



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 192
celebrada el día martes 13 de noviembre de 2012

En Santiago de Chile, a 13 de noviembre de 2012, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
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° 192, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2013 se celebre el día 16 de ese mes.



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

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales acontecimientos ocurridos desde la precedente Reunión de Política Monetaria, RPM. En primer término, señala que se mantiene la elevada incertidumbre acerca de la situación de Europa, mientras que en Estados Unidos de América existe urgencia en resolver un potencial "fiscal cliff".

En lo referente a las cifras de actividad, expresa que en Estados Unidos de América han sido algo mejores que lo anticipado; que en China ha repuntado el crecimiento de su economía en respuesta a las medidas de estímulo implementadas por sus autoridades; y que ha quedado de manifiesto la decepción frente a la situación de la actividad económica en Europa y, especialmente, en Japón.

A título de últimos hechos relevantes del mes, destaca ciertos aumentos en premios por riesgo, retrocesos en bolsas de valores y leves caídas en las tasas largas de países refugio, la apreciación del dólar estadounidense y bajas en los precios de los *commodities*.

A continuación, el señor Sergio Lehmann menciona las noticias del mes que han tenido mayor efecto en materia de economía y mercados financieros. En lo concerniente a Estados Unidos de América, alude a la reelección del Presidente Barack Obama; que ha retomado protagonismo la discusión sobre el tema fiscal; y los daños provocados por el huracán Sandy, estimados en US\$ 20 billones en infraestructura y US\$ 30 billones en negocios, lo que, en todo caso, representa una cifra relativamente baja en términos del tamaño de la economía norteamericana. Agrega que este fenómeno climático no produjo daños en las refinerías y, por lo tanto, tampoco se observó un impacto importante en los precios de los combustibles.

En cuanto a Europa, destaca el acuerdo alcanzado en orden a establecer un supervisor único bancario y que Alemania propuso la creación de un superministerio de Economía para la Unión Europea, con autoridad para vetar presupuestos nacionales. Asimismo, indica que el parlamento griego aprobó medidas de austeridad y el presupuesto del año 2013 para cumplir con las condiciones del rescate, y que las autoridades europeas contemplan una posible extensión del programa de rescate a dos años para efectos de alcanzar la meta en materia fiscal. Añade que si bien España emitió deuda de largo plazo con cierto éxito, se observa una mayor estrechez en las condiciones crediticias, especialmente para las empresas de la Zona Euro.

En lo que se refiere a China, hace presente que el Partido Comunista de ese país se ha reunido para definir las nuevas autoridades políticas, anticipándose la continuidad de los actuales lineamientos económicos.

En cuanto a las economías emergentes, alude a noticias relativas a clasificación de riesgo, particularmente a la reducción del *rating* soberano de Argentina por parte de Standard & Poor's, así como también la de cuatro entidades bancarias de ese país; que Fitch elevó la calificación de Turquía desde BB+ a BBB-, lo que le permite alcanzar el grado de inversión; y que Moody's subió la calificación de Filipinas de Ba2 a Ba1.



A título de última noticia relevante del mes, consigna que se han incrementado los riesgos geopolíticos en Medio Oriente.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su exposición señalando que la discusión fiscal de Estados Unidos de América en los próximos dos meses girará en torno al límite máximo de la deuda pública y los recortes automáticos que comenzarían a aplicarse en el mes de enero del año 2013.

Para fines de ilustrar la situación fiscal de esa economía, exhibe la lámina N° 5 de la presentación. En primer término, se refiere al gráfico de la izquierda, que da cuenta de la medida en que el límite de la deuda pública norteamericana ha sido revisado sistemáticamente desde el año 2000 hasta la fecha, alcanzando actualmente a US\$ 16,394 trillones. Asimismo, hace notar que la deuda pública ascendió US\$16,261 trillones a fines del mes de octubre último y que el estrecho margen faltante hasta el límite antedicho podría alcanzarse en los próximos 30 o 45 días.

A continuación, señala que en el mes de enero próximo concluyen los beneficios tributarios establecidos en los años 2001 y 2003, que corresponden a exenciones tributarias asociadas fundamentalmente al impuesto a la renta, que representan un 2,6% del PIB; que también dejaría de regir el beneficio asociado a impuestos sobre los salarios, que alcanza a un 0,7% del PIB; y que, adicionalmente, comenzarían a aplicarse beneficios automáticos de gastos relacionados con defensa, salud y otras partidas pequeñas. Hace presente que las cifras asociadas a este eventual efecto automático se materializarían desde esta fecha al mes de enero de 2013 de no alcanzarse un acuerdo, lo que significaría, en caso de producirse un *fiscal cliff* completo, un menor crecimiento del PIB en el próximo año de 2,5%, esto es, una reducción desde 2% a -0,5%, aproximadamente. Agrega que en caso de llegarse a un acuerdo parcial, con motivo de las diferencias existentes en materia de impuestos aplicables a las personas de mayores ingresos, el crecimiento del año 2013 en ese país se reduciría desde 2% a 1,0%.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a los ingresos y gastos fiscales de Estados Unidos de América. Para tal efecto, exhibe el gráfico que se contiene en el lado izquierdo de la lámina N° 6 de la presentación, que da cuenta de los resultados del reporte de la Comisión Fiscal Bowles-Simpson de mediados del año 2011 en cuanto a las trayectorias ideales en materia de evolución de ingreso y de gasto con el objeto de alcanzar un balance fiscal de equilibrio aproximadamente entre los años 2030 a 2035. Hace presente que dicho estudio considera algunos supuestos muy optimistas, como un crecimiento de los ingresos en torno a 3% el próximo año y caídas importantes de los gastos en el período 2012 a 2013.

Asimismo, informa que el Congressional Budget Office, CBO, agencia federal del Congreso de los Estados Unidos de América, ha efectuado dos estimaciones adicionales a la realizada por la Comisión antedicha. Precisa que la primera de ellas, que también considera algunos recortes fiscales, da cuenta de una trayectoria deseada en materia de evolución de deuda algo mayor que la informada por la Comisión Fiscal Bowles-Simpson, en tanto que la segunda, que contempla un escenario extremo en que aumenta el límite de deuda y no hay ajuste fiscal, determina que la deuda fiscal de ese país alcanzaría un nivel equivalente a un 240% del PIB al año 2040.

En resumen, el tema fiscal norteamericano estará presente en la discusión en las próximas semanas, atendida la urgencia por alcanzar un acuerdo en esa materia, y que de no prosperar, se observará un efecto importante en términos de crecimiento en el próximo año.



El señor Sergio Lehmann alude también a la situación de Europa, específicamente a los avances y desafíos que aún están pendientes para este año en materia de refinanciamiento de las deudas de España, Italia y Portugal. Sobre el particular, señala que en el caso de España, de un total de €180 billones de deuda por refinanciar en el presente año, €87 billones lo han sido mediante deuda de largo plazo; €76 billones con deuda de corto plazo; y que aún resta por financiar €17 billones en los meses de noviembre y diciembre, lo que se estima se efectuará fundamentalmente con colocaciones de corto plazo.

Precisa que Italia ha financiado €162 billones con deuda de largo plazo y €196 con deuda de corto plazo, desconociéndose aún la modalidad que se aplicará a los €82 billones que restan por refinanciar.

En cuanto a Portugal, expresa que solo ha efectuado refinanciamientos con deuda de corto plazo, debido a que no tiene acceso a mercados de financiamiento de más largo plazo, y que a la fecha ha financiado €17 billones, restándole aún €18 billones por cubrir.

Por último, indica que en el día de hoy, Grecia logró colocar alrededor de €4 billones en los mercados a uno y tres meses, a una tasa cercana a 4%, lo que representa un costo de financiamiento elevado si se considera el carácter de corto plazo de este endeudamiento. Hace presente que este país enfrenta vencimientos importantes el próximo viernes 16 de noviembre, razón por la cual le era imperativo llevar a cabo esta operación, ya que de lo contrario, habría caído en una situación de incumplimiento o *default*.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación señalando que los CDS soberanos de la periferia de la Zona Euro han aumentado y con particular fuerza en Portugal; que los CDS de Alemania y el Reino Unido registran caídas, lo mismo que los de economías emergentes. Agrega que en los CDS de China presentan una disminución más pronunciada, atendidas las cifras de actividad algo más positivas, en tanto que los de Australia y Nueva Zelandia exhiben retrocesos marginales.

Además, informa que los *spreads* bancarios muestran alzas acotadas, excepto los de la Caixa Catalunya, que exhiben un incremento muy significativo, en tanto que otros, como los del JPMorgan y UBS, registran caídas marginales.

En lo referente a la volatilidad, resalta que no se han producido mayores cambios y que el VIX se mantiene relativamente acotado, en niveles en torno a 18 - 19%.

Por último, plantea que las primas por riesgo de los *high yielders* han subido ligeramente, en tanto que las atinentes a las empresas con clasificación A permanecen sin mayor variación. Añade que en las economías emergentes, los movimientos también han sido muy acotados.

En materia bursátil, el señor Sergio Lehmann consigna que las bolsas norteamericanas han bajado influidas por el tema fiscal en dicho país y que las europeas también exhiben caídas ante cifras de actividad más negativas para esa región. Agrega que las bolsas inglesas exhiben bastante estabilidad y que en Japón se observan algunas disminuciones a raíz del último indicador de crecimiento de -3,5%, significativamente inferior a lo contemplado en la trayectoria del Informe de Política Monetaria, IPoM, del mes de septiembre último, en que se anticipó un crecimiento ligeramente positivo para el tercer trimestre del año en curso. Explica que atendida esta última cifra, el crecimiento de Japón para el año 2012 sería alrededor de un punto más bajo que lo reportado en ese Informe y el crecimiento mundial, una décima menor, aproximadamente



Hace presente, además, que las tasas de interés de largo plazo han tendido a bajar, en línea con la mayor preocupación acerca del tema fiscal norteamericano y con indicadores de actividad más negativos en Europa. En este sentido, resalta las caídas de tasas en Alemania, país en que los datos de actividad también han sido negativos; el movimiento marginal en Estados Unidos de América; y un grado de mayor búsqueda de instrumentos de renta fija de economías refugio.

El señor Sergio Lehmann comenta también que los flujos de capitales a economías emergentes han continuado mostrando cifras positivas, en especial, a países de Asia emergente y en menor medida hacia Europa emergente, lo que da cuenta de una suerte de recomposición acorde con los mejores indicadores de actividad de China.

En lo atinente a monedas, indica que las paridades se han depreciado mayoritariamente respecto del dólar estadounidense. Asimismo, destaca la apreciación del dólar multilateral, algo superior a 1%, y la depreciación del euro en torno a 3%, en línea con indicadores de actividad negativos, particularmente en Alemania.

Plantea que en las economías emergentes predominan también las depreciaciones con algunas excepciones asociadas a países asiáticos, tales como Corea del Sur y China, donde se observa una mayor disposición a invertir. Agrega que Australia exhibe una reversión de las apreciaciones que fueron destacadas en Reuniones de Política Monetaria anteriores, consistentes con una visión de la economía china algo más favorable.

Hace notar que pese al efecto marginal de depreciación, las monedas se mantienen más apreciadas frente a promedios históricos, con la excepción de Europa emergente, que exhibe un nivel de tipo cambio muy similar al promedio del período 2000 a 2012.

En lo concerniente a actividad y precios a nivel global, menciona que en Estados Unidos de América, el dato del tercer trimestre fue algo más positivo que lo esperado, fundamentalmente por el aumento del consumo y de la inversión residencial. Asimismo, resalta que el informe de empleo da cuenta de la creación de un mayor número de puestos de trabajo que el anticipado.

Por el contrario, señala que los Indicadores de actividad en la Zona Euro no solo siguen siendo negativos, sino que son aún más desfavorables que lo proyectado, especialmente, en el caso de la industria alemana cuyas exportaciones también exhiben caídas.

Asimismo, informa que se ha agudizado la caída de la producción industrial y de las exportaciones japonesas, lo que ha quedado de manifiesto en su PIB del tercer trimestre, de -3,5%.

No obstante, indica que la perspectiva global manufacturera ha mejorado levemente asociada al desempeño más favorable de China, de las economías emergentes y también de Estados Unidos de América. Agrega que el sector de servicios disminuyó en grado mínimo.

Por último, consigna que los precios de alimentos han incrementado la inflación en las economías emergentes, especialmente en América Latina, y que las expectativas inflacionarias no presentan grandes variaciones.

En cuanto a los indicadores de actividad por región, destaca que los de Estados Unidos de América, tales como, PIB, ventas minoristas, producción industrial, consumo, precios y ventas de vivienda, y creación de empleo, superan las cifras anticipadas; que en Europa predominan las cifras negativas, particularmente en el caso de Alemania; que los



relativos a Japón también son muy negativos, dando cuenta no solo de una desaceleración superior a la anticipada, sino que de riesgos de recesión; y que en China sobrepasa la recuperación de las ventas minoristas, producción industrial y de las exportaciones, en respuesta a políticas expansivas adoptadas por las autoridades de ese país.

No obstante los resultados reportados precedentemente, el señor Sergio Lehmann precisa que las encuestas muestran señales mixtas. En este sentido, comenta que si bien el ISM manufacturero de Estados Unidos de América fue algo mejor de lo anticipado, el ISM servicios fue inferior al esperado, aunque aún supera el pivote de 50; y que la confianza de consumidores muestra cierta recuperación, aunque en menor grado que lo previsto.

Añade que en la Zona Euro se observan indicadores mixtos y especialmente negativos en Alemania; que en Japón también predomina el pesimismo, en línea con los indicadores de actividad que resultaron bastante más negativos de lo anticipado; y que en China, el PMI manufacturero fue mejor que lo proyectado y el PMI servicios retrocedió ligeramente, aunque permanece sobre el pivote de 50, dando cuenta de un panorama algo más positivo.

Por último, el señor Sergio Lehmann plantea que al analizar la evolución de algunas cifras durante el período 2007 a 2012, se observa que la producción industrial de las distintas economías no exhibe mayor variación en los últimos trimestres; que el PMI manufacturero muestra últimamente una cierta reversión en el margen, alcanzando un nivel levemente inferior al pivote de 50 a nivel global, aunque retrocede en Europa y Japón y mejora en las economías emergentes y Estados Unidos de América; y que el PMI servicios da cuenta de algún retroceso en todas las regiones.

Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere al mercado laboral de Estados Unidos de América. Sobre el particular, menciona que la recuperación del empleo ha sido bastante pausada, y destaca la creación de empleo en los sectores educación, salud, servicios profesionales y sector gobierno, y una caída marginal en el sector manufacturero.

Asimismo, informa que las solicitudes iniciales de desempleo han disminuido a cifras en torno a 350.000 – 370.000 por semana, superiores aún a lo esperable en períodos de mayor recuperación de la actividad.

Por último, manifiesta que el desempleo ha mostrado una ligera trayectoria a la baja, con alguna reversión en la punta, asociada fundamentalmente a mayor fuerza de trabajo.

El señor Sergio Lehmann presenta a continuación un análisis comparativo de las principales economías y regiones del mundo, sobre la base de los siguientes indicadores: PIB y producción industrial; ventas minoristas y confianza del consumidor; exportaciones e importaciones; e inflación.

En lo referente a Estados Unidos de América, señala que el crecimiento del PIB fue superior a lo previsto; que la producción industrial muestra una ligera mejora en el margen; que en los últimos meses, la confianza de consumidores y las ventas minoristas se han recuperado con moderación; que las exportaciones exhiben una recuperación en el margen, mientras que las importaciones figuran bastante planas, coherentes con una demanda interna que se recupera levemente; y que la inflación subyacente fluctúa en torno a 2%, explicada por el precio de los combustibles, aunque se revertirá en los próximos meses conforme a lo observado en materia de precios de la gasolina.



En cuanto a la Zona Euro, indica que su situación económica continúa deteriorándose, incluso más allá de lo esperado. En efecto, hace notar que la producción industrial ha decrecido; que la confianza de consumidores se ha deteriorado; que las ventas minoristas disminuyen; que las exportaciones también tienden a desacelerarse y las importaciones dan cuenta de una importante debilidad interna; y, por último, que la inflación, tanto *headline* como subyacente, se mantiene relativamente estable.

En lo concerniente a Japón, menciona que tras exhibir algunas cifras positivas a comienzos de año, predomina hoy una visión más pesimista, debido a las caídas que registran el PIB y la producción industrial; la desaceleración de las ventas minoristas; la disminución de la confianza de los consumidores al ámbito negativo; la desaceleración de las exportaciones; y el mantenimiento de la deflación, en línea con una demanda interna particularmente deteriorada.

En relación con China, destaca nuevamente las cifras de actividad algo más positivas, ya que la producción industrial se recupera y el PIB, si bien no exhibe mayor variación, comenzaría a registrar un repunte. Agrega que las ventas minoristas y la confianza de consumidores, así como las exportaciones e importaciones, muestran un mejor desempeño respecto a meses anteriores, en tanto que la inflación, una trayectoria decreciente sistemática, tanto en la subyacente como la *headline*, reflejo de holguras de capacidad importantes desde el punto de vista del capital instalado.

En lo atinente a América Latina, señala que Brasil continúa observando bajo dinamismo, pero con algunas mejoras en el margen; que Colombia y México exhiben señales de desaceleración, en especial la producción industrial y las ventas minoristas; y que los PMI muestran leves avances, particularmente en Brasil y México.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita incluir a Chile en este análisis comparativo de economías latinoamericanas, lo que se incorporará a contar de la próxima Reunión.

Al concluir su análisis comparativo de las principales economías latinoamericanas, manifiesta que las colocaciones se desaceleran en Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que Chile exhibe un patrón similar en este ámbito. Añade que la confianza de los consumidores se ubica en el área optimista y que las tasas de desempleo dan cuenta de mercados laborales relativamente estrechos.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de actividad que se contiene en la lámina N° 27 de la presentación. En primer término, hace notar que las economías desarrolladas figuran más desaceleradas, con la excepción de Estados Unidos de América, y que la proyección de crecimiento del primer trimestre de 2013 anticipa un enfriamiento del mismo en Japón, la Zona Euro y Nueva Zelanda. En segundo lugar, indica que las economías emergentes no registran cambios significativos y que Corea del Sur reduciría su actividad y comenzaría a crecer en su rango de tendencia. Por último, destaca la visión más positiva sobre Brasil.

El Vicepresidente observa que Chile pasa del rango amarillo a naranja en el cuarto trimestre del año en curso, por lo que conforme a ese gráfico comenzará a crecer por sobre su tendencia. Ello es corroborado por el señor Sergio Lehmann, quien acota que se prevé que se mantendrá dicho rango representado por el color naranja durante el primer trimestre del año 2013.



El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, señalando que la inflación ha repuntado en varios países acorde con mayores precios de alimentos. De hecho, destaca que Brasil registra inflaciones de alimentos superiores a 8% en doce meses, mientras que en China retroceden, atendido que los precios de los alimentos se encuentran controlados y, en consecuencia, no dan real cuenta de las fuerzas naturales del mercado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca que en materia de IPC de energía, Chile es el único país que exhibe datos negativos y que, por el contrario, Estados Unidos de América registra un alza importante en ese ítem.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán aclara que en el caso chileno, el citado IPC considera el precio de la energía de los hogares. En su opinión, sería interesante conocer el precio que se cobra por la energía para fines productivos. El señor Sergio Lehmann señala que en el caso de Estados Unidos de América es esperable una reversión en el precio de la gasolina y un consiguiente impacto significativo en el IPC de energía y, por lo tanto, en el IPC total.

El señor Sergio Lehmann resalta el aumento en la inflación esperada y sobre el particular, expresa que en América Latina se advierte una mayor inflación proyectada para el presente año, asociada a mayores precios de alimentos, que tiende a revertirse hacia el próximo año, mientras que para Europa emergente no se esperan cambios significativos este año, pero sí un aumento hacia el próximo, ya que para este período solo se consideran cambios marginales en el resto de las regiones.

En lo concerniente a tasas de política monetaria, destaca que se mantienen en términos generales, salvo el caso de algunas reducciones en aquellos países de Europa emergente cuya actividad ha sido mayormente impactada por la crisis de la región, y que por su parte, Israel, Hungría y República Checa disminuyeron su tasa de instancia en 25 puntos base.

Añade que en China han continuado las inyecciones de liquidez, pero a una tasa menor que el mes anterior; por lo tanto, en el neto, se observa una moderación de la liquidez en dicha economía, en línea con una visión de sus autoridades algo más positiva en términos de actividad.

En cuanto a las proyecciones de la tasa de política monetaria, TPM, señala que los cambios son bastante marginales y con leve aumento hacia el término del año 2013.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional se refiere a los *commodities*. En primer lugar, destaca que el precio del petróleo ha disminuido como consecuencia del aumento de su producción y comenta que en Estados Unidos de América se ha implementado una política tendiente a disminuir su dependencia energética, que se ha visto reflejada en su disposición en aumentar la producción de petróleo, con la finalidad de convertirse en el mayor productor mundial en diez años más, superando incluso a Arabia Saudita y Rusia. Agrega que se redujo el precio de la gasolina ante las expectativas de menor consumo, y que las refinerías de la costa del Este no habrían sufrido daños significativos por el paso del huracán Sandy.

Hace presente que el precio del cobre registra una caída debido a cifras más negativas que lo anticipado en Europa y Japón, aunque resalta que su evolución es coherente con lo contemplado en el IPoM del mes de septiembre último.

En materia de alimentos, indica que el índice FAO correspondiente al cierre del mes de octubre se redujo en relación al mes anterior, pero que sus perspectivas suben en el mediano plazo, debido a expectativas de cosechas de trigo menos favorables en Argentina y



algunas otras regiones de América del Sur. De hecho, el precio de este producto exhibe un aumento cercano a 8% en las últimas semanas, mientras que otros alimentos tienden a disminuir, como es el caso del arroz y la soya.

Asimismo, destaca la caída en el precio de otros *commodities*, particularmente la energía. Precisa que el petróleo Brent disminuyó en 5,7%; el petróleo WTI en 6,8%, en línea con una mayor producción en los Estados Unidos de América; la gasolina en 10,2%; y el cobre en 6,6%.

En relación con los índices agregados, plantea que el de *commodities* y de metales experimentaron una variación de -4,6%, mientras que el de energía disminuyó 6,1%, fundamentalmente por el retroceso que exhibió el precio del petróleo.

A continuación, el señor Lehmann presenta la lámina N° 34, que da cuenta de los movimientos de precios desde el año 2011 a la fecha, y destaca la caída en el precio del cobre y de otros metales, como el estaño, aluminio y níquel. Además, hace notar el alza cercana a 6% que registra el hierro, que luego de caer a niveles mínimos, se ha recuperado gracias al aumento de la inversión en infraestructura en China.

En todo caso, consigna que la trayectoria actual de los precios de los alimentos es muy similar a la exhibida en la RPM pasada y sobre este aspecto precisa que el precio del trigo ha aumentado en las últimas semanas, así como también los de lácteos y carnes, mientras que los cereales, aceites y soya han registrado disminuciones.

A concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann señala que el precio de los combustibles se ha ajustado a la baja desde la última Reunión, lo que es coherente con las caídas observadas en el precio *spot* del petróleo WTI y del petróleo Brent. Destaca que la trayectoria de la gasolina también se aprecia más baja, debido a una reducción más marcada que lo anticipado el mes pasado. Explica que ello ha obedecido a la normalización de su precio frente al del petróleo más rápida que lo previsto, en línea con el término de la temporada de huracanes y del período de mantenimiento de las refinerías.

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

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por el supuesto en materia de ajuste fiscal norteamericano que se ha contemplado en la proyección interna sobre crecimiento de esa economía para el año 2013.

A título de comentarios, hace referencia a la inflación en Europa y particularmente a que en el caso de España exhibe una leve aceleración, lo que contrasta con la idea de un ajuste en los costos unitarios de mano de obra. Asimismo, consigna que las exportaciones e importaciones están convergiendo con mucha rapidez a cero en las distintas regiones del mundo, lo que constituiría un claro indicador de recesión. En razón de ello, plantea la conveniencia de efectuar un seguimiento de ambos temas.

Además, alude a un recuadro del último informe trimestral de Cochilco, referido al estado de los inventarios de cobre en China en almacenes fuera de bolsa. Al respecto, expresa que lo informado en ese recuadro más la cifra de importaciones de cobre de China del último mes, conducen a estimar que el mercado de este metal estaría bastante más débil que lo que advierten quienes lo analizan permanentemente. Agrega que este recuadro consigna que en el mes de mayo último, los inventarios de cobre en esa economía alcanzaban a una cifra cercana a 500.000 toneladas, superior a la suma de los inventarios de cobre en las bolsas mundiales, y que en septiembre estos habían aumentado a 750.000 toneladas, aproximadamente.



El Consejero señor Sebastián Claro se refiere en primer lugar a la situación por la que atraviesa Europa, advirtiendo la probabilidad de un resurgimiento de las tensiones en esa región, atendido que las últimas cifras de Alemania darían cuenta de una incipiente recesión en esa economía.

En segundo término, solicita que se profundice acerca del mensaje de fondo en cuanto a China y el precio de los *commodities*, atendido que las últimas cifras dan cuenta de un grado de recuperación de esa economía como resultado de las políticas expansivas implantadas por sus autoridades, lo que contrasta con el retroceso que exhiben dichos precios.

Por último, hace referencia a la contradicción que se observa hoy entre los niveles de inflación que exhiben los países desarrollados y la magnitud de sus brechas, cercanas a 10%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán deja constancia que en la Reunión de Política Monetaria última imperaba algún mayor grado de optimismo sobre la situación económica de Europa, pero a esta fecha ha retornado un tono pesimista debido a los problemas que la aquejan.

En cuanto a Estados Unidos de América, señala tener la impresión que el resultado de la reciente elección presidencial ha sido bien recibido por la economía. A título ejemplar, destaca que parte del equipo de economistas que asesoraron al candidato a la presidencia de ese país señor Mitt Romney han manifestado explícitamente la conveniencia de lograr un acuerdo en el Congreso para resolver el tema del denominado *fiscal cliff*.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se suma a lo planteado por el Vicepresidente señor Manuel Marfán. En este sentido, resalta que en Europa han surgido numerosas y significativas interrogantes, tanto por las últimas cifras conocidas, más negativas que las anticipadas, como por España, que ha dilatado su solicitud de rescate.

En lo concerniente a Estados Unidos de América, menciona que si bien su economía continúa relativamente débil, sus últimos registros son mejores que los esperados, y que el recién reelecto Presidente Barack Obama tendría suficiente fuerza para evitar el *fiscal cliff*.

Por último, advierte que los *commodities* estarían asumiendo una trayectoria algo compleja y destaca que las cifras recientes de China y Brasil dan cuenta de que ambas economías han dejado de caer y que es esperable observar datos más auspiciosos en los próximos meses.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera procede a responder la consulta formulada por el Consejero señor Joaquín Vial, relativa al supuesto en materia fiscal contemplado en la proyección de crecimiento de la economía norteamericana. Al respecto, hace presente que las proyecciones internas consideran principalmente los datos de Consensus Forecasts, los que tienen implícito un ajuste fiscal del orden del 1% del PIB de ese país.

En lo concerniente a los *commodities* y su relación con China, plantea que durante el segundo y tercer trimestre del presente año se observó una caída del precio del hierro atribuible al deterioro de las expectativas de crecimiento de esa economía, mientras que el precio del cobre aumentó desde US\$3,40 la libra hasta US\$3,80 la libra, y que, por el contrario, hoy se advierte que el precio del primer metal exhibe un alza superior a 5% en el último mes y el cobre una reducción de una magnitud similar.



Por otra parte, alude a reportes sobre acumulación de inventarios y a que el gobierno chino considera iniciar un programa de compra de metales, preocupado por la situación financiera de los productores que mantendrían inventarios elevados. En su opinión, en el último mes se observa una corrección de precios respecto a los registrados en los dos trimestres previos.

En relación con el aumento experimentado por la inflación en España en los últimos meses, indica que sería atribuible a una contribución muy importante de la inflación subyacente, la que se explica por alzas del IVA, transporte público, matrículas universitarias y tarifas municipales, luego de haberse aplicado por parte del Gobierno el plan de reducción de subvenciones, por lo que si se excluye ese componente, la inflación subyacente española disminuye y también lo hacen los costos laborales unitarios.

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 local.

En primer término, señala que los datos de actividad han sorprendido al alza por el comportamiento de los sectores ligados a la demanda interna y de aquellos vinculados a recursos naturales, y que el PIB del tercer trimestre del año en curso habría crecido 5,6% y la demanda interna 7,8%. Destaca que de acuerdo con información conocida en el día de hoy, el crecimiento del producto se corrige desde 5,6% a 5,7% en dicho trimestre.

En segundo lugar, manifiesta que los datos de comercio exterior y de ventas de vehículos sugieren que continuará el dinamismo de la actividad en el cuarto trimestre del presente año, lo que contrasta con la desaceleración que han experimentado las colocaciones bancarias.

Asimismo, consigna que la creación de empleos exhibe un incipiente repunte; que se modera el dinamismo de los salarios; y que los costos laborales se contraen por ganancias de productividad.

En materia de inflación, indica que el último registro mensual sorprendió al alza, influido por componentes volátiles, particularmente alimentos perecibles; que la inflación subyacente no experimentó variación el mes pasado; y que con ello, se espera que el IPC alcanzará a 2,3% anual en el mes de diciembre, levemente por debajo del 2,5% proyectado con ocasión del último IPoM y en línea con lo anticipado en la Reunión de Política Monetaria pasada.

A título de última noticia relevante del período, informa que el mercado espera que se mantenga la TPM por un período prolongado. Acota que la Encuesta de Expectativas Económicas proyecta que la tasa rectora se mantendrá en su nivel actual durante los próximos dos años, con un sesgo neutral, a diferencia de meses anteriores, cuando tuvo un sesgo más bien a la baja.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto se refiere a la actividad, resaltando que el IMACEC del mes de septiembre último sorprendió al alza, y que al considerar las cifras desestacionalizadas, el crecimiento fue superior a 7%, debido a una contribución importante de los sectores ligados a recursos naturales, particularmente la minería.



Manifiesta que de acuerdo con los datos mensuales de demanda interna hasta el mes de septiembre, esta continuó mostrando un dinamismo algo mayor que el del PIB, lo cual significa que sigue ampliándose la brecha entre el producto y el gasto. Agrega que el consumo privado habitual y la inversión lideran la demanda interna.

En lo concerniente al consumo, expresa que hasta hace un par de meses se observó una cierta reacceleración de la parte habitual, que incluye consumo de bienes no durables y servicios, y una tendencia a la desaceleración del consumo de bienes durables. Al respecto, comenta que los datos recientes dan cuenta de una cierta atenuación en el crecimiento del consumo habitual y de una leve profundización de la desaceleración del consumo durable.

Con todo, destaca que la masa salarial continúa creciendo a tasas elevadas, lo que seguirá dando sustento al consumo en los próximos meses.

En cuanto al componente no durable del consumo, explica que se ha producido una reacceleración del componente de bienes en desmedro del componente de servicios, que ha tendido a atenuar su ritmo de expansión en los últimos meses.

En relación con el consumo durable, señala que el dato sobre ventas de automóviles de ANAC correspondiente al mes de octubre, mostró un crecimiento muy elevado del 30%, lo cual sugiere que la leve reversión del consumo de durables podría revertirse en el cuarto trimestre del presente año. Añade que dicho retroceso y posterior retorno significativo obedeció a la diferencia entre el número de días hábiles de los meses de septiembre y octubre.

En materia de inversión, destaca el aumento en el dinamismo de la inversión en maquinarias a partir del mes de julio último, que se explica fundamentalmente por las compras de aviones efectuadas por la empresa Lan Chile. Asimismo, anticipa que cifras de Cuentas Nacionales indican que las importaciones del cuarto trimestre serían mayores que lo contemplado en la proyección interna.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña informa que el programa de compra de aviones por parte de Lan Chile se extendería hasta el año 2015 o 2016 y se contempla la renovación total de su flota, lo que implica una inversión por un monto cercano a los US\$ 1.600 millones.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, mencionando que entre los sectores de oferta se observa una reacceleración de la parte comercio, especialmente, mayorista, atribuible en parte importante a la comercialización de maquinarias y equipos, que se contabilizan como inversión.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que con anterioridad a la fusión de las empresas Lan Chile y Tam, los aviones adquiridos por la parte brasilera no se registraban en Chile, y que luego de la fusión de ambas compañías, desconoce si los aviones de la sociedad fusionada resultante Latam Airlines Group que operan en Brasil se contabilizan en nuestro país. El señor Ricardo Vicuña responde que todos los aviones pertenecientes a Lan Chile forman parte de la operación de esa empresa y de sus ingresos, en tanto que aquellos adquiridos por Latam figuran en el balance trimestral informado por esa compañía a la Superintendencia de Valores y Seguros y, por lo tanto, están registrados en Chile como importaciones chilenas y forman parte de la balanza de pagos.

El Fiscal señor Miguel Ángel Nacrur precisa que la sociedad fusionada que se denomina Latam Airlines Group es una persona jurídica chilena y, en consecuencia, es titular de todos los bienes y derechos, entre los que se encuentran los aviones de propiedad de Latam, sociedad que fue absorbida con motivo de la fusión.



El señor Ricardo Vicuña agrega que los aviones que adquiere una línea aérea están afectos a un tratamiento tributario y aduanero especial y, por lo tanto, no pagan derechos arancelarios, porque no figuran como una importación física del país. Hace presente que ello significa también que no deban efectuarse declaraciones de importación de aviones, por lo que el Servicio Nacional de Aduanas tampoco mantiene un registro de importación por este concepto, como es el caso de las importaciones de bienes físicos cualquiera. Además, menciona que la información sobre importaciones de aviones es provista directamente al Banco por la compañía que los adquiere.

Se determinó, dada la importancia de este tema, que el Gerente de División Estadísticas efectúe una presentación sobre el tratamiento de las importaciones de aviones y barcos en una próxima Sesión de Pre Consejo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación, resaltando que el elevado valor agregado de la minería incidió en la mayor actividad observada en el citado mes de septiembre. Agrega que al comienzo de la presente jornada se conocieron las cifras de producción de Cochilco, que anticipan un crecimiento de 3,6% anual, que es concordante con la proyección interna.

Asimismo, hace notar que el sector industria se encuentra estancado y que incluso exhibe pequeñas reversiones en el margen al considerarse las cifras desestacionalizadas, aun cuando las líneas ligadas a los sectores exportadores muestran bastante dinamismo en los últimos meses, como es el caso de aquellas asociadas a procesamiento de salmones y celulosa, mientras que las vinculadas al consumo y la refinación de combustible por parte de ENAP marcan una debilidad importante dentro de ese sector.

En materia de riesgos, menciona que el riesgo local ha disminuido desde la última RPM, pero que contrasta con el internacional, que ha aumentado desde aquella fecha.

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere a las colocaciones y advierte que los créditos comerciales han tendido a caer en términos interanuales en un contexto en que las tasas de interés promedio no han registrado mayor movimiento. Hace presente que antecedentes preliminares sobre colocación de bonos en Chile y en el extranjero durante el tercer trimestre indicarían que tal caída no obedece a un efecto de sustitución de financiamiento muy significativo, pero sí a algunos propios de composición. En este sentido, plantea que las colocaciones de un par de bancos representan casi la totalidad de las colocaciones del sistema y, por lo tanto, el movimiento de uno de ellos estaría explicando esta desaceleración, por lo que se procederá a efectuar un seguimiento a esta variable.

El Presidente señor Rodrigo Vergara enfatiza en la necesidad de monitorear el comportamiento de las colocaciones, porque constituye tal vez el único indicador de desaceleración de la economía interna.

El señor Claudio Soto continúa con su exposición, destacando que las expectativas de las empresas no solo se mantienen en un terreno bastante positivo, sino que exhiben un leve mejoramiento, mientras que las expectativas de los consumidores registran un cierto retroceso dentro de un terreno también positivo, según lo reporta la encuesta IPEC.

En relación con operaciones de comercio exterior, informa que las exportaciones anotaron un rebote muy importante en el mes de octubre, recuperando con ello la significativa caída observada en el mes previo con motivo del menor número de días hábiles de dicho mes.



En cuanto a las importaciones, resalta que la recuperación anotada en el mes de octubre supera la contracción registrada el mes previo. Hace especial énfasis que estas cifras de importaciones no incluyen la compra de aviones que se comentó anteriormente, sino que consideran las importaciones de bienes de consumo y de capital, como también las compras de combustible que ENAP utiliza como insumo en sus procesos de refinación, que también experimentaron un aumento importante.

En materia de empleo, el Gerente de Análisis Macroeconómico da cuenta de algún dinamismo en la creación de puestos de trabajo, atribuible a mayor creación de empleo por cuenta propia y a la recuperación del empleo asalariado por factores estacionales. En todo caso, deja constancia que el incremento de este último no solo se explica por la recuperación del empleo agrícola, sino que también por el correspondiente a otros sectores de la economía. De hecho, comenta que el sector comercio estaría enfrentando dificultades para retener a sus trabajadores, por la reasignación sectorial que se está observando.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto expone las proyecciones internas. En primer término, señala que, basados en las cifras de demanda interna del tercer trimestre del año en curso, se ha corregido al alza la proyección desde el 5,0% contemplado en el IPoM y el 5,2% proyectado en octubre último hasta un 7,8%. Aún más, indica que de conformidad con antecedentes preliminares conocidos el día de hoy, dicho porcentaje se elevaría a 8,0%.

Agrega que la proyección del consumo privado se ha corregido desde un 5,6% a un 5,8%, mientras que el consumo del Gobierno disminuiría desde un 7,0% a un 2,9%, debido principalmente a una subejecución de la parte extrapresupuestaria.

Asimismo, resalta que la inversión presenta la mayor corrección, desde 6,3% a 20%, con motivo del significativo aumento del componente maquinarias y equipos por la compra de aviones antes referida.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa el significativo aumento de esas inversiones, no así de las importaciones, que se incrementarían solo 3,1%.

El señor Claudio Soto explica que hubo correcciones importantes a la baja en otros componentes de las importaciones, debido al efecto del menor número de días hábiles del mes de septiembre y al paro laboral en el puerto de San Antonio.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa además la fuerte corrección de las exportaciones desde 2,1% a -2,8%.

El señor Claudio Soto destaca que tanto el efecto de los días hábiles como de los paros laborales han distorsionado las cifras de comercio exterior del tercer trimestre, especialmente las de minería. En efecto, señala que el rebote hasta 5,5% que exhibe dicho sector en el cuarto trimestre obedece al aumento significativo de la producción minera, que deberá ser exportada durante los últimos meses del año. Plantea que lo expresado llevó a observar cifras de demanda interna muy abultadas en el tercer trimestre, no así en el cuarto, porque la sorpresa en materia de exportaciones del tercer trimestre se reflejó en acumulación de inventarios indeseada, lo que se desharía parcialmente.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que la inversión en aviones ha incidido en la proyección de demanda interna para el tercer trimestre, la que alcanza a 7,8%, lo que en su opinión es una cifra abultada. Para efectos de contar con una noción más exacta sobre la materia, solicita que se precise el crecimiento promedio de la demanda interna en los últimos diez años.



El señor Claudio Soto responde que al excluir la inversión en aviones antedicha, la proyección de crecimiento de la demanda interna habría sido cercana a 5,5% en el tercer trimestre. De hecho, indica que su corrección desde el 5,2% de la RPM pasada hasta el 7,8% se explica principalmente por esta inversión.

A nivel sectorial, destaca que la minería, el comercio y la recaudación han sorprendido al alza, llevando a corregir la proyección del PIB del tercer trimestre desde un 5,1% a un 5,6%, e incluso hasta 5,7%, según las cifras conocidas al inicio de la jornada. Destaca en forma especial la significativa corrección en materia de recaudación del IVA, que sugiere mayor actividad del sector comercio, que se relaciona, a su vez, con el consumo y la inversión.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita al Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña que indique si la compra de aviones se registra como importaciones en la balanza de pagos, aun cuando no se efectúe el trámite de internación de ellos ante el Servicio Nacional de Aduanas.

El señor Ricardo Vicuña expresa que las referidas compras de aviones están incorporadas en las cifras de importaciones correspondientes al tercer trimestre del año en curso. Explica que en términos técnicos, se consideran bienes en tránsito, por lo que como tales, no corresponde efectuar una declaración de importación, de manera que carecen de registro, no obstante constituir una importación, por cuanto existe un cambio de propiedad que se contabiliza en el balance de la empresa que los adquiere.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que esta operación no solo genera diversas dudas de orden contable, sino que resulta sorpresiva una corrección tan significativa de la inversión en maquinarias y equipos, desde 6,3% a 20% desde la Reunión de Política Monetaria anterior. Atendido que no había observado anteriormente una corrección de esa naturaleza como la que presenta este componente importante de la demanda interna, y por las implicancias que reviste, solicita que se efectúe una revisión de las cifras y la forma en que se contabiliza la operación antedicha.

El señor Claudio Soto retoma su presentación e informa que el PIB crecería 5,3% este año. Enfatiza que esta cifra mantiene el supuesto contemplado en el IPoM del mes de septiembre, en el sentido que se podría producir una desaceleración algo más intensa en el último trimestre del año, considerando las turbulencias y tensiones financieras externas. Asimismo, indica que esta proyección no considera la corrección al alza del segundo y tercer trimestre, que al incluirla eleva la proyección a un 5,4%.

Por otra parte, señala que el mayor riesgo externo y la caída del precio del cobre han llevado a una depreciación del peso en torno a 1,5%.

En materia de salarios, manifiesta que han tendido a moderar su ritmo de expansión. De hecho, precisa que los IREM exhiben tasas de crecimiento estables en términos nominales, mientras que los CMO han venido reduciendo su tasa de crecimiento anual. Asimismo, alude a una heterogeneidad sectorial, por cuanto las alzas salariales han sido lideradas por la minería y la construcción.

Añade que en términos reales, los salarios también muestran tasas de crecimiento relativamente elevadas, mientras que al ajustarlos por productividad se observa que los CLU tienden a contraerse. En esta materia, tiene importancia el tema relativo a las horas trabajadas, porque al desestimarlas, resulta que los CLU crecen a tasas más elevadas que en caso de incluirlas en el cálculo. Agrega que al considerar solamente el empleo asalariado, que crece más que el empleo total, los CLU aparecen incrementándose a tasas



relativamente altas desde una perspectiva histórica. En consecuencia, plantea que para estos efectos resulta clave tener presente cuál es el supuesto utilizado respecto de las horas trabajadas y de la productividad de los trabajadores por cuenta propia.

Sobre este aspecto, hace presente que en las próximas semanas se contará con un estudio más acabado sobre los posibles efectos de composición que pudieran estar incidiendo en la medición de las horas trabajadas. A título ejemplar, comenta que la participación femenina en el mercado laboral ha aumentado; que las mujeres trabajan, en promedio, un número menor de horas; y que, por lo tanto, el número promedio de horas trabajadas debería ser más bajo.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, señalando que el IPC sorprendió al alza al registrar una variación de 0,6% en el mes de octubre. No obstante, destaca que el IPC que excluye alimentos y energía no registró variación en relación con el mes anterior.

Resalta que al igual que en meses previos, la inflación de alimentos contribuyó de manera muy importante. En efecto, precisa que el IPC de alimentos exhibe un crecimiento cercano a 10% mes a mes y que la tasa de variación ha venido incrementándose, por lo que su contribución al IPC también ha aumentado. Añade que alrededor de dos puntos de inflación se explican por la inflación de alimentos y otros dos puntos por el componente de servicios de la parte subyacente, mientras que el componente energía, que incluye combustibles y tarifas eléctricas, contribuye negativamente en la variación anual del IPC.

En relación con las proyecciones del mes de octubre, indica que las sorpresas se concentraron fundamentalmente en la parte de alimentos, en tanto que los combustibles sorprendieron marginalmente a la baja por las fuertes caídas de los precios de las gasolinas registradas hacia fin de mes.

Añade que dentro de la sorpresa del ítem alimentos, sobresale el precio de la papa, cuya alza ha incidido en dos décimas del IPC. En otras palabras, consigna que dos tercios de la diferencia inflacionaria del mes se explican por el alza del precio de este producto, la que además no se aviene con los patrones históricos habituales, por lo que de acuerdo con el comportamiento que ha tenido su precio en los últimos trece meses, es esperable que su reversión no sea muy significativa en lo futuro.

En cuanto a los precios de la gasolina, señala que si bien la proyección interna contempla caídas en los últimos meses, estas han sido más intensas que lo anticipado. Por el contrario, comenta que el precio del gas ha sorprendido al alza, explicando una pequeña corrección en ese sentido en la proyección de los precios de combustibles.

El señor Claudio Soto indica que la inflación anual llegaría a 2,3% en diciembre y que a partir de esa fecha se observarían alzas en términos de la variación interanual del IPC hasta alcanzar niveles cercanos a la meta en el mes de abril de 2013.

Además, destaca que la inflación subyacente será cercana a 1% por algunos meses, en parte importante por la rebaja del impuesto de timbres y estampillas que se materializará en el mes de enero próximo.

El señor Claudio Soto informa también que los modelos alternativos sugieren para los próximos meses una inflación levemente inferior que la contemplada en las proyecciones internas.

El Consejero señor Sebastián Claro, en razón de la sorpresa inflacionaria antedicha, consulta acerca de qué tan conservador es el supuesto interno respecto de la inflación de alimentos, si se consideran modificaciones en los precios de los últimos meses



por eventos estacionales. El señor Claudio Soto hace presente que la proyección se realiza sobre la base de la observación del mes de noviembre y que a partir de ella se consideran los perfiles estacionales habituales. Informa que a esta fecha no se prevén reversiones de precios muy significativas, como tampoco alzas relevantes en los meses venideros.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que, en su opinión, si en el presente mes de noviembre se mantienen elevados los precios de algunos alimentos se estaría en presencia de un tema más estructural.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, en lo atinente a las tasas de interés, destaca la alta volatilidad de las tasas de interés reales en el último tiempo, en especial las tasas de los BCU2, que tendieron a una variación al alza en las últimas semanas. Agrega que las tasas nominales también han registrado pequeños movimientos en el mismo sentido, pero bastante más acotados.

De acuerdo con lo anterior, hace notar que se observan leves caídas en las expectativas de inflación que se derivan de los bonos, y que las expectativas de inflación, tanto a 12 meses como a 24 meses, se encuentran alineadas y estables en torno a la meta.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón acota que las tasas de los depósitos a plazo en los bancos han disminuido en alrededor de 15 puntos base luego de las últimas medidas adoptadas por el Banco, consistentes en el programa de aporte de liquidez para facilitar la gestión del sistema financiero, estimándose además que registrarán bajas adicionales.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto señala que la curva *forward* se eleva levemente a una tasa cercana a 5,5% a comienzos del año 2014; que las encuestas indican una TPM constante durante los próximos dos años, con un sesgo neutral; y que para esta Reunión, el mercado espera mayoritariamente que se mantenga la tasa rectora.

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

El Consejero señor Sebastián Claro señala que atendida la relevancia de la minería como componente de la inversión, sugiere profundizar acerca de su actual ciclo en inversión, específicamente en lo concerniente a su período remanente y tamaño, para efectos de la proyección de la cuenta corriente.

En segundo término, hace referencia a lo planteado en orden a que se proyectan nuevas bajas de la inflación, especialmente en sus componentes *core* y bienes transables. En su opinión, procedería profundizar en el análisis de las razones que explican la sorpresa inflacionaria a que se hizo alusión precedentemente, la que además se estaría tornando persistente.

El Consejero señor Enrique Marshall observa que la actividad y la demanda evolucionan por sobre lo anticipado y los ritmos de tendencia. A su juicio, ello vuelve a confirmar que es ínfima la probabilidad de un ajuste brusco de estas variables, salvo que entre a operar algún factor exógeno.

Por otra parte, destaca que la desaceleración del crédito contribuye a la conducción de la política monetaria, porque permite moderar el dinamismo de la actividad y, en este sentido, que las razones que explican la desaceleración de las colocaciones comerciales y de consumo serían de orden prudencial.



El Consejero señor Joaquín Vial consulta si se revisó en esta oportunidad la proyección de cuenta corriente y, en caso afirmativo, que se informe acerca de sus principales resultados; como asimismo, que se complemente la exposición incluyendo comentarios sobre eventuales cambios a la política fiscal.

A título de comentario general, menciona que las brechas entre demanda y PIB se siguen extendiendo y que se manifiestan en la apreciación cambiaria y en el deterioro de la cuenta corriente, por lo que esta situación no puede prolongarse indefinidamente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que en la medida que la tasa de crecimiento del PIB del cuarto trimestre sea superior al 0,2% proyectado internamente, la brecha de PIB continuará expandiéndose hacia el lado inflacionario. No obstante, precisa que la inflación no registra un aumento acorde con ello, salvo algunos incrementos en los precios del sector inmobiliario, y que no se advierten síntomas de algún recalentamiento de la economía, con la sola excepción del deterioro de la cuenta corriente, que debe ser corregida por derivarse de la compra de aviones comentada anteriormente.

Expresa que le genera gran preocupación la actual coyuntura, en que persiste la debilidad de la economía internacional con riesgos aún latentes en Europa, en contraposición a la situación de la economía interna antes descrita, ya que tales situaciones tan contradictorias no convergen. En su opinión, ello incidirá en algún momento en un abultamiento de la cuenta corriente con apreciación del tipo de cambio o generará alguna forma de presión inflacionaria. Manifiesta inclinarse por la primera alternativa, porque en esta coyuntura, el Consejo debe mantener la TPM dentro del ámbito de las tasas neutras, frente al resto del mundo que mantiene tasas rectoras menores. Advierte que la prolongación de esta situación podría dar lugar a operaciones de arbitraje.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se suma a los comentarios expresados por los señores Consejeros y, en particular, al referido a la situación compleja que se presenta en materia de política monetaria y a la necesidad de buscar otros instrumentos de política, como lo hacen otros bancos centrales en el mundo.

Asimismo, destaca la proyección de crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, de 4% anual, considerando la situación internacional y un escenario en que la mayor parte de las economías anticipan caídas en esta variable.

Además, se suma a lo expresado acerca de la problemática que plantean la demanda interna, la actividad y la inflación, en que las dos primeras siguen creciendo significativamente, pero, contrariamente a lo esperado, no se han traducido en un efecto en la cuenta corriente y en la inflación.

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

En relación con la cuenta corriente y la minería, recuerda que en Sesión de Pre Consejo se presentaron algunos cálculos que reflejan que un punto de la cuenta corriente podría asociarse a la sobreinversión que se registra en minería en el último tiempo.

En segundo término, comparte la apreciación de la existencia de un escenario complejo en la relación entre inflación y brecha, agregando que, en su opinión, la parte cambiaria ha contribuido a contener las presiones inflacionarias. De hecho, explica que la inflación de bienes ha sorprendido a la baja, no así la de servicios, atendido que la primera se encuentra más ligada al tipo de cambio. Agrega que al efectuar estimaciones de curvas de Phillips, da como resultado que en los últimos trimestres la brecha producto ha perdido significancia en relación a un año atrás, lo cual, de alguna manera, explica la desconexión que



se observa entre la inflación y la brecha. Por último, indica que dentro de las próximas semanas se presentará un diagnóstico más completo sobre esta materia en Sesión de Pre Consejo.

En lo concerniente a las exportaciones y su relación con el actual ciclo económico, señala que en un contexto de debilidad mundial, las cifras sobre exportaciones no resultan ser tan negativas este año, en razón de que gran parte corresponden a exportaciones mineras, cuyo ciclo de producción se encuentra aparentemente más dissociado del ciclo de actividad mundial.

En lo atinente a la política fiscal, expresa que bajo la premisa que el presupuesto del presente año se cumplirá íntegramente, debería observarse una reaceleración del gasto levemente más intensa hacia fines del año. Agrega que, en todo caso, ha sorprendido que haya estado bastante baja la parte extrapresupuestaria, con tasas de crecimiento negativas, al menos la tasa de crecimiento del tercer trimestre. Asimismo, para el último trimestre de este año también se anticipa una ejecución más débil de esa parte del presupuesto.

Al no formularse otros comentarios, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 16:00 horas para analizar las opciones de política monetaria.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 192.

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

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

En lo concerniente a la economía internacional, señala que se mantiene la incertidumbre respecto de la situación fiscal y financiera en Europa y que los datos recientes muestran una profundización de la contracción económica en esa región; que la economía de Estados Unidos de América, por el contrario, sigue en una trayectoria de crecimiento moderado, pero que aún no se despeja el riesgo de un ajuste fiscal severo a comienzos del año 2013; que después de varios meses a la baja, los indicadores más recientes de la economía china muestran que el crecimiento en ese país vuelve a cobrar fuerza; que las condiciones financieras internacionales exhibieron un leve deterioro durante el último mes; que el precio del cobre y de los combustibles registraron una caída relevante desde la última Reunión de Política Monetaria; y que la gran mayoría de los bancos centrales mantuvo su tasa de instancia monetaria.

En el plano local, indica que el producto y la demanda interna mostraron un dinamismo mayor que el anticipado en el último IPoM, y que en este resultado incidió una mayor acumulación de existencias e impulso del consumo privado, como también el aumento de la inversión en su componente de maquinarias y equipos. Agrega que el ritmo de creación de empleo se mantiene acotado.

En materia inflacionaria, resalta que el registro del mes de octubre pasado sorprendió al alza por el incremento de precios específicos, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en torno a la parte baja del rango de tolerancia y que las expectativas también se encuentran alineadas con la meta de inflación en los horizontes relevantes.



Agrega que las distintas encuestas y la curva *forward* proyectan la expectativa de que se mantendrá la tasa rectora en su entorno actual por un período prolongado y que, en particular, para esta Reunión ello se anticipa en forma casi unánime.

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

En primer término, consigna que las noticias recientes no modifican en forma relevante el escenario internacional delineado en el IPoM del mes de septiembre pasado. En este sentido, plantea que las perspectivas para el crecimiento mundial son similares, aunque se han exacerbado las diferencias de desempeño entre Europa y el resto de las regiones; que los riesgos del escenario externo continúan presentes; que la situación de la Eurozona se mantiene frágil; que el riesgo de un ajuste fiscal severo en Estados Unidos de América durante el año 2013 sigue vigente; y que solo en el caso de China se observan algunas señales positivas, lo que contrasta con la disminución que han experimentado los precios de las materias primas en las últimas semanas.

En lo atinente al escenario interno, menciona que los antecedentes recientes muestran una aceleración del dinamismo de la demanda por un mayor empuje del consumo privado y la inversión en maquinaria y equipos, que también se ha expresado en un mayor crecimiento de la actividad, en el que ha contribuido especialmente el de los sectores vinculados a recursos naturales. Añade que este patrón de crecimiento implicará una ampliación del déficit de cuenta corriente medido a precios de tendencia. Dentro de este cuadro de mayor dinamismo, destaca el menor crecimiento de las colocaciones bancarias durante los últimos dos meses, aspecto que deberá continuar analizándose para entender su coherencia con el resto de los indicadores.

En cuanto a la evolución de los precios, precisa que en el aumento de la inflación total de los últimos dos meses han contribuido los alimentos, principalmente los perecibles, mientras que la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, ha evolucionado levemente por bajo lo esperado en la proyección del último IPoM, ubicándose en 1,9% anual al mes de octubre pasado. Destaca que estas sorpresas positivas en precios específicos no han afectado las expectativas inflacionarias de mediano plazo, que se mantienen alineadas con la meta. Agrega que la moderada evolución de la inflación subyacente en un contexto de menores holguras de capacidad, tanto en el sector productivo como en el mercado laboral, también constituye un factor a seguir examinando.

Dado lo anterior, expresa que mantener la TPM en su nivel actual se considera acorde con el estímulo monetario necesario para lograr una evolución de la actividad alineada con su potencial, tal como se estimó en el último IPoM de septiembre de 2012.

El señor Luis Óscar Herrera señala que al igual que en ocasiones anteriores, la opción de reducir la Tasa de Política Monetaria se podría justificar como una medida preventiva ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento económico y la inflación, advirtiendo que este podría ser el caso de materializarse los escenarios de riesgo externo contemplados en el último IPoM.

Sin embargo, expresa que las probabilidades de ocurrencia de estos escenarios externos negativos no se han incrementado en el último mes y que incluso podría argumentarse que se han atenuado los riesgos relacionados con una desaceleración brusca de la economía china. Asimismo, hace presente que los antecedentes recientes muestran que la demanda interna e indicadores relacionados se mantienen dinámicos y que las condiciones financieras locales continúan siendo benignas, lo que tampoco anticipa una desaceleración



inminente de la demanda interna en los próximos meses. Por lo anterior, deja constancia que la opción de disminuir la tasa rectora, al igual que el mes pasado, no resulta hoy la opción más adecuada.

El señor Luis Óscar Herrera informa que la alternativa de aumentar la tasa de política también se descarta en esta ocasión. Indica que esta opción se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno, que ha mantenido tasas de crecimiento elevadas a pesar del deteriorado escenario externo. En su opinión, este dinamismo del gasto podría llevar a estrechar las condiciones en los mercados internos, generando condiciones más propicias para observar mayores presiones inflacionarias en el futuro. No obstante, los últimos antecedentes sugieren que ha sido más moderada la aceleración del crecimiento de la actividad resto, en aquellos sectores más ligados a la dinámica de precios, en contraste con el gasto interno. Además, consigna que los indicadores de inflación y las expectativas privadas se mantienen en valores coherentes con el cumplimiento de la meta para esta variable.

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

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

Al proseguir con la Sesión, el señor Presidente informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, por intermedio de su Asesor señor Rodrigo Cerda, le ha hecho llegar su planteamiento por escrito, al que dará lectura a continuación:

"El escenario económico en el último mes sigue mostrando a nivel local el dinamismo de la actividad y la inflación bajo control. En el escenario externo no se observan grandes cambios, en el cual persisten los problemas fundamentales en Europa, en que han vuelto a surgir las tensiones por las discrepancias entre los Ministros de Finanzas de la Zona Euro y el Fondo Monetario Internacional sobre el plazo a conceder a Grecia para realizar los ajustes fiscales necesarios.

De este modo, la percepción de riesgo ha subido ligeramente desde sus niveles en la última Reunión de Política Monetaria, lo que se refleja en que los CDS a 5 años en España se encuentran 78 puntos por sobre su nivel desde dicha fecha; los de Italia, 82 puntos mayor; y, en Francia, el aumento ha sido de 16 puntos.

La producción industrial de la Zona Euro en el mes de agosto pasado decreció 2,9% en 12 meses, tras la caída de 2,8% del mes anterior. En este aspecto, destaca la caída anual de 5,2% en Italia y de 3,2% en España. En Alemania, el sector decreció 1,6%, mientras que en Francia, registró un modesto crecimiento de 0,3%.

La economía de Estados Unidos de América muestra alguna mejoría, pero han surgido nuevas preocupaciones. De acuerdo al avance proporcionado por la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento del tercer trimestre de 2012 se ubicó en 2% trimestral anualizado y desestacionalizado, acelerándose respecto al 1,3% del trimestre anterior. La creación mensual de empleo en octubre fue de 171 mil puestos, superando los 148 mil del mes anterior. En lo referente al sector industrial, el PMI manufacturero se ubicó en 51.7 puntos en octubre último, superior a los 51.5 del mes anterior, manteniéndose en zona de expansión.



Pese a estos mejores indicadores han surgido preocupaciones sobre el ajuste fiscal que necesita hacer ese país y que en caso de no llegarse a acuerdo en el Congreso, se materializaría en forma abrupta a comienzos del año 2013, lo que podría traer importantes repercusiones para esa economía y el resto del mundo.

En el mes de octubre la economía china mostró alguna mejoría en sus indicadores. La producción industrial creció 9,6% en 12 meses durante ese mes, tras un 9,2% en septiembre, mientras que las ventas minoristas crecieron 14,5%, frente al 14,2% de septiembre. Las exportaciones, en tanto, se aceleraron, con un crecimiento de 11,6% en el mes de octubre tras el 9,9% de septiembre y el 2,7% de agosto. Por otro lado, la inflación en octubre último se ubicó en 1,7% en 12 meses, tras el 1,9% del mes previo, otorgando mayor rango de maniobra a la autoridad para actuar.

De acuerdo al último Consensus Forecasts la proyección de crecimiento para China en 2012 es de 7,7%, inferior al crecimiento de 9,3% de 2011.

En definitiva, el escenario económico internacional actual sigue influido por los efectos de la crisis en la Zona Euro, aunque han surgido nuevos temores, lo que afecta a otras economías del mundo, en particular, a las economías emergentes.

En el ámbito interno, la actividad económica se mantiene dinámica donde pese a contar con 4 días hábiles menos, el país alcanzó un crecimiento de 4,6% en septiembre, bastante superior a los pronósticos de mercado, que apuntaban a un incremento de 3,5%. Las expectativas de crecimiento para este año registran un incremento en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile, ya que en noviembre en curso, el crecimiento esperado para 2012 es de 5,2%, superior al 5,1% de la encuesta de octubre y el 5% de septiembre.

El mercado laboral muestra una importante moderación en la creación de puestos de trabajo, aunque el reporte del trimestre julio a septiembre registró un crecimiento del empleo de 1,6%, acelerándose en relación al 1% del trimestre junio-agosto. Por su parte, los salarios reales continúan creciendo, por lo que la evolución de la masa salarial ha permitido sostener el crecimiento del consumo.

Por otra parte, las importaciones de bienes de capital repuntaron en octubre, creciendo 24% en 12 meses, tras una disminución de 10,2% el mes previo.

Sin embargo, el sector externo chileno sigue siendo afectado por la situación internacional. Al mes de octubre de 2012, las exportaciones de bienes acumulan una caída de 4% anual y a su vez, el valor de las exportaciones de bienes a Europa en septiembre disminuyó 2,5% en 12 meses, mientras que las destinadas a China, lo hicieron en 13,7%.

De esta manera, se ha configurado un escenario local en donde la fortaleza de la demanda interna ha logrado contrarrestar los efectos negativos de la menor demanda externa.

En cuanto a los precios, la inflación registró un incremento de 0.6% en octubre, llegando a un nivel de 2.9% en 12 meses. El citado aumento mensual fue influenciado fundamentalmente por alzas en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas. Con todo, las medidas subyacentes se encuentran en niveles en torno a 2% y, por ende, continuamos en un escenario de inflación controlada.

De hecho, a pesar de la inflación del mes de octubre pasado, las expectativas de inflación se mantienen contenidas. De acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile la inflación en noviembre sería de 0.1% mensual, y en



diciembre de 0.2%, con lo que implícitamente, a fines de 2012 se ubicaría en 2.3% anual, cerca del piso del rango de tolerancia del Banco. Para fines de 2013 las expectativas se mantienen ancladas en 3% anual y por su parte, las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles de 2.58%.

En este escenario, se sugiere mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual y validar así las expectativas del mercado. La economía chilena muestra signos de resiliencia, pero no ha soslayado por completo el impacto de la recesión europea y la desaceleración de los mercados emergentes, así como la incertidumbre que aún persiste. En este contexto parece necesario mantener la pausa para continuar acumulando información acerca de la evolución económica internacional y su impacto sobre la economía nacional."

Concluida la lectura de la opinión formulada por el señor Ministro de Hacienda y para efectos de proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la votación y, en primer lugar, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo las presentaciones del equipo de la Gerencia de División Estudios y el análisis de respaldo a su recomendación de política para esta Reunión.

En lo referente a la situación internacional, indica que se mantienen en líneas gruesas las tendencias observadas en las Reuniones anteriores. En este sentido, consigna que mejores índices de actividad en China, Estados Unidos de América y en alguna medida Brasil, se ven en parte compensados por datos peores para la actividad económica en Europa y Japón; que continúan los temores a un ajuste fiscal excesivo en Estados Unidos de América, aunque algo atenuados por indicios incipientes de voluntad para negociar un acuerdo; y que en Europa se avanza en un acuerdo para flexibilizar el plan de ajuste en Grecia, pero se dilatan las decisiones sobre su financiamiento, mientras que España posterga la solicitud para acceder a los fondos de rescate. En suma, hace notar que persisten los riesgos provenientes de la economía internacional.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que a nivel local, lo más destacable es la fortaleza que exhiben la demanda interna y la actividad económica, y que si bien estima que parte de este dinamismo puede estar influido por fenómenos transitorios ligados a los efectos de días hábiles y a la acumulación de gastos de capital en estos meses, hoy se ve menos clara una desaceleración sistemática de estas variables.

En contraste con lo expuesto y a pesar que el dato del mes de septiembre fue elevado, destaca que la inflación anual, tanto efectiva como subyacente, se mantiene sólidamente anclada en torno a la meta, por lo que cabe esperar que durante algunos meses permanezca en la parte baja de su rango. Señala que esta aparente paradoja posiblemente se explica por un mayor desvío de los excedentes de gasto interno al exterior, lo que se refleja tanto en el saldo de la cuenta corriente como en la evolución del tipo de cambio.

En su opinión, en los meses venideros habrá que seguir de cerca estas variables para asegurar que no se muevan a rangos que aumenten significativamente la vulnerabilidad de la economía chilena, algo que no ocurre hoy. Sostiene que una acción en este sentido requerirá de la estrecha coordinación del Banco Central de Chile con el Ministerio de Hacienda.

En razón del escenario descrito anteriormente, el Consejero señor Joaquín Vial concuerda con la recomendación de la Gerencia de División Estudios acerca de mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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



El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención manifestando que, a su juicio, los antecedentes en esta ocasión justifican nuevamente mantener la TPM en su nivel actual, como se propone en la Minuta de Opciones.

En lo concerniente al ámbito externo, señala que los últimos antecedentes confirman, *grosso modo*, las proyecciones anticipadas en las principales economías. Destaca, en todo caso, algunas señales de debilidad en Europa, que dan cuenta de las dificultades por las cuales atraviesa la Zona Euro. A su juicio, este tema reviste especial importancia, porque abre espacio para que las tensiones financieras en esa región se agudicen en la medida que prosiga el deterioro económico. Plantea que, por ahora, las noticias no son del todo alentadoras, aunque tampoco se ha producido un retroceso concreto y material en las cifras.

Hace presente que en Estados Unidos de América, la recuperación continúa su curso y que se mantiene vigente la discusión sobre los ajustes fiscales previstos para fines de este año. Manifiesta que si bien no se cuenta en este momento con antecedentes adicionales a los aportados en Reuniones anteriores, actualmente parecen ser menores los riesgos de un desenlace malo y de un ajuste fiscal extremadamente fuerte.

En cuanto a China, destaca que las cifras no solo han mostrado mayor estabilidad en sus tasas de crecimiento, sino que existen señales de alguna leve mejora. En su opinión, estos datos deben analizarse con cautela, por cuanto su implicancia sobre la fuerza futura de la economía china todavía son difíciles de obtener, toda vez que la incertidumbre es alta y que otros indicadores, tales como los precios de las materias primas, han registrado una variación importante en el último tiempo.

Con todo, concluye que el escenario externo no se visualiza muy diferente respecto de lo anticipado anteriormente, lo que para efectos de la economía chilena contribuye a impulsar la demanda interna y el crecimiento.

En relación con el ámbito interno, considera que los antecedentes más importantes corresponden a que la demanda interna continúa más dinámica que lo anticipado, aunque existen efectos puntuales, como las importaciones de maquinarias y equipos, que llevan a una evaluación más ponderada de este fenómeno. A su vez, expresa que algo similar acontece también con la actividad, aunque en menor medida, y que esta diferencia explica la presión sobre la cuenta corriente, a lo cual el Consejo se ha referido anteriormente.

En lo atinente a la inflación, señala que más allá de la sorpresa puntual del componente de alimentos, los registros siguen mostrando una inflación subyacente bastante contenida. Plantea que si bien parte de ello se explica por las cifras negativas en bienes transables que pueden estar influidas por la dinámica cambiaria, también es cierto que la inflación de servicios tampoco da muestras relevantes de presiones de costos y salarios. Concuera, tal como se analizó en la parte de esta Sesión de Política Monetaria de esta mañana, se trata de un tema al que corresponde efectuar su seguimiento por parte del Banco por resultar fundamental su cabal comprensión.

En su opinión, una alternativa es que se mantengan latentes las presiones inflacionarias con márgenes acotados, lo que sería coherente con los resultados que ha mostrado el sector corporativo en el último tiempo. Por otra parte, el dinamismo en el mercado laboral, junto con la caída en los registros de las horas promedio trabajadas, al menos tratándose del segmento de trabajadores asalariados, abre espacio para que algunas ganancias en productividad estén explicando el dinamismo de los salarios sin mayores presiones en la inflación. Si bien se trata de antecedentes preliminares, estima que constituye una pregunta muy relevante que permanece abierta.



Con todo, estima que los antecedentes internos y externos reflejan que la economía chilena enfrenta condiciones externas que permanecen favorables en términos de intercambio y condiciones financieras internas que más allá del menor dinamismo acotado exhibido por el crédito, favorecen o apoyan una actividad de la demanda que puede mantenerse por un tiempo. A su juicio, se trata de un tema sobre el cual corresponde continuar su seguimiento.

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

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

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado en esta Reunión de Política Monetaria y manifiesta que aun cuando las noticias acumuladas en el último mes no han estado exentas de novedades, no cambian sustancialmente el panorama.

Hace presente que la preocupación que ronda en los mercados financieros ha adquirido mayor intensidad en el último tiempo, debido, entre otros factores, al riesgo de un ajuste fiscal severo en Estados Unidos de América si no se producen los acuerdos políticos necesarios para evitarlo, como asimismo, a la continua dilación en la búsqueda de soluciones más permanentes a la crisis financiera de Europa.

En materia de actividad, expresa que se mantiene la visión sobre un lento crecimiento en los países desarrollados, pero que ello se ve matizado por indicaciones acerca de que la desaceleración en China se habría detenido.

Con todo, evaluado en su conjunto, el escenario externo sigue presentando riesgos significativos y que es por ello que no sorprende que los precios de las materias primas hayan tendido a bajar en el último mes.

En lo concerniente al frente interno, destaca que la actividad continúa mostrando un crecimiento por sobre su ritmo de tendencia, y que la demanda mantiene también un elevado dinamismo y sigue observando un crecimiento por sobre el del PIB, con el consiguiente efecto sobre la posición de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

A su juicio, el comportamiento de la demanda encuentra apoyo en la evolución del empleo, las remuneraciones y las expectativas de consumidores y empresarios, los que siguen exhibiendo bastante fortaleza. Sostiene que todo ello ha llevado a que las proyecciones de crecimiento de los analistas privados se ajusten al alza para este año.

Hace notar que donde sí se observa moderación es en el comportamiento de los agregados de crédito, lo que parece responder a la aplicación de estándares y políticas algo más restrictivas por parte de los bancos.

Asimismo, resalta que la inflación de corto plazo sigue observando bastante variabilidad. En este sentido, comenta que si bien la cifra del último mes resultó sorpresivamente alta, los registros anuales permanecen dentro de rangos acotados. Agrega que llama la atención que un cuadro de brechas tan cerradas no se haya traducido hasta ahora en presiones inflacionarias. Asimismo, indica que el elevado dinamismo de la demanda ha encontrado canalización por el lado de las importaciones, sin comprometer la trayectoria inflacionaria. Con todo, manifiesta que las cifras más recientes llevan a pensar que se ha reducido la probabilidad de observar registros anuales muy bajos por tiempo prolongado.



Sin perjuicio de lo anterior, estima que el panorama inflacionario sigue presentando riesgos relevantes en el mediano plazo, teniendo presente que la economía ha seguido exhibiendo un crecimiento por sobre su ritmo de tendencia.

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

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

En su opinión, como la Tasa de Política Monetaria se ubica en una posición que se debe considerar como neutral y el balance de riesgos se mantiene equilibrado, resulta difícil plantear una opción distinta de la ya mencionada.

Destaca que un antecedente importante que refuerza la opción indicada es el comportamiento del sistema bancario, que si bien ha seguido brindando apoyo al crecimiento de la economía, parece haber introducido elementos de prudencia en sus decisiones de crédito.

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

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su presentación agradeciendo el análisis del *staff* y señalando que en esta oportunidad hace suya íntegramente la Minuta de Opciones, toda vez que los nuevos antecedentes aportados como los argumentos expresados en ella lo interpretan cabalmente. Sin perjuicio de lo expresado, considera conveniente comentar o profundizar algunos de ellos.

En relación con lo que se ha denominado el abismo fiscal en Estados Unidos de América, expresa que inmediatamente después de efectuadas las elecciones presidenciales se generó la sensación que dicha situación revestía un riesgo elevado, dados los antecedentes previos y la falta de capacidad del Congreso de ese país para alcanzar acuerdos en materias fiscales.

Sin embargo, elementos recientes indicarían un cambio de actitud de parte de los integrantes del Congreso, que permite ser más optimista respecto de la posibilidad de lograr un acuerdo en esta materia. A su juicio, lo que está en juego no es tanto un problema de agravamiento de la crisis financiera de esa economía, sino que más bien un ajuste cíclico brusco, lo que es diferente.

En otro plano de la economía internacional, menciona que Japón ha mostrado cifras de actividad decepcionantes, por debajo de lo esperado por los analistas, y que las correspondientes a los países que integran la Zona Euro muestran que el debilitamiento de ese conglomerado de economías se ha ido extendiendo también a aquellas que parecían con mayor resiliencia, lo que constituye un motivo de evidente preocupación.



Manifiesta que tanto la Minuta de Opciones como el voto de los señores Consejeros que lo precedieron han mencionado que la economía china estaría recuperando mayor dinamismo. En su opinión, cabe resaltar también el caso de Corea del Sur, atendida la percepción del mercado en cuanto a que ambos países han mejorado notablemente desde la última Reunión de Política Monetaria, según lo evidencian sus *spreads* soberanos. Plantea que tales economías enfrentaban tasas de interés superiores en el margen a las chilenas y actualmente están por debajo de ellas.

En el plano doméstico, alude al aumento relevante de la demanda interna. No obstante, señala que esas cifras deben ser corregidas de manera importante debido al efecto de la renovación de la flota de aviones de LATAM Airlines Group, que tiende a abultar circunstancialmente las cifras antedichas, sin que marque tendencias futuras.

A su juicio, el mercado del trabajo está dando cuenta de algunas señales de un ajuste mayor respecto de la Reunión anterior, considerando especialmente que las actividades que están demandando mayor mano de obra se proveen de trabajadores que se encontraban ocupados en otras actividades.

En lo concerniente a temas de análisis, deja constancia que existe una situación de política compleja para la economía chilena, por cuanto la coyuntura actual refleja una economía mundial débil con tasas de interés bajas frente a una economía nacional fuerte con tasas de interés en la zona neutral.

Agrega que el nivel de actividad ha continuado creciendo por sobre el de tendencia y que de acuerdo a las últimas estimaciones, lo superó hace algunos meses. Considera que no es del caso adoptar decisiones en estas circunstancias, porque se trata de mediciones que siempre tienen intervalos de confianza relativamente amplios, aunque sí cabe esperar que de materializarse alguna forma de estrechamiento mayor de los mercados internos, la economía chilena debería mostrar algún síntoma de recalentamiento, ya sea a través de presiones inflacionarias o de deterioro de la cuenta corriente.

En su opinión, al Consejo le cabe analizar y estar permanentemente alerta acerca de que ciertos fenómenos se materialicen o no, lo que refleja en parte la preocupación manifestada en el IPoM del mes de septiembre último, así como en las intervenciones de los Consejeros sobre la marcha de la cuenta corriente y de la balanza de pagos.

Sin embargo, igualmente se enfrenta un puzzle de políticas, porque de exacerbarse este tipo de coyuntura no resulta claro cuál sería la mezcla de ellas que sea más apropiada, por lo que resalta la importancia que reviste en este momento la coordinación de las políticas entre el Banco Central de Chile y el Ministro de Hacienda.

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

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

Hace presente que el escenario externo sigue incierto y que las posibilidades de un mayor deterioro son importantes. Indica que en Europa, luego de los anuncios del Banco Central Europeo que produjeron bastante optimismo en los mercados, se vuelve gradualmente a una situación en que las dudas sobre las posibilidades de solución se han incrementado y que a ello se suman datos recientes que revelan que la actividad económica se contrae por sobre lo previsto.



En cuanto a Estados Unidos de América, señala que la atención está puesta en el denominado "precipicio fiscal", aunque es posible que luego de las elecciones se evidencie un mayor ánimo de alcanzar un acuerdo y que si bien las cifras económicas han sido algo superiores a las esperadas en el último tiempo, siguen exhibiendo una relativa debilidad. Agrega que en Japón, en tanto, el crecimiento fue muy negativo en el tercer trimestre.

En lo concerniente al mundo emergente, manifiesta que hay indicadores que dan cuenta de que la desaceleración pareciera estar conteniéndose en China y Brasil, lo que estaría augurando cifras de crecimiento al menos no más bajas en adelante para China y mayores para Brasil. No obstante, señala que los riesgos respecto de la evolución económica de estos países siguen siendo relevantes.

Por otra parte, plantea que el precio del cobre ha tenido una caída importante en el último mes y que si bien el resto de las materias primas también han registrado disminuciones, estas han sido menos pronunciadas. De hecho, indica que los ítems granos y cereales permanecen en niveles muy elevados. Por último, menciona que, en general, los bancos centrales han mantenido sus tasas de política monetaria y que algunos de ellos las han seguido reduciendo.

En lo atinente a Chile, resalta la mantención del elevado dinamismo de la actividad y el gasto, más allá de los efectos puntuales debido a las significativas variaciones en días hábiles de los últimos dos meses, lo que no se ha traducido en presiones sobre los precios. En efecto, si bien los últimos datos mensuales de inflación han sido superiores a los esperados, ello se ha debido a precios puntuales, en especial, en el ítem frutas y verduras muy por sobre lo previsto. De hecho, indica que la inflación subyacente sigue en niveles cercanos al límite inferior del rango de tolerancia del Banco Central de Chile y que se debe recordar que en los meses previos se vio el efecto exactamente inverso, esto es, inflaciones inferiores a las esperadas.

Al respecto, estima importante recalcar el principio seguido por el Consejo en orden a que sus decisiones no se adoptan sobre la base de datos específicos. Por otra parte, menciona que las expectativas de inflación en el horizonte de proyección siguen ancladas en 3% anual, en tanto que los salarios han moderado su dinamismo y su aumento real es compatible con los incrementos de productividad.

Además, hace referencia a lo interesante que resulta la desaceleración que exhibe el crecimiento de las colocaciones. En su opinión, se trata de un dato importante, pues en períodos de expansión de la demanda es natural pensar que los mayores riesgos suelen estar asociados a incrementos muy elevados del endeudamiento.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que la encrucijada a la que ha estado expuesta la política monetaria en los últimos meses sigue presente.

En este sentido, consigna que, por un lado, se advierte un escenario externo que se mantiene débil, con tasas de interés internacionales históricamente bajas y que podría tener efectos sobre la economía nacional mayores que los observados hasta ahora.

Por otra parte, destaca un escenario interno de gran dinamismo, con una desaceleración menor que la esperada, incluso con cierta aceleración en el margen. De hecho, subraya que con un escenario externo débil, el dinamismo interno ha sido posible por el impulso de la demanda interna. Agrega que aun cuando esta mayor demanda se está traduciendo en una ampliación del déficit en la cuenta corriente, la mayor actividad no ha tenido, al menos hasta ahora, consecuencias sobre la inflación. Por el contrario, precisa que la inflación subyacente sigue en un rango muy bajo.



En estas circunstancias, plantea que no parece haber mayores cambios en relación al escenario del último IPoM, ya que siguen existiendo riesgos externos relevantes, quizás con un pequeño deterioro en la situación europea, y por otra parte, el dinamismo en Chile sigue sorprendiendo al alza.

Basado en todos los antecedentes anteriores, estima que la opción planteada por la Gerencia de División Estudios es la adecuada. A su juicio, subir la tasa rectora no se condice con una situación externa delicada. Por otra parte, considera que bajar dicha tasa tampoco es compatible con una actividad y demanda dinámicas, lo que podría llevar a un riesgo inflacionario futuro, aun cuando, por el momento, tanto la inflación y su medición subyacente se mantienen acotadas, y lo que es muy importante, las expectativas de inflación siguen en la meta del Instituto Emisor.

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

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

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

192-01-121113 - 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, continúa la incertidumbre sobre la situación fiscal y financiera en la Eurozona y el riesgo de un ajuste fiscal abrupto en Estados Unidos. Las condiciones financieras internacionales son algo más estrechas que un mes atrás y el dólar se ha apreciado en los mercados internacionales. No se puede descartar que tanto las tensiones financieras como las fiscales vuelvan a recrudecer en los próximos meses. Los antecedentes confirman la debilidad en el crecimiento de las economías desarrolladas, mientras que se observan señales más positivas en algunas economías emergentes. Los precios de los combustibles y de los metales, incluido el cobre, han disminuido.

En el plano local, los indicadores de actividad y demanda interna han evolucionado por encima de lo anticipado. El mercado del trabajo sigue ajustado. La elevada variación del IPC en octubre se debió a factores puntuales. La inflación anual se ubica en torno al 3%, en tanto que las medidas de inflación subyacente se mantienen bajo 3%. Las expectativas inflacionarias en el horizonte de política permanecen alineadas con la meta.



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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:10 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero

