, hace notar que en el mes de agosto, los indicadores del IPEC que exhibieron un mayor aumento fueron los relacionados con la percepción de compra de artículos para el hogar, automóviles y viviendas. Indica que ello podría traducirse en un grado de riesgo para la evolución del consumo en los próximos meses, especialmente del componente durable. En todo caso, manifiesta que si bien el comportamiento del consumo se ha mantenido cercano a los fundamentos, en particular la masa salarial, dicho elemento podría generar una suerte de reaceleración del consumo en los próximos meses, contrariamente a lo contemplado como escenario base en las proyecciones.

Informa, además, que la inversión exhibe un cierto repunte, en particular aquella en maquinarias y equipos, en razón de algunos hechos puntuales incorporados solo parcialmente en las proyecciones, tales como las importaciones de aviones efectuadas por la empresa aérea Lan. En todo caso, precisa que no muestran un cambio de tendencia muy importante en el caso de inversión en maquinarias.

En lo concerniente a la construcción, advierte una cierta desaceleración en la inversión. En este sentido, señala que el indicador sintético ha caído desde tasas del 20% a tasas en torno al 10% en lo más reciente, lo que explica la desaceleración del IMACEC de construcción. Acota que en este aspecto, el indicador sintético se basa en indicadores duros y blandos, en que los primeros consistentes en ventas de proveedores, despacho de material, venta de cemento y hormigón no muestran una desaceleración tan clara en la punta, mientras que los segundos registran un caída y corresponden a permisos de edificación reflejados en un promedio móvil histórico, que no necesariamente son demostrativos de construcción efectiva. De hecho, comenta que otros indicadores del sector construcción, tales como las ventas de viviendas, exhiben un dinamismo elevado, a lo que se suma que las expectativas de las empresas del sector han mejorado levemente.

En cuanto al comercio, comenta que los últimos datos sobre este sector también dan cuenta de una leve reaceleración, que se asocia principalmente a las ventas de bienes durables, como es el caso de automóviles.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que resulta extraño que las ventas de viviendas se aceleren significativamente y que sus precios aumenten, en circunstancias que los créditos para la adquisición de vivienda muestren tasas de crecimiento estables, por lo que consulta si se ha evaluado la coherencia entre estas tres variables.

El señor Claudio Soto responde que una parte del aumento de las ventas de viviendas responde a enajenaciones de inmuebles en construcción y promesas de compra, por lo que no necesariamente se han materializado en el otorgamiento de un crédito hipotecario, por lo que se podría observar un repunte de este tipo de créditos en los próximos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera indica que quienes elaboran estas cifras incluyen en ellas no solo las ventas de departamentos terminados, sino que también aquellas ventas en verde, que pueden materializarse dentro del plazo de un año. Agrega que el mercado inmobiliario se ha enfocado desde ventas de viviendas existentes a aquellas que se encuentran en etapa de construcción, que alcanzarían alrededor del 70% de las órdenes de venta.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que la industria registra una leve desaceleración, lo que es coherente con una acumulación de inventarios muy significativa en el segundo trimestre, que debería ir disminuyendo en los próximos meses, así como también con la disminución de las exportaciones, afectadas por la crisis europea. De hecho, indica que al descomponer las exportaciones industriales por región, solo Europa exhibe una contribución negativa en su crecimiento.

Por otra parte, manifiesta que el mercado laboral se mantiene estrecho y que la tasa de desempleo es históricamente baja. No obstante, menciona que la creación de empleo, tanto asalariado como de cuenta propia, se ha moderado en los últimos meses.

A continuación, el señor Claudio Soto destaca que las proyecciones que resultan de incorporar los nuevos antecedentes disponibles desde el último IPoM no varían respecto de las contempladas en dicho Informe. Sin embargo, indica que si bien los datos de IMACEC y de demanda estuvieron plenamente en línea con la proyección, se observan algunos elementos de riesgo vinculados al aumento de las expectativas y al alza de las importaciones de maquinarias y equipos. De acuerdo con ello, la demanda interna crecería un 5% en el tercer trimestre frente al 7,1% del trimestre anterior, y el componente final que excluye los inventarios registraría una desaceleración algo más gradual.

Asimismo, hace presente que la proyección del PIB considera un crecimiento de 5,2% y de 4,5% para el tercer y cuarto trimestre del presente año, respectivamente, precisando que el menor crecimiento de 4,5% previsto para el último trimestre del presente año obedece a dos componentes importantes, que corresponden a un efecto base que es más exigente, ya que en el cuarto trimestre del año pasado se produjo una aceleración de la economía y además en ese próximo trimestre se observarían efectos mayores derivados de las tensiones financieras y la menor actividad mundial. Por lo expuesto, este año el PIB experimentaría un crecimiento de 5,1%.

Además, destaca que las expectativas del mercado se han alineado con las proyecciones del último IPoM. De hecho, consigna que la última Encuesta de Expectativas Económicas proyecta un crecimiento de 5% para el presente año y de 4,5% para el próximo, cifras que corresponden exactamente al centro del rango de proyecciones de crecimiento para los años 2012 y 2013 publicados en dicho IPoM.

El señor Claudio Soto expresa que de acuerdo con las proyecciones internas, el IMACEC del mes de agosto sería bastante elevado, del orden de 6,4%, en razón de efectos base significativos, en tanto que el correspondiente al mes de septiembre en curso sería de solo 3,8%, por tener cinco días hábiles menos. Acota que ello no está bien recogido por el mercado, que espera un IMACEC de 5% para ambos meses.

En lo atinente a los indicadores parciales de actividad y de demanda, que corresponden a nuevos indicadores que elabora Cuentas Nacionales para fines de efectuar un seguimiento mensual de los componentes de demanda, informa que dan cuenta de que el crecimiento de la demanda habría sido de 5,1% en el mes de julio pasado, cifra que es coherente con el 5% proyectado por la Gerencia de Análisis Macroeconómico para el trimestre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a algunos componentes más específicos de la demanda, precisa que la demanda final crece en el margen algo más de lo que está implícito en la proyección, debido a un mayor dinamismo en la inversión en maquinarias y equipos, no así en el consumo, que está plenamente alineado con tasas de crecimiento en torno al 5%. Subraya que en la variación de existencias se corrobora la hipótesis de que la acumulación del segundo trimestre fue deseada, pero a su vez transitoria.

En lo concerniente a la inflación, el señor Claudio Soto señala que el dato correspondiente al mes de agosto de 0,2% mes a mes, sorprendió a la baja, y que con ello la tasa anual de inflación se mantuvo en 2,6%. Asimismo, destaca que la inflación subyacente exhibió una variación de -0,4%, registro que es muy bajo desde una perspectiva histórica, con lo cual la inflación SAE retrocedió desde un 2,5% hasta un 2% en términos anuales.

Hace presente que las principales sorpresas se dieron en componentes subyacentes de bienes y servicios. Especifica que en el caso de la parte correspondiente a bienes se relacionó con vestuario, cuyo IPC fue menor que lo proyectado y se situó en la parte baja del rango de variación histórica, mientras que la sorpresa por el lado de servicios provino de las tarifas de transporte aéreo, que afectaron de manera importante el IPC de servicios de transporte. Añade que el componente de tipo de cambio influyó en su caída, a lo que se suma que, por estacionalidad, se debieron haber observado alzas en estos precios.

Agrega que la proyección para los meses venideros considera que estas sorpresas no se revertirán y que mantendrán las trayectorias habituales mes a mes, pero en niveles bastante más bajos que lo supuesto anteriormente. De esta forma, indica que estas sorpresas quedarán reflejadas en el IPC de diciembre, en las variaciones interanuales del IPC.

En cuanto al precio de la gasolina, resalta que ha llegado a los máximos históricos en términos nominales. Asimismo, reitera que en el día ayer se aprobó una modificación del SIPCO, que reduce la banda desde 12,5% a 10% y amplía el número de semanas a considerar para el cálculo del promedio histórico que se utiliza para fijar el precio de referencia. Hace presente que de acuerdo con las estimaciones internas, ello se traducirá en una baja de \$8, aproximadamente, en contraposición al alza de \$6 que se habría observado de no mediar este cambio, y que no se proyectan modificaciones sustanciales a partir de entonces.

El señor Claudio Soto consigna que la nueva proyección sugiere que el IPC alcanzará a 2,2% en diciembre próximo, considerando alimentos y servicios.

Señala que en cuanto a los fundamentos de la inflación subyacente, especialmente en la parte servicios, se observa una cierta estabilidad en los salarios. Hace presente que el dato de julio de 1% mes a mes, fue particularmente alto, porque reflejó el alza del salario mínimo de 6%, algo mayor que en años anteriores, en que fueron del orden de 5,6% a 5,8%.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto destaca que el tipo de cambio se ha apreciado con fuerza con motivo de la apreciación nominal del peso. De hecho, precisa que el tipo de cambio real se ubica en torno a 86% en el índice base 1986 = 100. Añade que considerando el modelo utilizado habitualmente, gran parte de la apreciación del tipo de cambio se explica por los movimientos del dólar estadounidense y en parte también por el diferencial de tasas y el alza del precio del cobre. Con todo, señala que de acuerdo con dicho modelo, habría una especie de discrepancia entre el valor que debiera alcanzar el tipo de cambio de acuerdo con los fundamentales y el tipo de cambio *spot*, siendo el primero superior en más de \$10.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, indica que la apreciación del peso se da con mayor fuerza respecto de economías emergentes y economías exportadoras de *commodities*.

En lo atinente a los mercados bursátiles, señala que si bien la bolsa local ha experimentado un repunte en los últimos dos o tres días, su nivel es inferior al registrado en la Reunión de Política Monetaria anterior y junto con ello, destaca además una caída importante en las tasas de los BCU.

Hace presente que lo expresado es coherente con una leve alza de las compensaciones inflacionarias, lo cual sugiere expectativas de inflación de mediano plazo algo mayores, aunque en torno al 3% anual. Añade que las Encuestas de Expectativas Económicas anticipan una inflación de 3% tanto a 12 como a 24 meses.

Comenta, además, que las tasas nominales no tuvieron movimientos importantes en el último mes y sobre el particular, precisa que la tasa *swap* a 180 días ha estado más bien plana desde la última RPM, mientras que las tasas de los bonos y la tasa *swap* a 360 días tuvieron caídas, pero menores que las registradas por las tasas reales.

En lo concerniente a las expectativas para la TPM, manifiesta que no se han modificado mayormente. En este sentido, indica que las expectativas que se recogen de las encuestas están bastante planas y que la curva *forward* da cuenta de una tasa de interés constante hasta mediados del año 2013 y de leves alzas a partir de entonces, hasta llegar a 5,5% anual a fines del año 2014. Consigna que la única diferencia que se observa en relación con la última Encuesta de Expectativas Económicas radica en que entonces las respuestas distintas de la mediana apuntaban a una rebaja de la TPM, mientras que ahora se estima que podría haber aumentos de la citada Tasa a partir de mediados del próximo año.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que para esta Reunión, el consenso del mercado espera una mantención de la tasa rectora, lo mismo que para el próximo mes.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea la conveniencia de evaluar si lo referente a los precios del vestuario y transporte constituye un *shock* a la estacionalidad o si corresponde a cambios de carácter permanente, atendido que la estacionalidad es un componente relevante de esos precios en los meses de agosto y septiembre.

En segundo término, indica que los economistas sostienen que los precios no debieran incluir subsidios ni impuestos especiales, lo que contrasta con la idea de que la inestabilidad de ciertos precios genera cambios en el bienestar de las personas. A título ejemplar, señala que ello queda de manifiesto en el caso de alzas bruscas en el precio de los derivados del petróleo, y que en el caso chileno, en los últimos veinte años al menos, los distintos gobiernos han optado por aplicar subsidios o por rebajar los impuestos transitorios que gravan a las gasolineras. En su opinión, el actual episodio de alzas del petróleo y de sus derivados podría constituir una buena oportunidad para consolidar finalmente esta discusión.

Por último, menciona que en el último IPoM se señala que "hay riesgos al alza en la inflación por eventuales presiones de la demanda", en circunstancias que, a su juicio, tratándose de bancos centrales que tienen metas de inflación, las presiones de demanda generan respuestas de política monetaria que permiten que no se produzcan este tipo de presiones sobre la inflación. En razón de este planteamiento, solicita la opinión del *staff* sobre el tema.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall señala que diferentes indicadores evidencian de manera creciente que la economía local se está desacelerando.

En segundo término, indica que de acuerdo con las encuestas de expectativas, la economía se encuentra en equilibrio, por cuanto se espera una inflación en torno al 3% para el presente año, un crecimiento de alrededor de 5% y la mantención de la TPM en torno al 5% anual por varios trimestres más. No obstante, anteriormente se estimó que en ese estado todo convergía a una tasa de 6% de interés anual, por lo que en su opinión, este cambio amerita ser analizado por el Banco.

En tercer lugar, plantea que la industria del crédito de consumo se encontraría bastante tensionada, específicamente la referida a las empresas de *retail*. Al respecto, señala que estas últimas estarían registrando resultados que no son tan auspiciosos como los esperados y que, por otra parte, el Congreso Nacional estaría analizando para fines de prestar su aprobación, algunos cambios legislativos que afectan a esta industria, que podrían generar situaciones de inquietud que no han sido incorporadas en el análisis.

Por último, menciona que, a su juicio, la bolsa local registra bastante volatilidad por razones de orden interno. A las menores utilidades que anotarían las empresas de *retail* en el tercer trimestre se agrega la colocación de acciones correspondientes al aumento de capital de la empresa La Polar, entre otras. Señala que a ello se adiciona que la bolsa no ha registrado un rendimiento acorde con esta reciente bonanza mundial, lo que implicaría la existencia de algunos temas pendientes que no han sido resueltos.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea su inquietud sobre lo expuesto precedentemente, por cuanto de los antecedentes sobre el escenario internacional surge que la probabilidad de que el temor a un empeoramiento externo ayude a desacelerar la demanda interna ha disminuido, en un contexto actual que da cuenta de que las principales variables se estabilizan a niveles altos, esto es, que el PIB y la demanda interna registran tasas de crecimiento en torno al 5% anual, con una ligera pendiente al alza inclusive; la inversión se acelera; las expectativas de los consumidores son muy favorables; los datos de ventas, especialmente de bienes de consumo durables, son más bien al alza; y que, además, los salarios han crecido en el último año por encima de sus promedios históricos. En este sentido, indica que este escenario le genera preocupación, porque se podría estar incubando una reaceleración que conduciría a que las tasas de crecimiento de la demanda interna continúen por encima del crecimiento del PIB potencial por algún tiempo.

En su opinión, tal situación podría no traducirse en mayor inflación, pero sí en una mayor apreciación del tipo de cambio. Lo expresado, unido a un panorama internacional de mayor liquidez, sitúan al Consejo en un escenario muy difícil de manejar, atendido que los instrumentos de política con que cuenta el Banco son limitados. Por este motivo, sugiere que se analicen algunos instrumentos macroprudenciales que contribuyan a enfrentar este escenario en el contexto del crédito.

El Consejero señor Sebastián Claro se suma al comentario efectuado por el Consejero Enrique Marshall relativo a la bolsa local.

Asimismo, se refiere al análisis que se sostuvo con ocasión del Informe de Estabilidad Financiera del mes de junio último, relativo al rango de la tasa de crecimiento del consumo y de algunos componentes de la inversión, y sobre el particular, indica que el mejoramiento de las condiciones de financiamiento en el exterior, la presión cambiaria y el aumento de la cuenta corriente podrían contribuir en ese sentido, por lo que plantea la conveniencia de profundizar en ese análisis y evaluación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que es evidente que la economía local se ha desacelerado, particularmente la demanda, que disminuiría desde el 9,4% registrado el año pasado hasta un 5,4%. No obstante, indica que los dos temas que generan actualmente mayor preocupación son la cuenta corriente y el tipo de cambio real.

Hace presente que el aumento en el déficit de cuenta corriente de este año se incrementaría en el próximo con motivo de una caída marginal del precio del cobre y especialmente en razón de que la demanda no continuaría desacelerándose, sino que por el contrario, crecería más que el producto, lo cual constituye obviamente un problema considerando los instrumentos de política monetaria disponibles para el Banco. Acota que la contribución del Fisco en este sentido ha sido positiva, pero que podría serlo aún más si no fuera por las restricciones existentes en este sentido.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que los datos disponibles dan cuenta de una desaceleración de la actividad. No obstante, agrega que tales antecedentes se observan con un grado de cautela, por cuanto algunos indicadores en el margen llevan a considerar que se mantendrá el crecimiento a tasas elevadas e incluso proyectan una reacceleración en los próximos trimestres, especialmente en un contexto en que han mejorado las condiciones financieras externas, lo que facilitará la disponibilidad de financiamiento externo y contribuirá a mejorar el optimismo, con la consiguiente incidencia en los indicadores internos. Por lo expuesto, comparte lo indicado precedentemente en orden a que ello constituye un factor de preocupación para el Banco.

En lo concerniente al comentario metodológico sobre la materialización de las presiones inflacionarias, manifiesta que, en definitiva, son presiones sobre los instrumentos de política y que se materializan en acciones que se ejercen con tales instrumentos y en efectos colaterales sobre el nivel general de las tasas de interés y de otras variables relativas al crédito.

Por último, y en relación con los temas que han ido adquiriendo más relevancia en los análisis internos y de riesgos, esto es, la cuenta corriente y la evolución del tipo de cambio real, coincide en que ellos generan evidentemente una complicación para la política monetaria, al no ser capaz de mantener simultáneamente una suerte de equilibrio interno y un equilibrio externo por medio de un solo instrumento. Deja constancia que un esquema de metas de inflación tiene mayor énfasis en el equilibrio interno al conservar las brechas internas cerradas y, de esa forma, mantener el control de la inflación, pero en cuanto al nivel de la cuenta corriente y el tipo de cambio real, existen una serie de factores externos que van a influir sobre ello y que de materializarse los eventuales desajustes que se generarían, no podrán ser resueltos por medio de medidas de política monetaria.

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

Siendo las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 190, incorporándose a esta Sesión el Subsecretario de Hacienda señor Julio Dittborn.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Luis Óscar Herrera señala que antes de proceder a exponer las opciones que se han contemplado para la presente Reunión, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se referirá a las decisiones adoptadas por la Reserva Federal al mediodía de la presente jornada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann informa que la Reserva Federal anunció finalmente un nuevo programa denominado QE3, que contempla la compra de US\$40 billones mensuales de MBS. Subraya que el monto total de esta operación equivale a una cifra cercana a un tercio de la comprendida en el programa QE1, que ascendió a US\$1,25 trillones y que consideró compras de MBS y de títulos del Tesoro, como asimismo, a una cifra algo menor a la mitad del monto contemplado en el programa QE2.

Agrega que la Reserva Federal ha señalado que esta decisión fue adoptada en virtud de su doble mandato de velar por la actividad y el crecimiento, y que se puso especial énfasis en mencionar que si no se advierte una reacción rápida y notoria del mercado laboral en términos de generación de empleo, resolvería aplicar un programa QE3 de carácter más definitivo, en términos de montos involucrados.

El señor Sergio Lehmann hace presente que los mercados han reaccionado positivamente al anuncio de estas medidas, porque significa un importante aporte de liquidez y da cuenta, además, de que la Reserva Federal efectuará el seguimiento de la reacción del mercado laboral, estando dispuesta a aumentar significativamente esta acción de política si es que no se observan elementos concretos y fehacientes en el corto plazo en dicho mercado, que constituye el punto más débil en lo relativo a garantizar la recuperación de la actividad económica en Estados Unidos de América.

Añade que, en estos instantes, se está distribuyendo la información que da cuenta con mayor detalle de lo anunciado por la Reserva Federal, así como también de la reacción de los mercados. Sobre el particular, indica que, en general, el dólar estadounidense se está depreciando significativamente respecto de las distintas monedas, razón por la cual se producirá algún efecto en el peso chileno una vez que se proceda a la apertura de los mercados.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera complementa lo informado por el señor Sergio Lehmann, mencionando que no hay un plazo de término para las citadas compras de US\$40 billones mensuales, por lo que tienen el carácter de indefinido. Asimismo, destaca que la Reserva Federal anunció extender el plazo de mantención de la tasa rectora en su nivel actual y, además, agregó la posibilidad de situarla en estos niveles más allá de la fecha de inicio de la recuperación de la economía estadounidense, por lo que en ese sentido, constituye un compromiso mantener este tipo de política por un plazo más extenso.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que los participantes del Federal Open Market Committee de la Reserva Federal, FOMC, manifestaron que lo más probable es que la tasa de instancia monetaria no será modificada hasta el año 2015.

El señor Sergio Lehmann corrobora lo consignado por el Vicepresidente señor Manuel Marfán, agregando que si bien esta medida era esperada por el mercado, constituye un compromiso importante de la autoridad monetaria.

Finalmente, manifiesta que el referido informativo entrega nuevas proyecciones de crecimiento, de empleo y tasas, y alude especialmente a un crecimiento esperado de la economía norteamericana inferior al anticipado un trimestre atrás.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el informe sobre las medidas anunciadas recientemente por la Reserva Federal y, a continuación, 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En lo concerniente a la economía internacional, señala que los premios financieros en la Eurozona se han aminorado tras los anuncios realizados por el Banco Central Europeo, pero que aún existe gran incertidumbre sobre el futuro de esta región. Agrega que las condiciones financieras globales han continuado mejorando, mientras que el dólar estadounidense se ha depreciado en los mercados internacionales. Por otra parte, menciona que los indicadores recientes reafirman la proyección de lento crecimiento de las economías avanzadas y la desaceleración de las principales economías emergentes, y que algunos bancos centrales han adoptado medidas adicionales de estímulo monetario, destacando las anunciadas en el día de hoy por la Reserva Federal, así como también las decretadas por los bancos de China, Brasil y Suecia. Por último, advierte que los precios de las materias primas han presentado un repunte, principalmente los relacionados con metales, entre los cuales resalta el precio del cobre y, en menor medida, el de la gasolina.

En lo referente a Chile, manifiesta que al comenzar el tercer trimestre, la actividad económica y la demanda interna crecieron en torno a tasas de tendencia, pero que las holguras de capacidad se mantienen estrechas. Añade que el crecimiento del empleo se moderó en el mes de julio, pero que el desempleo se sitúa en niveles históricamente bajos, y que si bien los salarios también registraron un aumento relevante ese mes reflejando el alza del salario mínimo, su crecimiento anual se mantuvo estable.

En materia de inflación, destaca que el registro del mes de agosto estuvo por debajo de lo esperado, que las medidas de inflación subyacente se mantienen en la parte baja del rango de tolerancia y que las expectativas de inflación en el horizonte de política se sitúan en torno a la meta.

Asimismo, consigna que la mayor calma financiera en los mercados externos, la depreciación externa del dólar y el incremento del precio del cobre se han traducido en una apreciación nominal y real del peso en Chile, y que además, se observa la reducción de algunos premios internos y externos de financiamiento.

Finalmente, informa que las expectativas de mercado para esta Reunión se mantienen estables respecto de la anterior y que para esta Reunión, el consenso de mercado espera una mantención de la Tasa de Política Monetaria.

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

En primer término, indica que el IPoM de septiembre contempla un escenario externo caracterizado por el bajo crecimiento de las economías avanzadas, la desaceleración transitoria de las economías emergentes, estabilidad de los términos de intercambio, bajas tasas de interés en las monedas principales y la continuación de las tensiones financieras en los mercados internacionales.

En segundo lugar, destaca que los recientes anuncios del Banco Central Europeo han sido bien recibidos por los inversionistas, observándose un mejoramiento generalizado de las condiciones financieras en la Eurozona y en el resto del mundo, a lo que se suma que los anuncios de la Reserva Federal dados a conocer en el día de hoy probablemente contribuirán también a mejorar el optimismo en los mercados internacionales. A su juicio, cabe esperar que estas medidas proporcionen un alivio para fines de avanzar en las reformas estructurales que se requieren para dar una mayor estabilidad fiscal y financiera a la Eurozona. En todo caso, y sin dejar de reconocer estos avances, plantea que su



BANCO CENTRAL DE CHILE

materialización aún presenta grandes dificultades de implementación de carácter político, por lo que los riesgos de la Eurozona siguen vigentes y no se puede descartar que las tensiones financieras recientes vuelvan a recrudecer en los próximos meses.

Por otra parte, menciona que los indicadores recientes de actividad en China y otras economías asiáticas reafirman la proyección de una desaceleración de esa región durante el presente año, aunque contrastan con el alza reciente observada en el precio del cobre.

En el plano interno, expresa que en el IPoM de septiembre en curso se estima que la capacidad instalada y el mercado laboral se encuentran en una situación ajustada, lo que requiere que el crecimiento de la economía chilena se encuadre con su potencial para evitar que se generen presiones inflacionarias de mediano plazo. En este sentido, menciona que hasta el momento, la inflación subyacente ha evolucionado dentro del rango de tolerancia, pero hace notar que se encuentra latente el riesgo de que este escenario de uso más intenso de los recursos disponibles pueda facilitar el traspaso a inflación de eventuales presiones de costos o demanda.

Agrega que las proyecciones de crecimiento contenidas en el último IPoM de septiembre anticipan una desaceleración de la economía chilena en los próximos trimestres relacionada con el menor crecimiento mundial; sin embargo, al igual que en Reuniones anteriores, la evidencia en lo concerniente a esa desaceleración aún es tenue. En su opinión, constituye un aspecto que la política monetaria debe seguir vigilando.

Asimismo, hace presente que el mayor crecimiento acumulado por el gasto interno se ha reflejado en un aumento del déficit de la cuenta corriente que, en la medida que se siga ampliando y sea persistente, podría constituir un factor de vulnerabilidad económica y financiera ante caídas bruscas de nuestros términos de intercambio o una contracción en la oferta de financiamiento internacional. A su juicio, este también es un aspecto al que corresponde efectuar su seguimiento, pero cuya conducción requiere involucrar un conjunto más amplio de políticas.

En cuanto a la política monetaria, señala que la alternativa de aumentar la TPM se descarta en esta oportunidad, tomando en cuenta la evolución esperada del escenario externo y su eventual impacto sobre la economía chilena y la inflación. Plantea que a ello se suma que las mediciones de inflación total y subyacente se mantienen en la parte baja del rango meta; que los salarios y la inflación de servicios no transables evolucionan en forma estable y que en el caso de la inflación de servicios presentan una leve disminución en el último mes; y que las expectativas continúan situadas en torno a la meta.

El señor Luis Óscar Herrera deja constancia que se descarta la alternativa de reducir la TPM en esta oportunidad, considerando que la situación de brechas de capacidad y mercado laboral es estrecha, lo que representa un riesgo latente respecto de las perspectivas inflacionarias de mediano plazo. Comenta que es probable que la desaceleración externa contribuya a despejar este riesgo, aun cuando su efecto es tenue hasta el momento.

En lo referente a la opción de mantener la tasa rectora, indica que ello se justifica por cuanto el nivel actual de la TPM está dentro de un rango de valores neutrales, lo que da tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información sobre la evolución de la situación externa y su efecto en Chile. Además, resalta que la opción recomendada en esta oportunidad constituye la expectativa mayoritaria del mercado, por lo que no debería afectar la evolución de la curva de tasas de interés.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

El señor Julio Dittborn inicia su exposición señalando que, a juicio del Ministerio de Hacienda, el escenario económico sigue reflejando la fortaleza de la actividad económica local y una inflación bajo control, y que en lo concerniente al escenario externo se observa un mayor optimismo en los mercados financieros, aunque persisten los problemas fundamentales, básicamente de Europa.

Destaca en este sentido, el anuncio del Banco Central Europeo de un nuevo programa de compra de bonos soberanos para reducir los costos de endeudamiento de los países de la Zona Euro que se encuentran en problemas financieros y que los mercados han mostrado señales de optimismo ante las muestras de disposición de las autoridades económicas de esa Zona en orden a tomar las medidas necesarias para preservar la estabilidad económica de la región. Hace presente que ello se demuestra en los CDS a 5 años de España, que se sitúan 139 puntos por debajo del nivel que alcanzaban en la última Reunión de Política Monetaria, y los de Italia, que han disminuido 113 puntos desde esa fecha.

En todo caso, indica que si bien estas medidas alivian la presión sobre aquellos países críticos de financiamiento, los problemas fundamentales de la región europea persisten y la recesión sigue su curso. En este sentido, precisa que la producción industrial en el mes de julio decreció 2,3% en doce meses, tras el 2,1% de descenso del mes anterior, así como la caída anual de 7,3% registrada en Italia, de 5,4% en España, de 3,3% en Francia y de 1,7% en Alemania. Por su parte, comenta que las ventas minoristas de la Zona Euro decrecieron 1,7% en el mes de julio pasado, tras otra disminución de 0,9% experimentada el mes anterior.

El señor Julio Dittborn expresa que, por su parte, Estados Unidos de América muestra algunos síntomas de desaceleración. Sobre este aspecto, consigna que de acuerdo con el informe preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el PIB del segundo trimestre de 2012 creció 1,7% trimestral anualizado y desestacionalizado, desacelerándose respecto al 2% del trimestre anterior; que en el mes de agosto, ese país creó 96 mil empleos en comparación con el mes anterior, pero no obstante, inferior a los 141 mil nuevos puestos de trabajo del mes inmediatamente anterior; que en lo referente al sector industrial, el PMI manufacturero se ubicó en 49,6 puntos en el mes de agosto último, inferior a los 49,8 del mes anterior y cercano a la zona de condición neutral; y que las ventas minoristas crecieron 4,1% en el mes de julio de 2012, tras un crecimiento anual de 3,5% registrado el mes previo.

Asimismo, previene que en el último tiempo han surgido nuevos riesgos que apuntan a una desaceleración de los mercados emergentes más rápida que lo previsto. En este sentido, destaca que, recientemente, China anunció medidas de apoyo al consumo de ciertos productos que fomentan el ahorro de energía para estimular la demanda interna, y que la semana anterior se anunció un plan de estímulo a la inversión, con proyectos de infraestructura valorados en US\$150.000 millones, todo lo cual busca amortiguar la desaceleración que está experimentando esa economía.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que la producción industrial creció un 8,9% en doce meses durante el mes de agosto, tras un 9,2% de crecimiento en julio, y que las exportaciones siguen incrementándose a tasas muy bajas, de solo 2,7% en agosto, 1% en julio, frente al 11,3% registrado en junio. Por otro lado, señala que en el mes de agosto, la inflación se ubicó en 2% en doce meses, tras el 1,8% del mes previo, influida por el aumento en el precio de los alimentos, y que, con todo, la inflación se ubica en niveles que le otorgan a la autoridad un rango de maniobra para utilizar la política monetaria, que ya se ha rebajado en 56 puntos base desde el mes de junio pasado.

De esta manera, acota que las cifras muestran una economía que se va desacelerando a un ritmo mayor que en trimestres previos. De hecho, consigna que de acuerdo con el último Consensus Forecasts, la proyección de crecimiento para China en el año 2012 es de 7,9%, inferior al crecimiento experimentado en 2011, que fue de 9,2%.

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

En lo concerniente al ámbito interno, el señor Subsecretario de Hacienda destaca que la actividad económica sigue mostrando dinamismo, alcanzando un crecimiento de 5,3% en el mes de julio, similar a los pronósticos de mercado. Asimismo, resalta que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile del mes de septiembre, las expectativas de crecimiento para este año han registrado un leve aumento, esperándose un crecimiento de 5% para el año 2012, superior al 4,9% de la Encuesta de agosto y el 4,8% del mes de julio.

Añade que el consumo sigue mostrándose robusto, precisando al respecto que en el mes de julio, las ventas minoristas crecieron 7,9%. Hace presente que aunque el mercado laboral muestra una importante desaceleración en la creación de puestos de trabajo, con un crecimiento del empleo de solo 1,4% en el trimestre mayo-julio, los salarios reales aumentaron 3,7% anual en el mes de julio, cifra superior al 3,3% del mes anterior. Hace notar que ello ha atenuado en parte el efecto de la menor creación de empleos sobre la masa salarial, permitiendo sostener el nivel de consumo interno.

Sin embargo, advierte que el sector externo chileno sigue siendo afectado por la situación internacional. Sobre el particular, precisa que el valor de las exportaciones de bienes a Europa en el mes de julio disminuyó 12,4% en doce meses, siendo la octava caída consecutiva, y que las exportaciones a China también se han reducido, con una caída de 11,9% interanual en julio, tras el descenso de 9,7% del mes anterior.

En este contexto, señala que la inflación registró un incremento de 0,2% en el mes de agosto, llegando a un nivel de 2,6% en doce meses. Especifica que el aumento mensual se debió fundamentalmente a un incremento en los precios de las hortalizas, carnes, gas licuado y por red domiciliaria, y también de los combustibles. Destaca que recientemente el Congreso Nacional aprobó el proyecto que modifica el denominado SIPCO para fortalecerlo, lo que permitirá mitigar las alzas en los precios de los combustibles a partir de esta semana.

Destaca que la rápida desaceleración de la inflación ha llevado a una drástica caída de las expectativas. En este sentido, consigna que de acuerdo con la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile, la inflación a fines del año 2012 se ubicaría en 2,1% anual, cerca del piso del rango de tolerancia, y que para fines de 2013, las expectativas se mantienen ancladas en 3% anual. Por su parte, acota que las compensaciones inflacionarias a dos años se ubican en niveles de 2,92% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Subsecretario de Hacienda señor Julio Dittborn concluye su intervención señalando que en este escenario, el Ministerio de Hacienda sugiere mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual y validar así las expectativas del mercado. Agrega que en opinión de ese Ministerio, si bien la economía chilena sigue mostrando dinamismo, lentamente ha comenzado a sentir los efectos de la recesión europea y la desaceleración de los mercados emergentes, los cuales debieran manifestarse con mayor intensidad durante el tercer trimestre de este año. En este contexto, estima que parece necesario mantener la pausa para continuar acumulando información acerca de la evolución económica internacional y su impacto en la economía nacional.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Subsecretario de Hacienda señor Julio Dittborn.

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

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su presentación agradeciendo las presentaciones del equipo de la Gerencia de División Estudios y el análisis de respaldo a su recomendación de política para esta Reunión, ya que a pesar de la cercanía con el IPoM del mes de septiembre, se han aportado nuevos antecedentes que califica de relevantes.

Indica que si bien del análisis presentado se deduce que el panorama general evoluciona en línea con lo proyectado en el escenario base del citado IPoM, los eventos más recientes parecen estar inclinando el balance de riesgos.

En efecto, señala que en lo referente al panorama internacional, los eventos de las últimas semanas han reducido en algún grado la probabilidad de un escenario catastrófico en la Unión Monetaria Europea. En este sentido, precisa que el anuncio de provisión de liquidez por parte del Banco Central Europeo, unido a la presentación de una hoja de ruta bastante concreta para la construcción de una unión bancaria en dicha Zona, apuntan en esa dirección, a lo que se suma la decisión favorable de la Corte Suprema de Alemania en lo concerniente al apoyo a los fondos de rescate por parte de ese país.

Destaca que ello se ha traducido en fuertes bajas en las primas de riesgo de los países europeos que se encuentran en problemas, lo que ha permitido que los gobiernos y grandes empresas, incluidos los bancos españoles relevantes, hayan podido acceder a financiamiento a tasas de interés altas, pero soportables. Hace presente que a todo lo anterior se une la decisión adoptada en el de hoy por la Reserva Federal de ampliar la provisión de liquidez en Estados Unidos de América. Adicionalmente, menciona que se han observado alzas en los precios del cobre, impulsadas en parte por anuncios de planes de estímulo fiscal en China.

En opinión del Consejero señor Joaquín Vial, todos estos elementos indicarían que es menos probable que el sector externo contribuya significativamente a la moderación de la demanda interna en Chile.

En lo concerniente a la economía local, destaca por una parte, la sorpresa en cuanto a la baja de la inflación, que la ubica cerca del límite inferior de la banda, y a los indicadores de confianza, de ventas y de inversión que proyectan una expansión algo más fuerte en la demanda interna. Plantea que si bien todo lo anterior no representa una desviación significativa respecto del escenario base del último IPoM, sí muestra una mayor probabilidad del escenario de mayor expansión de la demanda interna, por lo que habrá que seguir muy de cerca la evolución de estas variables en los próximos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En consideración a que aún no se perciben desviaciones significativas en cuanto a las previsiones internas más recientes, el Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su concordancia con la propuesta del *staff*, por lo que vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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

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

En lo referente al escenario externo, señala que las condiciones externas para la economía chilena continúan siendo favorables y que este fenómeno se ha ido acentuando en las últimas semanas. Sobre el particular, indica que las noticias de Europa dan cuenta de una mayor disposición de sus autoridades a enfrentar los problemas de corto plazo y que a pesar de que parte de las soluciones fundamentales todavía no se avizoran y son difíciles de implementar, los mercados, hasta ahora, han reaccionado positivamente a los anuncios de sus autoridades, proveyendo de mayor tranquilidad a los mercados financieros en Europa y en el mundo. Enfatiza que ello sigue favoreciendo el acceso a financiamiento externo de la economía chilena, tanto público como privado.

Manifiesta que junto con ello, los precios de las materias primas se han mantenido en niveles altos y que en el caso del cobre se ha producido un importante aumento en las últimas semanas. Resalta que aun después de las mayores señales de desaceleración en China, la presión sobre los precios de los *commodities* da cuenta de que la demanda mundial mantiene cierto dinamismo, pero que al mismo tiempo existe una dificultad de reacción de la oferta, lo que es aplicable probablemente tanto a los metales como a varios de los precios internacionales de alimentos que se han destacado en los últimos meses.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que no es descartable que las bajas tasas de interés, que en los principales mercados desarrollados permanecerán por muchos años atendidos especialmente los recientes anuncios del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal, afecten también el desarrollo de los precios de los *commodities* en el futuro, aunque sea transitoriamente, no obstante que ese período de transitoriedad podría no ser breve.

Sostiene que ha disminuido la expectativa acerca de la posibilidad de un evento catastrófico en Europa en el corto plazo, aun cuando acota que los problemas europeos de fondo no han sido solucionados. Agrega que lo expresado, junto con las fortalezas de la economía chilena, el bajo costo de financiamiento y los altos términos de intercambio, conforman el panorama actual de dinamismo de la demanda interna.

Enfatiza que, en la actualidad, para efectos del manejo de la política monetaria, esta configuración representa el mayor reto, ya que en su opinión, la evaluación del desempeño de la economía chilena en sus distintas dimensiones no da cuenta de desequilibrios y que, hasta ahora, tanto la evolución de las cuentas externas, el tipo de cambio real y el crédito interno no parecen desviarse de los fundamentos de la economía chilena y de las condiciones externas imperantes.

Señala que, a su juicio, la continuación y profundización de estos desarrollos, junto con la decisión de mantener las tasas de interés en un nivel cercano a 0% en los próximos 4 o 5 años en Estados Unidos de América, lo que es un escenario inédito, constituyen el mayor reto a la conducción de la política monetaria, salvo que algún evento complejo se produzca en la economía europea o se observe una desaceleración más



BANCO CENTRAL DE CHILE

significativa en China. Por lo tanto, enfatiza que esa combinación de factores representa los mayores riesgos en orden a que los fenómenos que se observan en la economía chilena se profundicen de manera significativa.

Plantea que en la circunstancia actual, con una inflación en niveles bajos y un dinamismo importante de la actividad, aunque no alejado de las tasas de tendencia, es conveniente mantener la Tasa de Política Monetaria en el rango de neutralidad en el cual se encuentra.

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

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

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado en esta Reunión de Política Monetaria. Manifiesta que se llega a esta Reunión una semana después de la presentación pública del último IPoM, lo que confiere la ventaja de contar con una visión completa y actualizada de la marcha de la economía y, sobre todo, de sus perspectivas. Acota que, en todo caso, el diagnóstico general allí consignado permanece vigente.

En lo concerniente al frente externo, señala que las últimas noticias han tenido un sello alentador. Destaca particularmente el anuncio referente a que el Banco Central Europeo intervendría en el mercado de deuda soberana, todo lo cual ha sido bien recibido y se ha reflejado en las primas de riesgo. Agrega que también merece una especial mención la decisión de la Reserva Federal conocida en el día de hoy.

Sin embargo, estima que el panorama general para la economía mundial no ha cambiado sustancialmente, por cuanto los problemas estructurales de Europa siguen presentes y la economía de los Estados Unidos de América exhibe un desempeño que sus propias autoridades han calificado como "menos que satisfactorio". Además, las principales economías emergentes se desaceleran, lo que despierta preocupación por su incidencia en el crecimiento global.

Indica que en este contexto, con una mejora en la percepción de riesgo, los precios de las materias primas han experimentado un repunte, destacándose las alzas del cobre y el petróleo.

En lo atinente al frente interno, comenta que las últimas cifras de actividad y demanda reafirman el diagnóstico de una economía que se desacelera gradualmente y que se aproxima a su crecimiento de tendencia.

Sin embargo, expresa que subsiste cierta inquietud sobre la sostenibilidad de la trayectoria observada por la demanda y la actividad. Plantea que esa preocupación se ve avalada por datos objetivos, como lo son las condiciones relativamente estrechas que se siguen observando en el mercado laboral y la evolución de la cuenta corriente. A su juicio, todo ello requiere una evaluación cuidadosa y un seguimiento permanente.

En materia de inflación, destaca que sigue observando una trayectoria descendente y que la última cifra mensual sorprendió nuevamente a la baja. No obstante, considera que estos antecedentes deben ser analizados con precaución, ya que en el último tiempo, la trayectoria de corto plazo ha experimentado aceleraciones y desaceleraciones bruscas por factores no controlables. En todo caso, enfatiza que lo importante es que el



BANCO CENTRAL DE CHILE

panorama de mediano plazo sigue presentando riesgos inflacionarios relevantes, que se relacionan con las actuales estrecheces de capacidad y con las perspectivas de crecimiento contempladas en el escenario más probable. Agrega que los componentes de la inflación más asociados al estado de la economía presentan tasas de variación bastante superiores al promedio.

Asimismo, hace presente que el mercado, si bien espera tasas de inflación relativamente bajas en el corto plazo, mantiene sus expectativas en torno a la meta para el mediano plazo; que para la TPM proyecta una trayectoria más bien plana; que, más aún, ha ganado fuerza la idea de que ello será así por tiempo prolongado; y que para esta Reunión, la apuesta de consenso es que la Tasa de Política Monetaria mantendrá su nivel de 5% anual.

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

En este sentido, precisa que los argumentos son similares a los esbozados en Reuniones anteriores, ya que la TPM se ubica en un nivel que puede ser considerado como neutral, lo que sitúa a la política monetaria en una posición de relativa comodidad. Añade que por otra parte, los riesgos provenientes del escenario externo están compensados por aquellos que provienen del escenario interno, lo que refuerza la conveniencia de no introducir cambios.

Asimismo, plantea que a ello habría que agregar que un curso de acción distinto al mencionado sería sorpresivo para el mercado y probablemente difícil de asimilar.

Finalmente, señala que la identificación de una única opción razonable, lo que se extiende ya por varias Reuniones, pone de manifiesto que en estas circunstancias se ha reducido la posibilidad de maniobra para la política monetaria.

En virtud de lo expuesto, expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 5% anual.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el análisis y la información aportada. Señala que, como siempre, hace suyos todos los antecedentes que se contienen al inicio de la Minuta de Opciones y que, en esta ocasión, hace propio también ese análisis, porque básicamente su contenido es lo que se ha hecho público en el último Informe de Política Monetaria del mes de septiembre, a lo que agrega que los antecedentes que se han añadido en las últimas semanas no dan pie para hacer modificación alguna a este Informe.

Sin embargo, expresa su intención de comentar dos elementos que trascienden el análisis efectuado en la Minuta antedicha.

En primer término, indica que desde la RPM anterior hasta ahora, se han adoptado decisiones en la Eurozona que son importantes. Precisa que la primera de ellas es la resolución de tender hacia un seguro de depósitos común, lo que se subentiende que debiera converger hacia una unión bancaria. A su juicio, ese elemento es relevante, ya que en ausencia de este, el riesgo de los Estados soberanos está directamente asociado al riesgo que se percibe de su sistema financiero y viceversa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En segundo lugar, plantea que en lo más reciente, le parece correcta la decisión del Banco Central Europeo de intervenir en el mercado secundario de bonos soberanos, junto con instaurar todo un sistema de supervisión, de regulación y conferir una nueva autoridad para que el Banco Central Europeo pueda actuar como una especie de superintendencia de bancos de la Unión Europea, porque en la medida que se avanza hacia una unión bancaria con un seguro de depósitos común, el regulador y el supervisor también van convergiendo hacia una institucionalidad común. Agrega que la reciente aprobación de la constitucionalidad de este arreglo por parte de Alemania, así como las elecciones en Holanda, tienden también a dar respaldo institucional y político a esta vía.

Sin embargo, señala que igualmente existen algunas aprensiones que plantear al respecto. Indica que la primera de ellas apunta a que el sistema de unión bancaria tendría como primera etapa u horizonte visible para su concreción mediados del próximo año, y que no se puede descartar que quizás ello resulte muy tardío, por cuanto los eventos podrían precipitarse antes de esa fecha.

Menciona que la otra aprensión radica en el contexto de la correcta decisión adoptada por el Banco Central Europeo de participar exclusivamente en el mercado secundario de bonos soberanos, ya que se subentiende que cuando los bancos centrales actúan en el mercado primario constituye un financiamiento al Fisco, lo cual se entiende que genera una serie de factores contraproducentes.

En este sentido, hace presente que las principales turbulencias que se han observado durante el año en curso han estado ligadas a períodos de alta renovación de vencimientos de deuda y que, por lo tanto, está más bien relacionada con los eventos que ocurren en el mercado primario y no a aquellos propios del mercado secundario. En consecuencia, considera que tampoco se puede descartar que en los meses siguientes, especialmente en octubre próximo, cuando se produzcan vencimientos relevantes, se observe la reaparición de tensiones en los mercados europeos. A su juicio, probablemente ese momento constituirá una prueba de fuego para comprobar la credibilidad de las medidas que se están adoptando.

En síntesis, el Vicepresidente señor Manuel Marfán es de opinión que las medidas antedichas van en la dirección correcta y que se percibe que con motivo de su adopción, los riesgos son menores ahora que sin ellas. Sin embargo, advierte que los riesgos siguen siendo muy altos, en el sentido de que pudiera producirse un desenlace desordenado de la crisis financiera en esa región.

En cuanto a la economía nacional, manifiesta que las presiones inflacionarias de demanda con motivo de un riesgo de una demanda que se desajusta, lo cual no está en el escenario base pero que se encuentra asociado a mercados laborales estrechos y a brechas de capacidad productiva también ajustadas, puede traducirse no solamente en inflación, sino que también en presiones sobre la balanza de pagos y sobre el tipo de cambio. En virtud de ello, estima que no se puede descartar que la cuenta corriente y la apreciación reciente del peso puedan tener alguna relación con lo expuesto, sin perjuicio de agregar que tal como se analizó en su momento, el proceso de reconstrucción con motivo del último terremoto debiera asociarse con el requerimiento de inversión adicional o de ahorro adicional y, en este contexto, el ahorro externo debiera ser un componente relevante del financiamiento de ese esfuerzo. Por lo tanto, plantea que si bien existen elementos que estaban también en la proyección, hay otros que presentan un alcance distinto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En consecuencia, le parece relevante también plantearlo en esos términos, porque de esa manera se requeriría de un seguimiento más cercano de lo que está ocurriendo también en ese ámbito. En ese sentido, destaca que tiene una leve discrepancia con la Minuta de Opciones, en cuanto a que las presiones sobre el tipo de cambio pueden provenir no solamente de modificaciones en el escenario externo, sino que también de eventos propios del escenario interno.

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

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

Destaca que las noticias en el mundo desarrollado han sido positivas desde la última RPM. En este sentido, comenta que las autoridades europeas han adoptado una serie de medidas que, junto al resultado de otros eventos, han ayudado a atenuar las tensiones en los mercados y a mejorar las expectativas. Por cierto, reconoce que quedan aún muchos aspectos por dilucidar y resolver para fines de estimar que se trata de algo definitivo que puede alterar el curso todavía negativo que llevan estas economías, pero resalta que constituyen pasos en la dirección correcta.

Asimismo, hace presente que los precios de las materias primas siguen, en general, al alza, en particular el cobre; que el euro se encuentra en su máximo con respecto al dólar estadounidense en varios meses; que la paridad de las monedas de países emergentes ha subido en magnitudes considerables en relación a la moneda norteamericana, lo que probablemente se acentúe luego de las medidas de relajamiento cuantitativo decretadas hoy por la Reserva Federal; y que han aumentado los flujos de capital a estas economías.

Por último, expresa que las economías emergentes continúan en un proceso de desaceleración, en particular China, India, Brasil y Corea, entre otras.

En lo referente a Chile, señala que el PIB y la demanda están creciendo a tasas de tendencia, pero que su crecimiento previo unido a la baja en los términos de intercambio, se traducen en un aumento del déficit en cuenta corriente. Plantea que si bien, puntualmente, el nivel actual no es de mayor preocupación, su eventual alza y permanencia sí lo sería, en cuanto produciría vulnerabilidades que podrían significar a futuro una amenaza a los objetivos del Banco Central de Chile. Manifiesta que ello ha ido acompañado de una apreciación real del peso, que por los acontecimientos externos mencionados, se ha acentuado en las últimas semanas.

Destaca que en estas circunstancias, las decisiones de política monetaria se tornan más complejas y en este sentido, consigna que la inflación efectiva y subyacente, más allá de su volatilidad, se mantiene baja, y que los riesgos que siguen presentes en el escenario externo abogan por un mayor relajamiento. Por otra parte, indica que el dinamismo de la actividad y demanda interna, más un mercado laboral estrecho, apuntan en la dirección opuesta, lo que al menos en el corto plazo podría llevar a una apreciación aún mayor.

Enfatiza que en este tipo de circunstancias, es de particular relevancia la coordinación de la política macroeconómica, tanto monetaria como fiscal en un contexto macroprudencial, con el propósito de lograr los objetivos deseados sin que se generen desequilibrios que puedan manifestarse en vulnerabilidades y en ajustes mayores a futuro.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

190-01-120913 - Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, las condiciones financieras globales han mejorado y las tensiones financieras en la Eurozona se han atenuado tras los anuncios del Banco Central Europeo. Sin embargo, continúa la incertidumbre sobre esa región y no se puede descartar un recrudecimiento de las tensiones en los próximos meses. Los antecedentes recientes reafirman la proyección de lento crecimiento de las economías desarrolladas y la desaceleración de las principales economías emergentes. Frente a ello, varios bancos centrales han tomado medidas adicionales de estímulo monetario, destacando las acciones de la Reserva Federal de Estados Unidos. En los mercados internacionales, el dólar se ha depreciado, mientras que los precios de las materias primas presentan un repunte a lo largo del último mes, resaltando el cobre y los combustibles.

En el plano local, los indicadores de actividad y demanda han evolucionado en torno a tasas de tendencia. Aunque continúa la moderación en el crecimiento del empleo y no se observa una aceleración de los costos laborales, el mercado del trabajo sigue ajustado. El peso se ha apreciado. La inflación anual del IPC y las medidas de inflación subyacente se mantienen bajo 3%. Las expectativas inflacionarias en el horizonte de política permanecen en torno a la meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:30 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



JULIO DITTBORN CORDUA
Subsecretario de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

