



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 154 celebrada el 13 de mayo de 2010

En Santiago de Chile, a 13 de mayo de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente, don Manuel Marfán Lewis, y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste también el señor:

Ministro de Hacienda,
don Felipe Larraín Bascuñán;

y los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica,
don Luis Felipe Céspedes;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente de Investigación Financiera,
Don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia,
doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.



El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 154, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de noviembre de 2010 para el día 16 de dicho mes.

Informa que el Ministro de Hacienda solo asistirá a la sesión de la tarde y, a continuación, da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, señalando como hechos destacados las noticias de Europa, específicamente las dudas respecto de la viabilidad del ajuste fiscal en Grecia, así como los riesgos de contagio a otras economías de Europa, que han tensionado los mercados financieros. Frente a este escenario, informa que, de manera extraordinaria, la Comunidad Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI) han comprometido recursos por €750 billones, que el Banco Central Europeo (BCE) ha salido a comprar bonos soberanos, que se han reactivado los *swaps* de monedas de la Reserva Federal (FED) y que los países de la región han anunciado algunas medidas importantes de reducción de gasto en los últimos días.

El señor Sergio Lehmann destaca que si bien las medidas han llevado mayor tranquilidad a los mercados, persiste la incertidumbre y adquiere fuerza la necesidad de apurar un ajuste significativo para Europa. No obstante todos estos ruidos y turbulencias en los mercados financieros, indica que los indicadores de actividad han mantenido señales positivas, especialmente en EE.UU.

Respecto de Europa y del comportamiento de los mercados financieros, el señor Lehmann informa que las amortizaciones de la deuda griega están muy concentradas en los próximos tres a cuatro años, acumulando aproximadamente US\$ 70 billones. Agrega que el déficit fiscal en los países que se aprecian como más vulnerables, esto es, Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia, denominados PIIGS, es persistente, particularmente en el caso de Grecia y Portugal desde el año 2000 a la fecha, mientras que otros han mantenido déficits fiscales en general, pero que se han acrecentado durante los años 2008 y 2009. Señala también que se cuenta con proyecciones al respecto para el año 2010 – 2011, que mostrarían una reducción bastante tenue del déficit, al menos antes de las medidas anunciadas más recientemente, por lo que tal vez estas últimas podrían llevar a algún ajuste de alguna magnitud, dado el efecto que tendrá sobre el crecimiento en los próximos dos años.

Frente a este escenario, y tras alcanzar los premios por riesgo niveles inéditos para Europa occidental, el señor Lehmann señala que las medidas de la Comunidad Europea y del FMI han permitido reducirlos. Al respecto, comenta que los CDS *spreads* a 5 años de Grecia llegaron a casi 1.000 puntos base y los de Portugal e Islandia a cerca de 500 puntos base, mientras que en otras economías se observan comportamientos bastante planos. Hace notar también que los *spreads* respecto de los bonos alemanes han registrado una evolución parecida, con saltos muy importantes, especialmente hacia fines de la semana anterior, y caídas también bastante significativas tras los anuncios de medidas de apoyo para Europa.

El señor Sergio Lehmann indica que lo anterior también se refleja en los movimientos a través de toda la curva de *spreads* soberanos. Menciona que las curvas para Grecia, Portugal y España mostraron aumentos muy significativos hace dos semanas respecto de un mes atrás, dando cuenta justamente de las tensiones que se estaban registrando y las preocupaciones respecto de la debilidad del ajuste fiscal en Grecia. Hace presente que los *spreads* tendieron a subir algo más aún hace una semana y que si bien cayeron de manera también importante tras las medidas ya comentadas,



todavía se observan *spreads* en torno a 500 puntos base, que son, por cierto, niveles relativamente altos. Añade que comportamientos equivalentes o análogos se observan en Portugal y España.

El Gerente de Análisis Internacional señala que sobre la base de los CDS se puede leer cómo ha evolucionado la probabilidad de *default* implícita en el mercado a 1, 3, 5 años y hasta a 10 años. Destaca que esta llegó a su máximo el 7 de mayo último y que a 10 años está en torno a 40% en términos acumulados. Detalla, asimismo, que en el *peak* de las turbulencias, y derivado del aumento de los CDS que, como mencionó, llegaron en algún momento a 1.000 puntos base, esa probabilidad aumentó a casi 80% y que tras las medidas recientes de parte de la Comunidad Europea y el FMI tendieron a caer, ubicándose actualmente los a 10 años con una probabilidad de *default* en torno a 45%. Explica que esto se resuelve usando árboles binominales, donde se van deduciendo las probabilidades implícitas de las posibilidades de un *default* a partir de las lecturas de los CDS, y que para ello se hace también un supuesto respecto de la tasa de recuperación del capital de parte del inversionista, la que, de acuerdo con el estándar que se encuentra en la literatura, es en torno a 40%.

En este contexto, informa que las paridades cambiarias tendieron a debilitarse, particularmente las monedas distintas del dólar. Destaca que este último tendió a fortalecerse producto del *flight to quality* y que en el caso del euro, si bien las medidas tendieron a frenar la caída que estaba mostrando sistemáticamente a partir de las últimas dos semanas, no han logrado recuperar su valor, porque todavía están pendientes las medidas de ajuste fiscal y, más bien, un reflejo más concreto de estas medidas en los números. En cuanto a las monedas emergentes, hace notar que han tenido un comportamiento parecido, también como consecuencia del *flight to quality*, ya que han caído de manera importante y han tendido a recuperarse en algún grado solo en los últimos dos días, a partir de las medidas adoptadas por la Comunidad Europea.

En coherencia con este escenario, el Gerente aludido señala que las tasas de interés a largo plazo han tendido a caer de manera significativa. Especifica que el bono a 10 años en EE.UU. ha caído casi 50 puntos base y que el bono a 2 años también lo ha hecho de manera importante. Agrega que en la Zona Euro se observa algo parecido, porque también ocurre un *flight to quality*, fundamentalmente hacia bonos alemanes.

Al proseguir, el señor Sergio Lehmann indica que los premios por liquidez han tendido a aumentar tanto en EE.UU. como en la Zona Euro, y con mayor acento en las operaciones a 12 meses, es decir, *spread Libor – OIS* a 12 meses. Comenta que el aumento se repite en la Zona Euro, y es básicamente una de las motivaciones que hay detrás de la acción de parte de la FED a través de los *swap* de moneda. Agrega que si bien los *spread Libor-OIS* han tendido a caer en algún grado, es bastante menor, pero que hay que destacar que, en promedio, estos deberían estar situados en torno a 20 puntos base, particularmente en el caso del *spread* a 3 meses. Señala también que los *spread* a 3 y a 1 mes no están particularmente desalineados de lo que son las referencias históricas.

El señor Lehmann hace presente a continuación que, producto de estas mayores turbulencias, ha vuelto a aplazarse el inicio de los aumentos de la tasa de política monetaria (TPM) en las economías desarrolladas. Al respecto, hace notar que la curva construida sobre la base de futuros de tasa de interés al 12 de mayo último, se ha desplazado de manera importante respecto de abril, particularmente en el caso de EE.UU. y el Reino Unido. En el caso de la Zona Euro, y dado que se está observando un desajuste importante de la TPM *versus* la tasa efectiva, explica que, utilizando contratos futuros de Eonia, se considera que el primer aumento de la tasa de instancia ocurrirá cuando la TPM y la tasa efectiva superan el nivel de 1%, hecho que se ha aplazado de forma importante, en torno a 6 meses.



El señor Lehmann reporta que otras economías, en tanto, han continuado o han iniciado ajustes de sus tasas de instancia, destacando particularmente los aumentos en Noruega, Australia, Brasil, India, y en Perú más recientemente. Hace notar la clara diferencia entre lo que están haciendo las economías emergentes y las economías desarrolladas, donde estas últimas están postergando los aumentos de la TPM, mientras que las economías emergentes o economías productoras de *commodities* están en un proceso de aumento de la tasa rectora.

El Gerente de Análisis Internacional menciona que detrás del fenómeno anterior se observa, en el caso de las economías desarrolladas, inflaciones bajas, por debajo de 1% para el año 2010 y sin grandes cambios respecto de las últimas Reuniones, e, incluso, marginalmente más bajas de lo que se registraba hace 3 meses, y que para el año 2011 también se proyectan niveles de inflación por debajo de 1%. En las economías emergentes, y en América Latina en particular, señala que se observan aumentos, lo mismo que en Asia en algún grado y algo parecido también en Europa del Este. Para el año 2011, indica que los ajustes son más pequeños.

Producto de estas mayores turbulencias o tensiones, informa que las bolsas han tendido a caer y que tuvieron caídas importantes hacia fines de la semana anterior, registrando alguna recuperación parcial tras las medidas anunciadas durante el fin de semana en Europa. Agrega que la volatilidad de los mercados bursátiles también ha aumentado de manera significativa, tanto en las economías desarrolladas como emergentes, alcanzando el VIX niveles en torno a 40%. Al respecto, destaca la situación de las economías desarrolladas, en que el VIX superó incluso el nivel de 40%, haciendo el alcance, en todo caso, que ese nivel no se compara con aquellos de casi 60% observados a fines del año 2008, pero que sí da cuenta claramente de una importante tensión en los mercados financieros. Agrega que en lo más reciente, la volatilidad en estas economías registró una caída en torno a 25%, producto de las medidas anunciadas.

En relación con los premios por riesgo soberano, el señor Sergio Lehmann destaca que si bien los mercados financieros se han tensionado de manera significativa, los aumentos experimentados por los premios han sido en algún grado acotados. De hecho, destaca que el EMBI de Chile prácticamente no se ha movido y que algo parecido ha ocurrido con los *spreads* de Asia, especialmente en Malasia, donde aparecen prácticamente inamovibles. Añade que en los casos de países de Europa emergente sí se advierte un aumento algo mayor, aunque también de manera acotada y en ningún caso comparable con lo que se observó durante los años 2008 -2009, y que Polonia y Turquía registran aumentos algo más significativos.

A continuación, el señor Lehmann se refiere a China. Al respecto, señala que la apuesta del mercado sobre la flexibilización cambiaria ha tendido a moderarse. En tal sentido, explica que hace un mes el mercado estaba previendo una apreciación del yuan y que hoy día esa percepción ha tendido a moderarse. Asimismo, y tal vez en coherencia con esta moderación percibida por el mercado, señala que las autoridades chinas han estado subiendo las tasas. Por último, hace alusión a los requerimientos de reservas de los grandes bancos y de los bancos chicos, destacando la peculiaridad de que las tasas de reservas para ambos grupos difieren en dos puntos, siendo más altas para los bancos grandes.

Al proseguir, el señor Sergio Lehmann destaca que la producción industrial, el mercado laboral y los indicadores de expectativas han continuado entregando señales positivas. En lo que dice relación con la producción industrial, menciona que las economías desarrolladas muestran aumentos en el margen y las economías emergentes, aumentos incluso más marcados, particularmente en el caso de China y en el resto de Asia. Agrega que la creación de empleo ha tendido a mostrar un avance algo más seguro,



en especial en EE.UU., y que las tasas de desempleo se muestran estables o marginalmente a la baja en algunas economías.

El Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a continuación al cuadro que da cuenta del crecimiento mundial, elaborado sobre la base de información de bancos de inversión y de *Consensus Forecasts*. Hace la salvedad que los datos de este último tienen algún rezago y no incorporan las turbulencias más recientes, e indica que el escenario de crecimiento se mantiene relativamente estable, aunque algunos bancos de inversión han estado haciendo recientemente un ligero ajuste a la baja en Europa para el presente año, particularmente en las economías más vulnerables, como los PIIGS, destacando que en la Zona Euro, en general, ello se ve en algún grado mitigado porque la depreciación del euro podrá ayudar de alguna manera a la actividad de economías más grandes, como Alemania y Francia.

El señor Sergio Lehmann informa que para tener una sensibilidad algo más fundamentada respecto de cuánto podría implicar en materia de crecimiento la mantención de niveles de volatilidad elevados, la Gerencia a su cargo realizó un ejercicio utilizando un Var Bayesiano. Explica que lo que se hizo fue aplicar un *shock* de 10 puntos base al VIX, llevándolo de 20 a 30% y manteniéndolo sistemáticamente en torno a 30%, que no es muy distinto, de hecho, de los niveles de volatilidad observados hacia fines de la semana anterior. Señala que lo que se recoge de ese ejercicio es que el crecimiento de los socios comerciales se reduciría en torno a medio punto respecto del escenario base que se tiene en el IPoM; que en ese mismo escenario se tiene un aumento del EMBIG, que de hecho ha sido tal vez algo más moderado que lo que estos modelos sugerirían, porque hay una mirada quizás algo más tranquilizadora respecto de lo que está ocurriendo en las economías emergentes, particularmente en América Latina, producto de que esto se ha centrado fundamentalmente en Europa y en economías desarrolladas.

Continuando con su exposición, el señor Sergio Lehmann indica que la inflación ha tendido a caer, lo mismo que los precios de los *commodities*. Entre estos últimos, menciona que el precio del cobre ha caído en torno a 10% durante el último mes y que en el caso del petróleo, su precio también ha disminuido en una magnitud prácticamente equivalente. La excepción a este comportamiento la han constituido los granos, ya que han estado afectados fundamentalmente por factores de oferta y de clima en EE.UU., como también el oro, respecto del cual se plantea como hipótesis que en situaciones de mayor incertidumbre, al menos una parte del mercado se refugia en este metal. En términos agregados, señala que el índice de metales ha caído en torno a 12%, el de energía alrededor de 7%, mientras que el de los cereales ha subido 1% durante el último mes, algo mitigado por otros granos.

El señor Lehmann, con el fin de tener una perspectiva en el tiempo sobre el comportamiento que han tenido los precios de los *commodities*, comenta que los últimos datos dan cuenta de una caída importante, acercándose a los niveles observados a principios de año, y con una recuperación marginal hacia los últimos días, como resultado de las medidas adoptadas por la Comunidad Europea y el FMI. Reitera que el oro y los granos son la excepción, ya que exhiben una evolución bastante estable.

El señor Presidente agradece la exposición del señor Sergio Lehmann y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta qué evidencia se tiene de que el *flight to quality* distingue entre clases de activos, entre países u otros. En su opinión, ello es importante para saber en qué medida la situación griega podría contaminar a muchos tipos de activos *versus* una situación que se mantuviera relativamente acotada en Europa, en ciertos bonos soberanos u otros, y que pudiera



hasta favorecer los flujos de capitales y los precios de los activos en otros países en desarrollo, pero con mejores fundamentales. Dado eso, consulta cuál es la evidencia que se puede recoger respecto de la diferenciación en la evolución del dólar, de las bolsas, de los *spreads* o de los CDS. Indica que si se observa el caso de Chile, los movimientos del dólar y de la bolsa parecen más bien acotados, y señala que desconoce si una visión general sugiere que ello es así.

El señor Sergio Lehmann señala que en cuanto a las economías de América Latina, al menos, hay un movimiento de EMBI que es bastante marginal, y que si bien existe, porque hay un *flight to quality* que muchas veces lleva a comprometer activos de economías emergentes, es bastante marginal y particularmente débil en aquellas economías donde el comportamiento ha sido especialmente más disciplinado entre comillas. Destaca que en algunas economías de Europa, incluyendo Turquía, se observa un aumento del EMBI algo más significativo. Agrega que en materia de flujos de capitales, se observa que tiene un rezago, por lo que quizás no captura del todo bien las turbulencias de fines de la semana anterior. Al respecto, informa que se ve una moderación en la entrada de capitales y, en cierto grado, una salida durante la última semana, que no es significativa en términos de monto y en ningún caso comparable con lo observado a fines del 2008 y principios del 2009, probablemente porque la situación es distinta de la prevaleciente entonces. Para resumir, manifiesta que hay un comportamiento claramente más moderado en esta coyuntura particular, donde las tensiones están más bien circunscritas a Europa.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, señala que también es útil observar la magnitud del *flight to quality*, porque si bien las tasas largas en EE.UU. bajaron, hoy día están en niveles que son similares a las registradas el año pasado. Comenta que no habido una estampida hacia las tasas largas y que los niveles actuales de 3,5% a 10 años no parecen ser extraordinariamente bajos. Manifiesta que en Europa la situación es algo distinta, porque allí se ve que la reducción es más intensa respecto de lo observado el año pasado y eso, obviamente, muestra que el *flight to quality* es algo diferenciado entre Europa y EE.UU.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que el apoyo masivo a las deudas soberanas de los países de la Unión Europea debiera provocar una reducción en el *spread* de la deuda soberana de los países macro, estimando que ese es el problema principal de Grecia. Sostiene que en otros países, en tanto, parte importante del problema es la debilidad de sus bancos y de su sistema financiero interno, haciendo notar que no hay suficiente información sobre la capacidad que tendría el Banco Central Europeo, o sus sucursales nacionales, para eventualmente enfrentar una crisis de liquidez. A título de ejemplo, menciona que un eventual problema en alguna caja de ahorro importante de España podría provocar, dada la situación de ese país, un problema de ruptura de la cadena de pagos que puede afectar, incluso, a bancos propiamente tales, por el grado de interdependencia que hay en esta relación, porque son mega bancos y, por lo tanto, el capital que tienen no está respaldando solo por depósitos, sino que el mismo capital respalda muchas otras operaciones que realizan en su calidad de intermediarios financieros distintos de la banca. Dado eso, declara desconocer si el hecho de que la probabilidad de *default* de las deudas soberanas se haya reducido implica que la posibilidad de una crisis financiera todavía esté latente. Plantea que es un tema mayormente de estabilidad financiera, pero que en tanto los temas de estabilidad financiera afectan el escenario internacional cuando son de magnitud relevante, dan pistas respecto de cuál es el escenario alternativo, de cuáles debieran ser las monedas o los activos refugio, citando que probablemente sea la deuda soberana de Alemania y todo lo que esa economía avale, y no los activos en pesos chilenos. En razón de lo expuesto, manifiesta tener la impresión que en el análisis del escenario internacional se deberían considerar elementos que vayan más allá del puro y simple análisis de las deudas soberanas, porque esas, desde el momento en que hay respaldos colectivos, no están



reflejando necesariamente el riesgo país, porque hay una garantía, un seguro internacional.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala que la sana respuesta de política a la crisis europea tiene que ser una caída en la demanda interna europea por los ajustes fiscales y, por lo tanto, menor crecimiento, lo que todavía no se ve recogido en las cifras, pero que se estima que serán varias décimas menos para Europa, tanto en el año 2010 como en el 2011.

El Presidente, señor José De Gregorio, manifiesta concordar con lo comentado por el señor Manuel Marfán, en cuanto a que hay un escenario de turbulencia e incertidumbre financiera que no está resuelto. Por otra parte, desde el punto de vista de los mercados, señala que si bien la caída en los CDS de los bancos grandes de las economías afectadas ha sido bastante significativa post ajuste y post fin de semana, hay, sin duda, una incertidumbre por dónde puede explotar esto, no solo fiscalmente y no solo porque hay deudas respaldadas, sino por la incidencia que pueda tener sobre el sistema financiero europeo.

El Gerente de División Política Financiera se refiere al anuncio del último fin de semana sobre un gran paquete de *bail out* bancario en el sector privado de Europa, que otorga liquidez directa e indirectamente a los mercados de bonos más afectados y que a través de dicha vía infla los precios y así respalda a los bancos que por la exposición a esos bonos estaban arriesgando o perdiendo dinero. Luego, señala que hay que ser cuidadosos al leer la mejor evolución de los precios de los bonos, particularmente de Portugal, Grecia, Irlanda, porque los reportes disponibles indican que el BCE está saliendo activamente a comprarlos, cuando, en realidad, lo que ocurre es que el problema de fondo es probablemente de solvencia en algunos casos, que se está abordando con los anuncios adicionales. En ese sentido, señala que lo que hizo España probablemente es más relevante en términos del anuncio de recorte fiscal para solucionar un problema de déficit, que lo que ha hecho la Comisión o el BCE, ya que este solo ha dado una solución transitoria a un problema de mediano plazo. En su opinión, los anuncios más importantes en adelante van a provenir de Irlanda e Italia, y que será también muy importante la forma como se vaya configurando el nuevo mapa de responsabilidad fiscal en la Zona Euro. Al respecto, menciona que el día anterior, el comisionado europeo anunció un esquema en que los países tendrán que presentar su presupuesto anual ante el Parlamento europeo. A su juicio, ahí se estaría comenzando a configurar una alternativa al Tratado de Maastricht, que es donde hay una salida al problema más a mediano plazo, porque lo otro, en buena medida, solo estaría calmando los mercados y a la banca, pero no solucionando alguno de los problemas de fondo.

El Gerente de Estabilidad Financiera, señor Luis Opazo, agrega que yendo más en detalle hacia las implicancias de este paquete financiero sobre la viabilidad o sustentabilidad de la banca europea, resulta muy difícil hacer un *statement* claro respecto de la suficiencia de este paquete, considerando el nivel de información disponible. En ese sentido, sostiene que subsiste un escenario de riesgo que debe ser monitoreado con bastante atención y que, de hecho, algunas variables que ha monitoreado la Gerencia a su cargo, como los depósitos en las facilidades del BCE, muestran que hay una acumulación de liquidez que se compara a períodos como el 2008 o más conflictivos aún.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que cuesta pensar que al final no vaya a haber una reestructuración de la deuda en alguna economía. Comparte lo expresado anteriormente, en cuanto a que la compresión de los *spreads* sobre el bono alemán afecta en parte la compra neta de bonos muy riesgosos, la que van a esterilizar con venta neta de bonos. Agrega que es muy difícil pensar que los ajustes fiscales pueden ser de ese tamaño, por lo que tal vez la pregunta es en qué medida la banca tiene incorporada hoy día una reestructuración importante del menor valor de sus activos o su



recuperación patrimonial, o si acaso la caída en su riesgo está reflejando que efectivamente no hubo problemas de solvencia.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comenta el anuncio del contundente plan de ajuste fiscal en España que, entre otros, congela los reajustes de pensiones y reduce los beneficios a las mujeres que trabajan y tienen niños. Al respecto, señala estar seguro que ninguno de los grupos que está de contraparte de esas medidas se siente responsable de los problemas en que están comprometidos y que, por lo tanto, no tienen claro por qué tienen que pagar la cuenta. Cita el caso de los disturbios que hubo en Grecia que, en su opinión, no fueron tan graves, porque allí no estaba tan claro cuáles eran las medidas que tenían que adoptar y quién era el que pagaba la cuenta, pero que sí tiene la impresión que puede haber un problema de disrupción social y política, que puede afectar, de alguna manera, la viabilidad y la legitimidad de los anuncios que, a su juicio, son técnicamente correctos. Agrega que en Alemania también reina la sensación de por qué razón hay que pagar la indisciplina de otros, ya que ello forma parte de lo que la Canciller de ese país, Angela Merkel, expresaba con su negativa y conservadurismo anterior. Dado lo anterior, expresa que podría haber algún elemento posterior a los anuncios que puedan afectar la credibilidad de su puesta en marcha.

Como antecedente, el Consejero señor Rodrigo Vergara cita una encuesta que arrojó que el 65% de los españoles rechazaron tales anuncios.

El señor Presidente agradece los comentarios y concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El señor Claudio Soto comienza su exposición, reportando brevemente sobre el impacto en el mercado financiero local de las turbulencias financieras externas, los anuncios de actividad y las reacciones luego de la publicación de la minuta de la RPM pasada.

En primer término, señala que los efectos de la situación griega en los premios por riesgo en Chile fueron acotados y que estos en ningún caso son comparables con los observados en medio de la crisis financiera. Agrega que el *spread prime-swap*, que es una medida de riesgo más bien local y que corresponde a la diferencia entre captación y colocación doméstica, tampoco fue afectado de forma relevante, situación que se repite con las tasas de largo plazo. Respecto de estas últimas, destaca que la publicación de la minuta de la RPM de abril sí generó un cierto impacto al alza en las tasas de los BCP-10, en tanto la de los BCU-10 experimentó una leve caída como consecuencia de la publicación del dato del Imacec. En todo caso, recalca que los movimientos fueron muy acotados.

Desde una perspectiva más histórica, comenta que se produjo un empinamiento en las tasas *swap* producto de la publicación de la minuta precitada, mientras que la pendiente de las curvas nominales ha seguido cayendo, de acuerdo con la tendencia que se ha venido observando desde hace algunas semanas.

El señor Claudio Soto menciona también que el tipo de cambio ha exhibido un grado de volatilidad mayor y no ha tenido una dirección clara respecto de la RPM pasada. Hace notar que luego del anuncio del paquete de financiamiento del día 23 de abril, se produjo una pequeña apreciación de la moneda, pero que, en general, esta se ha mantenido más bien estable en términos multilaterales.

El señor Soto agrega que la bolsa local cayó en el mismo momento que las bolsas internacionales, pero que, comparada con las latinoamericanas o con las bolsas mundiales en general, su movimiento no solo fue mucho más reducido, sino que dentro de



la región tuvo algún grado de diferenciación mayor, ya que la caída fue claramente acotada y, en términos relativos, la bolsa local subió.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con su exposición habitual, refiriéndose, en primer lugar, a la actividad. Al respecto, informa que los primeros datos de actividad más duros con posterioridad al terremoto, dan cuenta de un impacto sin precedentes en la actividad de marzo, con una caída de casi 3 puntos en la variación del Imacec año a año y de -6,6% mes a mes. A nivel sectorial, señala que las caídas estuvieron concentradas en industria y en algunos servicios que Cuentas Nacionales imputa como servicios de vivienda y de educación, así como también en una parte del agro, vinculada justamente con la industria de celulosa, y en la silvicultura; en tanto que a nivel regional, la caída de la industria se centró en las regiones afectadas por el terremoto, en especial en la del Región Bío Bío, mientras que en la Región Metropolitana creció. A nivel de productos, indica que las caídas estuvieron muy concentradas en combustibles, papel y celulosa, y harina de pescado, mientras que el crecimiento del hierro y acero constituyó una sorpresa, aumentando más que lo esperado. Por el contrario, menciona que se esperaba que la línea de producción de estructuras de hierro aumentaran rápidamente porque venían recuperándose muy fuerte desde la crisis. Sin embargo, en definitiva, crecieron en las regiones no afectadas por el terremoto y cayeron en aquellas donde ocurrió la catástrofe.

Con todo, hace presente que los datos más recientes de abril y mayo dan cuenta de una recuperación en la industria, explicada fundamentalmente por la fuerte alza de los despachos de cemento de abril, por las exportaciones industriales y las expectativas de los empresarios en el sector industrial, que se habían ajustado significativamente a la baja con el terremoto y han tendido a rebotar, ubicándose la mayoría en la parte optimista. No obstante, comenta que se sigue percibiendo que los inventarios están muy por debajo de lo óptimo, lo que era esperable de alguna manera y seguirá igual por un tiempo.

Respecto del comercio, señala que, contrariamente a lo que se pensaba, este sector siguió bastante dinámico, a pesar de las disrupciones que se produjeron durante las primeras semanas posteriores al terremoto. A modo de ejemplo, cita que el dato dado a conocer por la ANAC el día anterior sobre las ventas de autos, da cuenta de un nuevo repunte, además de estar registrando tasas de crecimiento históricamente muy elevadas, de casi 100%. Destaca también que las expectativas y las percepciones de los empresarios en el sector comercial, que se vio muy afectada en marzo por el terremoto, se recuperó rápidamente en abril y la mayoría se encuentra nuevamente en un terreno optimista.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta el alza en las ventas de autos, la que se debería fundamentalmente a una base de comparación muy baja y las habría llevado a un nivel que no supera al registrado en el año 2008. Sobre el particular, el señor Claudio Soto explica que el nivel de la punta es desestacionalizado y está efectivamente en el nivel récord de 2008, mientras que el primer trimestre estuvo afectado por el dato de marzo, que fue algo más bajo.

El señor Claudio Soto prosigue con el reporte sectorial, informando que el nivel de producción minera está por debajo de lo anticipado y también de los niveles históricos, explicado por Minera Escondida, la que está produciendo menos que lo esperado de acuerdo con sus programas de producción. Hace presente que para los próximos meses se ha incorporado la información de Collahuasi, que es relevante y tendrá algún impacto en la actividad minera por lo menos en mayo y en el segundo trimestre, en general. Señala que también se está cambiando levemente la proyección del escenario que se había construido sobre la base de los planes de producción de Minera



Escondida a uno más pesimista, como consecuencia del paro que la afectó durante una semana.

Respecto de los indicadores de consumo, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que este se ha mantenido muy dinámico, a pesar del terremoto, y que las mejores expectativas incidieron positivamente en el dato de abril. Destaca que las importaciones crecieron significativamente durante las primeras semanas posteriores al terremoto y que luego tendieron a normalizarse, pero que, de todas maneras, exhiben una tendencia creciente. Al respecto, detalla que algunos antecedentes muestran que parte del aumento de las importaciones es por sustitución, esto es, que parte de la menor producción nacional se substituyó por mayores importaciones.

El señor Claudio Soto señala a continuación que las expectativas de inversión son auspiciosas. Informa que se cuenta con un catastro de la CBC, que se levantó en enero, febrero y marzo, que indica que hay una corrección al alza en los proyectos de inversión para el quinquenio, fundamentalmente por lo que está aconteciendo en minería. Reporta también una corrección a la baja en los proyectos de obras públicas, especialmente en las regiones afectadas por el terremoto, mencionando que los antecedentes disponibles estarían indicando un grado de sustitución de los proyectos contemplados antes de la catástrofe y que ahora salen del catastro porque figuran postergados en los planes de reconstrucción. En cuanto a las importaciones de bienes de capital, en tanto, comenta que están creciendo de manera significativa y que, de hecho, la cifra nominal de la primera semana de mayo estuvo muy por sobre lo considerado en las proyecciones.

En relación con la situación fiscal, el señor Soto indica que el dato hasta abril da cuenta de que los ingresos fiscales están creciendo significativamente, impulsados por el mayor precio del cobre, y que, de hecho, el balance global hoy día estaría en 0%, es decir, el déficit sería de cero en el margen, dado lo que está sucediendo con los ingresos de este metal. Al respecto, informa que el gasto total como porcentaje del PIB, tanto en términos nominales como reales, está en niveles históricos y que el ingreso total como porcentaje del PIB muestra una recuperación luego de haber caído a raíz de la crisis.

En cuanto a las perspectivas, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que la generación eléctrica ha continuado recuperándose, pero sigue bajo el nivel exhibido antes del terremoto. Explica que para las proyecciones se está analizando la trayectoria de la industria, que fue el sector más afectado por la crisis, y que la proyección tiene implícita una recuperación gradual de este sector, que alcanzaría los niveles previos al terremoto aproximadamente en julio.

Sobre la base de lo anterior, el señor Soto informa que la proyección del PIB se está corrigiendo a la baja. Detalla que con los Imacec hasta marzo, el crecimiento para el primer trimestre sería de 1,2% y que con antecedentes preliminares de Cuentas Nacionales podría ser algo más bajo, de solo 1%. Plantea que la corrección más fuerte se producirá en el segundo trimestre, dado que el crecimiento de la industria está más bajo que lo previsto y su recuperación también se advierte algo más lenta, porque el sector minería también se corrige fuerte a la baja.

El Consejero señor Rodrigo Vergara plantea que, dado este escenario, será difícil llegar a un crecimiento del PIB de 4% este año y que para lograrlo este tendría que ser de 7% en el último trimestre del año. El señor Claudio Soto responde que podría llegar a 4%, *versus* el 4,8% del último IPoM, porque la velocidad del tercer trimestre sería muy alta. Indica que no es difícil pensar que efectivamente sea de 7% en el último trimestre, debido a que el crecimiento se corrige muy fuerte en el segundo trimestre.



El señor Soto señala que más allá de las proyecciones de PIB, que se han corregido a la baja, resulta importante destacar que los datos de demanda al cierre del primer trimestre indican que el consumo sigue muy dinámico, lo mismo que la inversión, en especial las importaciones de maquinarias y equipos, por lo que la demanda podría crecer algo menos de 20% en el tercer trimestre. Respecto de la variación de existencias a PIB, indica que en el primer trimestre habría habido una desacumulación de existencias, dado que la demanda estuvo dinámica y no hubo producción, estimándose que debieran recuperarse hacia el segundo trimestre.

Al proseguir con su exposición, el señor Claudio Soto destaca que lo que está sucediendo con las importaciones, que han aumentado para sustituir, en parte, la menor producción doméstica y, en parte, por la mayor inversión requerida para los programas de reconstrucción, implicará un deterioro de la cuenta corriente. Informa que la Gerencia a su cargo tiene una estimación bastante gruesa de la cuenta corriente a precios de tendencia, aclarando que no es la que se hace habitualmente para el IPoM, porque esa es anual y esta es con frecuencia trimestral. Explica que lo que se hizo fue pivotear la cuenta corriente a precios constantes con la estimación de la cuenta corriente a precios de tendencia de fines de 2009, obteniendo una cuenta corriente que podría estar en -8% hacia el tercer trimestre.

El señor Soto informa luego que en el primer trimestre, el promedio móvil de la cuenta corriente habría llegado a 2,8%, que incluye parte de los pagos por reaseguros del terremoto por un monto de US\$800 millones, ya que una fracción de estos entraría en la parte de transferencias de la cuenta corriente. Agrega que a partir de entonces no hay más flujos en la parte de transferencias.

El Gerente de División Estadísticas, señor Ricardo Vicuña, señala que la estimación de la Superintendencia de Valores y Seguros fluctúa entre US\$5.000 y US\$8.000 millones y que para efectos de la balanza de pagos se optó por una cifra más conservadora. Precisa que se está asumiendo un devengado de US\$5.000 millones, con US\$800 millones en la cuenta corriente y los otros US\$4.200 millones en la cuenta de transferencia.

En relación con el Imacec, el señor Claudio Soto menciona que las velocidades de 20% comentadas son coherentes con la trayectoria de este índice, que es inferior a la estimada en la RPM pasada. Añade que el Imacec de abril sería de 0% y recuperaría el nivel anterior al terremoto en junio próximo.

Refiriéndose al mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que cuenta con la serie histórica antigua y la nueva serie referencial del empleo y que las cifras que va a comentar no están desestacionalizadas. Hecha esa salvedad, señala que en el 2009 hubo una recuperación muy importante en el empleo. Indica que la encuesta nueva arroja que los ocupados crecieron significativamente hasta comienzos de este año, que el número de desocupados lo hizo paulatinamente, y que la fuerza de trabajo registró también un fuerte aumento. Añade que la tasa de participación creció bastante y llevó a un paulatino decrecimiento de la tasa de desempleo, y que en los últimos meses se ha observado un cierto estancamiento en la creación de empleos. Señala que al revisar los componentes de esta variable, se observa que ha habido un cierto retroceso en el número de trabajadores por cuenta propia, considerando que había crecido significativamente a comienzos de la crisis.

Respecto de los salarios, el señor Claudio Soto indica que el último dato de marzo no mostró variación en los CMO y que el IREM tuvo, de hecho, una variación levemente negativa, por lo que la tasa de crecimiento de los salarios reales se mantiene más bien estable, algo por debajo de 3%.



El IPC, continúa, fue de 0,5%, con variaciones algo menores en el IPCX y en el IPCX1 respecto de lo proyectado. Sobre el particular, menciona que se tienen cuatro sorpresas relevantes, la primera en alimentos, ya que se había previsto un aumento en los precios de los alimentos X1, pero crecieron en menor magnitud de lo esperado. Indica que la segunda sorpresa provino del precio del vestuario, ya que se esperaba que registrara un cierto aumento, pero ha seguido cayendo. Señala que la tercera se refiere a educación, comentando no solo que ha sorprendido sistemáticamente a la baja, sino que hay un tema muy específico respecto de un cambio metodológico que introdujo el INE y que utilizó para imputar los precios de educación en las regiones afectadas por el terremoto. Plantea que parte de la sorpresa en educación y en el X1 se compensó por los precios de combustibles, que también sorprendieron y fueron mayores que lo anticipado.

El señor Claudio Soto destaca luego que los seguimientos de precios sugieren disminuciones adicionales en frutas y verduras, a pesar de la estacionalidad. Manifiesta que la proyección se está alimentando con precios de combustibles, que son algo más elevados que los de la RPM pasada, con un tipo de cambio bastante similar al considerado entonces, con precios de perecibles que tienen una trayectoria más baja que en la RPM de abril, y que a ello se están agregando \$40 adicionales de la tarifa del Transantiago respecto de lo que se tenía en abril. Sobre esta tarifa, hace presente que la Gerencia a su cargo tiene dos fuentes de información para efectuar el seguimiento correspondiente: la primera, es el precio que da el polinomio que está siguiendo la autoridad en estos momentos; la segunda, es el juicio del panel, que tiene la capacidad de ajustar la tarifa al alza o a la baja. Señala que, adicionalmente, hay información que ha sido recogida por la prensa. Hace presente que sobre esa base, se tiene para la tarifa del Transantiago un aumento de \$80 aproximadamente desde que empezaron las alzas hasta fines de este año, de los cuales ya ha habido \$30 de aumento, por lo que quedarían \$50 de alza por delante, que es \$40 más que lo contemplado en la RPM pasada.

Dado lo anterior, el señor Soto informa que la proyección de inflación del IPC a septiembre se corrige 0,4% a la baja, debido, en gran parte, a la medida que suspende la aplicación del impuesto de timbres y estampillas que debía ocurrir en julio, incluida en el paquete de financiamiento anunciado por el Fisco, lo que se compensa parcialmente por la incidencia que tiene el impuesto al tabaco y por el nuevo supuesto para el Transantiago. De esta forma, plantea que la inflación estaría algo por sobre la meta en agosto, en septiembre sería de 3% y en octubre, de 3,3%, con una inflación del IPCX1 algo más rezagada. Agrega que para mayo se está proyectando un IPC del 0,4%, más bien en línea con lo que proyecta hoy el mercado.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si el IPC de agosto y septiembre considera el Transantiago y el impuesto al tabaco, a lo cual el señor Claudio Soto responde que hay elementos estacionales que considerar, por ejemplo, el aumento de los pasajes de buses y una serie de alimentos que suben en esa fecha. Añade que en la parte del X se tienen los impuestos más algunas tarifas y que para llegar finalmente al IPC, se tiene también la trayectoria de combustibles, que considera algo más de inflación en adelante. Luego, respondiendo otra consulta del señor Rodrigo Vergara, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico informa que el alza de \$10 de la tarifa del Transantiago significa una décima o algo menos de mayor inflación.

Respecto de la trayectoria de la inflación, el señor Soto señala que en el escenario de proyecciones se observa una velocidad levemente por debajo de la contemplada en la RPM pasada, si bien con una velocidad del IPCX1 acelerándose en los próximos meses. Agrega que la mayor incidencia en el aumento del IPC la tendrían los combustibles, los alimentos y los componentes resto, y que la proyección del Banco se ubica en línea con proyecciones alternativas que se obtienen de una serie de modelos de series de tiempo.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose al mercado de créditos, indica que las tasas de colocación se han mantenido bajas y estables, y que los antecedentes de abril dan cuneta de un fuerte aumento en las colocaciones de consumo nominales, no así en las de comercio exterior, que experimentaron una caída ese mes.

En relación con los agregados monetarios, destaca que el M1 sigue creciendo a tasas elevadas, aunque por debajo de lo explicado por los fundamentales.

El señor Soto indica a continuación que las proyecciones para el crecimiento este año no se corrigieron y siguen estando en 4,5%, a pesar del dato más negativo del Imacec de marzo, y que si lo hicieron levemente al alza para el 2011.

En cuanto a las expectativas de inflación, informa que a un año están algo por sobre 3%, que a dos años están ancladas en 3% y que las compensaciones 1 en 1 swap han tendido a caer hasta 3%.

El señor Claudio Soto hace presente también que las medidas de incertidumbre que se pueden inferir a partir de la Encuesta de Expectativas Económicas aplicada para cada uno de los primeros cinco meses del presente año, dan cuenta que persisten niveles altos de incertidumbre, pero mucho menores que los observados en marzo, cuando existían muchas dudas respecto de los efectos del terremoto sobre la actividad. Destaca que la incertidumbre sobre la inflación a fin de año se ha ido concentrando y que la proyección está cada vez más alineada con una perspectiva de 3,5% para la inflación de aquí a entonces.

Para finalizar, el señor Soto informa que parte del mercado espera que el Consejo acuerde un alza en la TPM de 25 puntos base en esta Reunión, lo que se desprende de la Encuesta de Expectativas Económicas y también de la encuesta de Bloomberg.

Al respecto, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, comenta que lo mismo arroja la encuesta de operadores financieros y destaca que llama la atención que quienes responden que habrá un alza en la tasa de interés son los representantes de las instituciones que generalmente transan los swaps y que son quienes marcan la tendencia más empinada, sobre todo después de la publicación de la minuta de la última RPM. El señor Claudio Soto indica que la *forward* actual precisamente recoge lo planteado por el señor de Ramón, ya que está más empinada respecto de la RPM de abril, justamente por lo que ocurrió con las tasas swap después de la minuta, que llevó a que la curva se empinara otro poco.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del señor Claudio Soto y comenta, a continuación, que la actividad va a ser más baja este año, pero con una demanda mucho mayor y concentrada, sacando minería, en el sector industrial, lo que da cuenta de un efecto muy severo por el lado de las disrupciones, de la brecha efectiva. Agrega que, en el fondo, la demanda crece con más fuerza pero, en lugar que parte de ella se traduzca en actividad doméstica, aumentan las importaciones, porque no hay capacidad doméstica, en particular en el sector industrial, al menos en estos trimestres. Hace presente que lo anterior se puede desprender de los datos de actividad y que, por lo tanto, con los datos disponibles hasta hoy, muy probablemente el crecimiento será cercano a 4%, como resultado de disrupciones mucho mayores en la actividad industrial, como resultado del terremoto, con una demanda creciendo muy fuerte —lo cual también tiene un componente en los ingresos—, que revelaría que el impacto sobre la actividad es más bien de carácter transitorio y no debería comprometer lo que va a pasar el próximo año, sino que lo contrario.



El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que ha intentado interpretar lo ocurrido con las importaciones y cuánto de ello es el resultado del terremoto. Al respecto, señala que habría alguna evidencia casuística de que las empresas han tenido que recurrir a importaciones para mantener su abastecimiento en el mercado local. Luego, consulta si se dispone de antecedentes respecto de la menor recaudación tributaria y evasión de IVA informada por la prensa, en cuanto a si responde a algo puntual o más estructural y si tiene relación con el terremoto. El señor Soto responde que eso es un comentario más estructural, ya que la prensa se refería a que la evasión viene ocurriendo desde hace unos años y que lo se pretende es tomar medidas para revertir esa tendencia. El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda, agrega que esa situación se presentó de manera significativa en los años de la crisis, en que la recaudación disminuyó, en especial por el lado del IVA.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, comenta que el dinamismo de la demanda es el reflejo de lo que ya ha acontecido, esto es, que la demanda interna está creciendo en torno a 20% ya por dos trimestres, en el cuarto trimestre del 2009 y el primero del presente año. Señala que se ha supuesto que sigue creciendo, en términos de velocidad trimestre contra trimestre, también a una velocidad del orden de 20% en el segundo trimestre y que baja a 7% en el tercero, reflejando justamente que hay una especie de *bunching* de corto plazo producto del efecto del terremoto en maquinarias y equipos y en importaciones de consumo. De todas formas, indica que son cifras que en el año posiblemente lleven a revisar la proyección de demanda varios puntos al alza respecto del último IPoM.

El Consejero señor Sebastián Claro señala, en primer término, que en relación con el análisis sobre actividad, le llama la atención que el Banco la haya corregido respecto del IPoM más significativamente que los privados, por lo que solicita que se profundice sobre la materia. En segundo lugar, y en relación con la FLAP, los Repo y el impacto de la crisis griega en los mercados financieros domésticos, comenta que la FLAP ha caído de manera importante, pero que, al mismo tiempo, los bancos han estado viniendo a los Repo en una cantidad significativa, pero que no compensa completamente la dimensión de la FLAP. Al respecto, consulta cómo se interpreta lo anterior y si acaso es reflejo de que hay un problema en el *unwinding* de la FLAP, que requiere este manejo de liquidez de corto plazo, o si efectivamente obedece a que los bancos han estado demandando más liquidez a través de los Repo, lo se podría leer como algo más estructural o asociado a la crisis. Indica que efectúa este planteamiento porque en la exposición se afirmó que la crisis griega se reflejó en un leve aumento del precio por riesgo en Chile y porque si bien la mayoría de las mediciones en Chile son bastante marginales y lo confirman, el *spread prime-swap* un poco más largo aumentó a niveles cercanos a 100 puntos base, alza que no deja de ser significativa y que puede estar reflejando algo que requiere un análisis.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comparte lo planteado por el señor Claro, manifestando que podrían haber muchas otras explicaciones para lo mismos movimientos de los indicadores de riesgo frente a la crisis griega. Asimismo, coincide con que el inminente fin de la FLAP puede estar afectando los mercados que están viniendo por liquidez. A propósito de eso, y específicamente acerca de cómo podría afectar la crisis griega a Chile, señala que usaría otro indicador, que es aprovechar que el Banco Santander Chile emitió un bono que se transa internacionalmente, para ver cuál es el *spread* de ese bono y ver si se correlaciona con la tasa de interés de bonos públicos equivalentes, o de alguna empresa privada no española equivalente, y las fluctuaciones de la matriz del Banco Santander. En su opinión, si están muy correlacionados con la matriz, de alguna manera hay un contagio que podría ser a través del sistema financiero.

Menciona luego que lo que le preocupa relativamente menos es lo referente a la cuenta corriente, incluso midiéndola a precios de largo plazo, ya que si se



hace un ejercicio teórico para determinar cuál es el efecto de un desastre como el terremoto, se debería obtener un empeoramiento en la cuenta corriente, que debiera ser transitorio mientras dura el período de reconstrucción porque cae el producto potencial interno, pero el proceso de reconstrucción lo aumenta.

El señor Manuel Marfán indica que si le preocupa mucho ver que la tasa de crecimiento de la demanda interna va a enterar probablemente una cifra cercana al 15% este año, suponiendo que se desacelera bruscamente en el cuarto trimestre de acuerdo con lo esperado. Agrega tener dudas sobre esa cifra porque los modelos del Banco desaceleran siempre, porque suponen que se converge, en circunstancias que estima que hay demasiados elementos de riesgo de que eso no ocurra. A modo de ejemplo, comenta que en el ámbito fiscal hay varias incertidumbres en aspectos que no son problemas de manejo del Gobierno, sino que de dinámica propia de la lógica que tiene la política fiscal porque es evidente que frente a la magnitud del desastre tiene que haber algún grado de aumento de gastos para los damnificados y a la reconstrucción, pero el efecto sobre la demanda interna será muy distinto, dependiendo de la magnitud de lo que recaude el paquete de financiamiento.

Comenta también que para el corto plazo le preocupa incluso algo más cuándo se aprobará el plan de reconstrucción, porque si ya se está gastando a cuenta de él y su aprobación se atrasa en un trimestre, el efecto sobre la demanda interna puede ser muy significativo. Sobre el particular, cita lo ocurrido en el año 1990, cuando había un problema de programa social, compitiendo contra una reforma tributaria, y los descalces en la sincronización tenían efectos macroeconómicos que eran muy disruptivos, lo que constituyó un gran problema.

En relación con la pregunta sobre la crisis griega y su efecto en Chile, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, concuerda con que no ha contaminado los precios de los activos chilenos y que, de hecho, ningún banco ha reportado problemas de líneas y que, por el contrario, han tenido que renunciar a líneas externas. Respecto de la pregunta sobre la FLAP, comenta que su caída ha sido efectivamente mayor que el aumento del Repo, pero que es indudable que este último también ha aumentado. Explica que el Repo ha sido tomado principalmente por bancos locales, no por bancos extranjeros, que han traído bonos y no depósitos a plazo como colaterales. En su opinión, ello podría obedecer a que los bancos locales no tienen contemplado vender los bonos todavía, sino que tal vez en un tiempo más, ya que estiman que las tasas largas van a seguir cayendo, vendiendo sus depósitos mientras tanto. Explica que los bancos vienen al Repo, porque así obtienen liquidez gratis, a la TPM, mientras que la alternativa puede ser ir a una AFP, que le va a cobrar 25 puntos todos los días. Manifiesta que es muy posible que la venta de los depósitos a plazo se deba a que su tasa es atractiva hoy día, ya que subió un poco y la de 360 días está, de hecho, en algo más de 2% y, por lo tanto, puede ser que los bancos se estén deshaciendo de ese tipo de depósitos de manera ordenada. En resumen, indica que los bancos más bien mantienen los papeles que cree que van a subir de valor y, mientras tanto, con esos papeles obtienen liquidez gratis.

Para complementar, el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, señala que los vencimientos más cuantiosos de la FLAP han sido que no ha renovado en los Repos, y últimamente. Agrega que el ha ido disminuyendo su posición de liquidez neta y no ha sustituido los depósitos a plazo, sino que ha traído nuevos bonos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, refiriéndose a la consulta del Consejero señor Sebastián Claro sobre la cifra de actividad, menciona que hay un dato del primer trimestre que el mercado desconoce, que es dos décimas inferior y que está incluido en la proyección del Banco. Informa, asimismo, que se ha tratado de



hacer una proyección con la información casuística que se conoce por línea de producción, haciendo notar que ha sido bastante cambiante la evaluación que hacen los propios sectores respecto de cuándo van a estar con plena capacidad productiva, razón por la cual esto se estará monitoreando. Agrega que en un par de semanas más se tendrán las primeras proyecciones del IPoM y entonces se revisarán las cifras de actividad, estimándose que se van a corregir a la baja, pero desconociéndose en qué magnitud.

Sobre este tema, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, destaca que respecto del trimestre en curso, la proyección de la Encuesta de Expectativas Económicas no cambió entre el mes pasado y el actual, ya que sigue en 3% en doce meses, lo cual es peculiar con el dato de industria que resultó ser una sorpresa.

Para finalizar, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que en relación con la crisis griega, corresponde dimensionar el impacto local que ha tenido. Indica que si se revisan los precios de los activos y se analiza todo después del caos que hubo en Europa hasta el viernes pasado, el impacto local fue bastante menor, lo que demuestra de alguna forma un grado de contención desde el punto de vista de la crisis griega sobre los mercados emergentes, ya que esta estaría restringida a Europa, donde no se sabe cómo se pagarán las deudas, ya que el problema de solvencia no se arregla con la transferencia de recursos por parte de la Comunidad Europea.

El Presidente, señor José De Gregorio, da por finalizada la sesión de la mañana e informa que la sesión de la tarde comenzará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, el Presidente, señor José De Gregorio, da inicio a la sesión de la tarde y, antes de dar paso a la exposición de las Opciones, hace notar que la realización de la próxima Reunión de Política Monetaria coincidirá con la fecha de aprobación del *Informe de Política Monetaria* de junio, que será presentado a la Comisión Hacienda del Senado el día siguiente, esto es, el miércoles 16 de ese mes. Por esta razón, manifiesta que será necesario modificar el horario de las sesiones de la mañana y de la tarde de la próxima Reunión.

Luego de un intercambio de opiniones, se acuerda que dicho horario será fijado por el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, señor Enrique Orellana, aprobado por el Fiscal, señor Miguel Ángel Nacur, con el fin de no contravenir el Reglamento de Funcionamiento del Consejo, y comunicado oportunamente por el señor Orellana, para cursar la citación al señor Ministro de Hacienda con a lo menos tres días de anticipación, según lo dispuesto en el citado Reglamento.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios recuerda que en su Reunión de Política Monetaria de abril, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual; consideró, además, que el entorno macroeconómico y las expectativas privadas eran congruentes con el escenario de normalización de la política monetaria contenido en el IPoM reciente; y reiteró que continuará utilizando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

El señor García informa a continuación que los principales antecedentes desde la última RPM son los siguientes. En el ámbito externo, las turbulencias financieras en el mundo desarrollado, que llegaron a un nivel elevado por la fuerte incertidumbre



respecto a la situación fiscal en algunas economías europeas y al consiguiente riesgo de contagio soberano y a algunos sistemas bancarios. Al respecto, señala que el contundente conjunto de medidas acordadas por la Comunidad Europea y el Fondo Monetario Internacional el fin de semana último, junto con los planes de austeridad adoptados en varias economías, han logrado limitar la volatilidad, pero que los mercados interbancarios europeos siguen tensionados. Asimismo, indica que, localmente, es destacable que los diversos mercados financieros no hayan sufrido alteraciones mayores por estos eventos. Hace presente también que, hasta ahora, los contornos generales del escenario internacional contenido en el IPoM de marzo no se han visto alterados mayormente. Con todo, manifiesta que los escenarios de riesgo incluidos en dicho Informe consideraban, por ejemplo, un crecimiento de los socios comerciales de un punto por debajo del escenario base por problemas en Europa, mientras que una persistencia relevante de la volatilidad financiera en niveles como los observados la semana anterior puede asociarse a medio punto de menor crecimiento global para este año.

A nivel local, el señor García informa que el efecto de corto plazo del terremoto sobre la actividad parece haber sido mayor que el previsto, pero que la demanda interna sigue mostrando un significativo repunte, mayor que el estimado. Agrega que las condiciones financieras han seguido normalizándose y que pareciera no haberse materializado un riesgo de restricción adicional asociado al terremoto. Indica, asimismo, que los efectos de corto plazo del terremoto en la trayectoria de la inflación subyacente han sido acotados y que, en todo caso, la trayectoria prevista para la inflación no difiere significativamente de lo previsto con anterioridad a la catástrofe, encaminándose a cifras en torno a la meta en los próximos meses.

Respecto de la decisión que debe adoptarse en la presente Reunión, el señor Pablo García informa que no se aprecia unanimidad entre los analistas, ya que una mayoría se inclina por la mantención de la tasa, mientras que los precios de activos financieros consideran con una elevada probabilidad que la TPM aumentará en la presente jornada.

El Gerente de División Estudios prosigue, destacando que las principales consideraciones para la presente Reunión son la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, los eventuales efectos en esta última de los antecedentes coyunturales mencionados precedentemente, así como consideraciones tácticas y comunicacionales. Ellos, sostiene, llevan a que las opciones más plausibles para esta Reunión sean mantener la TPM en su nivel mínimo o incrementarla en 25 puntos base, hasta 0,75%.

El señor García recuerda al respecto que la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM contemplaba un proceso de normalización monetaria que elevara la TPM en torno a 250 puntos base hasta fin de año, lo que implica incrementos mensuales de algo más de 25 puntos base por Reunión. Plantea que lo anterior sugeriría con más fuerza que en el mes pasado la posibilidad de incrementar la TPM en esta ocasión, pero que ello depende también de la evaluación sobre la validez del escenario del IPoM en la actual coyuntura.

El Gerente de División aludido agrega que aunque la actividad fue más débil, no es obvio que ello implique mayores holguras de capacidad o que dicha debilidad sea muy persistente, sobre todo considerando el significativo dinamismo de la demanda interna. Sobre el particular, indica que se debe considerar también que la dificultad de evaluar los efectos inmediatos del terremoto y maremoto sigue siendo un factor relevante a la hora de determinar la velocidad con que el nivel de actividad se recuperará. Agrega que el escenario internacional sigue incierto, pero en términos del ritmo de la recuperación cíclica del mundo y no sobre la materialización de esta recuperación.



El señor Pablo García sostiene a continuación que en caso que se considere que los desarrollos coyunturales sí afectan la trayectoria de política monetaria, ello debería incidir principalmente en su ritmo de normalización en los trimestres venideros y, en menor medida, en el momento del inicio de este proceso. Especial mención hace a que este último sigue dependiendo más del *trade-off* de un inicio más pronto, pero con alzas graduales *versus* un inicio algo más tardío con alzas más intensas, y que sigue siendo evidente que la política monetaria es altamente expansiva y que el logro de la meta de inflación requiere comenzar a reducir su expansividad en el corto plazo.

El señor García plantea también que, en general, los desarrollos internos y externos en los próximos trimestres, principalmente la marcha de la economía mundial y las características y la temporalidad del esfuerzo de reconstrucción público/privado, incidirán en la velocidad de la normalización que tome la política monetaria, pero que, dado que la TPM se ubica en su nivel mínimo en un contexto macroeconómico que es de recuperación, es muy improbable que escenarios de riesgo pudieran motivar mantener la TPM en 0,5% por varios meses más. En ese sentido, es de opinión que los flujos de información futuros permitirán calibrar mejor la magnitud del aumento de la TPM requerido en función de la meta, pero que ello no implica esperar que aporte relativamente más información sobre el momento óptimo para dar inicio a la normalización.

El Gerente de División Estudios señala que otro aspecto táctico relevante que se considera habitualmente es el riesgo de reversiones de política. Indica que por los argumentos anteriores, este existe en la actualidad, pero principalmente en lo relativo a la comunicación que se pueda hacer sobre la magnitud de la normalización monetaria y no con respecto a que ella debe comenzar en algún momento. Destaca, además, que frente a escenarios financieros complejos que tensionen los mercados monetarios, tal como se vio a fines del 2008, el principal instrumento no son las acciones de política monetaria, sino que medidas que enfrenten directamente la iliquidez y la turbulencia en los mercados.

Para finalizar, el señor Pablo García hace presente que, a diferencia del mes pasado, las expectativas privadas respecto de esta Reunión están más equilibradas. En ese sentido, manifiesta que la decisión de mantener o subir la TPM en esta ocasión no debería provocar sorpresas mayores. Sostiene que en términos comunicacionales, si se mantiene la TPM y no se modifica explícitamente el escenario del IPoM, las expectativas de alza para la próxima Reunión aumentarán de forma significativa, lo que posiblemente requiera la inclusión de un sesgo explícito, y que si se aumenta la TPM sin modificar el escenario de mediano plazo, la necesidad de incluir un sesgo es menos evidente y se puede señalar que el ritmo de normalización futura es condicional a los desarrollos internos y externos.

El Presidente agradece la exposición del Gerente de División Estudios y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

En primer lugar, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala que las medidas adoptadas en Europa el fin de semana anterior han reducido significativamente los riesgos de una crisis financiera, pero han aumentado los riesgos de ralentización de esa área económica por los ajustes fiscales que van a venir. Agrega que los efectos que tendrán las reducciones obligadas en los déficits primarios y, consiguientemente, en los niveles de deuda, reducirán la demanda agregada de varias economías europeas y probablemente hará que el Banco Central Europeo mantenga las tasas bajas por más tiempo.

En opinión del señor Beltrán de Ramón, la gran duda que persistirá es si las mejores perspectivas, aunque con riesgos latentes, de Latinoamérica y de Asia, así



como de EE.UU. y otras economías, van a compensar los efectos negativos que tendrán las medidas que se aplicarán en la Zona Euro. Hace presente que si bien en otras economías hay riesgos, como una posible y futura burbuja inmobiliaria en China y Australia, un *boom* crediticio en China que no pueda ser controlado, así como el bajo despegue del mercado de viviendas en EE.UU., estima que aún son muy acotados y que, más aún, son riesgos que van a estar siempre presentes en recuperaciones globales que se dan en un contexto de tasas bajas.

Para resumir, el señor de Ramón sostiene que los principales riesgos están en Europa y que después del enorme paquete de rescate, el problema es más económico que financiero, en tanto que respecto de la pregunta de cómo afecta esto a la economía chilena y, en particular, en su perspectiva inflacionaria, manifiesta que Chile no será afectado mayormente si la crisis de Europa se maneja bien y no deteriora las expectativas económicas mundiales, a diferencia de lo que ocurrió en el episodio de septiembre de 2008.

En materia de inflación, el Gerente de División Operaciones Financieras menciona que los últimos registros, en especial los subyacentes, han sido benignos y bajo lo esperado. En relación con el crecimiento, en tanto, reporta que los últimos indicadores muestran *Imacec* negativos y, por sectores, una expansión muy importante del comercio, ligado claramente a la demanda interna y un deterioro en la industria.

El señor Beltrán de Ramón advierte luego que sobre la base de expectativas, el panorama ya no es tan benigno en adelante, ya que estas indican que la inflación alcanzará registros anualizados que superarán la meta y se acercarán al 4% en los próximos meses. Señala que, por el contrario, las perspectivas de crecimiento son auspiciosas producto de la reconstrucción, en especial en la inversión y en el consumo privado, y que no se puede descartar que los altos precios de *commodities* impulsen también el sector exportador. Al respecto, informa que hay analistas que, incluso ya proyectan cifras superiores al 6% para el próximo año.

Refiriéndose al plan de reconstrucción, el señor de Ramón expresa que es indicativo considerar que su financiamiento está cargado para aquellos agentes que tienen mayor proporción de ahorro y menos para los que tienen menos propensión a él, y que, incluso, están contempladas una serie de exenciones para esos mismos sectores, como la pymes. Desde el punto de vista macroeconómico, plantea que el efecto consolidado del plan es una expansión de la demanda neta.

Considerando todos estos antecedentes, el señor de Ramón señala que es muy posible que la expansión de la demanda empiece prontamente a presionar la inflación de tendencia, *core*, hacia arriba, con el riesgo que la economía se recaliente el próximo año.

A la interrogante de qué debe hacer el Consejo del Banco Central de Chile, el Gerente de División Operaciones Financieras señala que hay que considerar, en primer lugar, que la TPM real, así como la tasa de interés real de un depósito a plazo a 90 días, son negativas hoy, y que la tasa de depósitos a un año es positiva, pero muy cercana a 0%. Hace notar que lo más difícil de explicar o entender por el mercado ha sido que el Banco Central puede subir la TPM en la presente jornada y seguir haciéndolo moderadamente en los próximos meses, y que las condiciones seguirán siendo expansivas. Tomando el ejemplo de un auto, explica que subir hoy no es sinónimo de apretar el freno, sino que es sinónimo de acelerar menos.

El señor Beltrán de Ramón hace presente que si bien es claro que el Banco deberá subir la tasa de instancia muy luego, también hay que considerar que el escenario



externo se ha tornado menos favorable, por lo que podría ser prudente postergar esta decisión por un mes más. No obstante, señala que nada indica que Europa no siga siendo el foco de atención en los próximos meses y que la volatilidad continúe. En otras palabras, estima que esperar ver despejados los riesgos europeos puede ser un asunto de largo plazo.

No obstante, a juicio del señor de Ramón, cualquier postergación hoy significa subir más rápido mañana y tal vez inducir a que el mercado sobre-reaccione mañana si estima que el Banco Central se quedó atrás de la curva. De hecho, informa que, hoy, el mercado, no los economistas, están considerando en los precios un alza de 25 puntos base, por lo que se debe evaluar el beneficio de esperar un mes más *versus* evaluar subir la tasa rectora no 25, sino que 50 puntos base en la próxima Reunión.

En opinión del Gerente de División aludido, la clave está en el Comunicado. Sostiene que si el Consejo sube la tasa en 25 puntos base en la presente jornada e indica que las futuras alzas están condicionadas al desenvolvimiento del escenario externo, se darán los grados de libertad necesarios para el futuro, pero ya habrá marcado un camino. Es más, plantea que puede enfatizar que las condiciones siguen siendo extremadamente expansivas, porque la TPM aún está muy lejos de la neutral, que faltan aún veinte alzas más para dejar de acelerar y empezar a "apretar el freno", que es, a fin de cuentas, llegar a la tasa neutral.

En razón de lo expuesto, el señor Beltrán de Ramón recomienda al Consejo subir la TPM en 25 puntos base y enfatizar en el Comunicado que las alzas futuras estarán condicionadas al desenvolvimiento de los acontecimientos externos y que las condiciones siguen siendo muy expansivas aún.

El señor Presidente agradece la intervención del señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes.

El Gerente de Investigación Económica señala que, en el ámbito doméstico, los antecedentes discutidos en la sesión de la mañana apuntan a un menor crecimiento del producto y a menores brechas de capacidad para el año, como resultado de un mayor efecto del terremoto en la oferta agregada y de una demanda interna dinámica.

En cuanto a los registros de inflación, el señor Céspedes estima que, dada la mayor incertidumbre respecto de los efectos del terremoto en el crecimiento de la economía, es esperable ver una elasticidad de la inflación menor a cambios en el producto o a cambios en la brecha de producto. En este sentido, indica que los registros inflacionarios recientes no debiesen sorprender, ya que, más aún, están en línea con los esperados a principios de este año y difieren básicamente de la estimación del Banco respecto de los efectos del terremoto sobre el nivel de precios. Al respecto, recuerda que un proceso de cierre de brechas de similar magnitud al que se espera se experimente en los próximos trimestres, fue el iniciado el año 2004, ocasión en que, consistente con el cierre gradual de brechas de capacidad, la inflación experimentó un proceso de convergencia a la meta desde un nivel bajo.

El señor Luis Felipe Céspedes destaca que lo anterior permite tratar de obtener algunas claves respecto de dicho proceso de normalización, que pueden ser útiles en la actual coyuntura. Partiendo de un nivel mayor que el actual, señala que dicho proceso exhibió ajustes acotados de la TPM; que en doce de catorce ocasiones en las cuales se aumentó la TPM, el aumento fue de 25 puntos base; que, más aún, los ocho primeros incrementos fueron de 25 puntos base; y que ese proceso además experimentó pausas. Para resumir, indica que todo lo anterior permitió regular el impulso monetario,



facilitando una convergencia gradual de la inflación a la meta, un cierre gradual y ordenado de la brecha producto, y una transición ordenada en los precios de activos financieros.

Al proseguir, manifiesta que se debe tener en cuenta la mayor incertidumbre en el escenario internacional, habida consideración que los antecedentes actuales apuntan a un efecto acotado sobre el crecimiento de nuestros socios comerciales y porque, incluso, de persistir dicha incertidumbre por un tiempo mayor, no significarían una gran desviación respecto del escenario de crecimiento externo que se tenía a principios de año.

Destaca que los mercados financieros locales, claves en la transmisión de las mayores incertidumbres financieras internacionales, parecen no haberse visto afectados por dicha situación. Señala también que más importante aún es que la mayor incertidumbre internacional debiese plantear dudas respecto de la gradualidad del proceso de normalización, más que del momento de inicio de dicho proceso.

Para finalizar, el señor Luis Felipe Céspedes indica que la información que se agrega en este último mes, en particular respecto de la fortaleza en la evolución de la demanda interna, apunta, en su opinión, a que el proceso de normalización debiese ser iniciado prontamente.

El Presidente agradece los comentarios del Gerente de Investigación Económica y, a continuación, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín.

El señor Ministro inicia su intervención, señalando que la cifra de inflación de abril, que alcanzó a 0,5% mensual y a 0,9% en doce meses, se ubicó bajo las expectativas de los analistas. Menciona que el alza de la gasolina, de 10,7% mensual, fue la razón más importante detrás del aumento del IPC, atribuible principalmente a la reposición del impuesto específico a 6 UTM por metro cúbico. En efecto, indica que el IPCX solo aumentó 0,2% mensual y que el IPCX1 lo hizo en 0,1%, mientras que en doce meses ambas cifras permanecieron en valores negativos, ubicándose en -0,6 y -1,1%, respectivamente.

A juicio del señor Felipe Larraín, los hechos sugieren que la inflación está aún acotada y que el escenario de fondo sugiere que la inflación permanece dentro del rango meta del Banco Central en el horizonte relevante y este se mantiene. Menciona que esta visión se confirma al observar las encuestas de expectativas económicas de mayo, en que las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central. Así, plantea que la inflación esperada para el 2010 es de 3,5% menor que la proyectada en el último IPoM, mientras que para el 2011 las expectativas continúan ancladas en 3%. Agrega que las expectativas de inflación a doce meses, usando tasas de mercado TAB a 360 días, arrojan un valor de 2,6%, y que, del mismo modo, al usar las tasas de los BCP y BCU a 5 años, las expectativas de inflación alcanzan a 3,3%, de tal forma que las expectativas siguen contenidas, incluso a plazos más largos.

La evolución de los salarios nominales, continúa, entrega otra señal de que la inflación se encuentra contenida, ya que, durante marzo, los salarios nominales crecieron 2,3% en doce meses, mientras que el costo de la mano de obra lo hizo en 2,8%. Por otra parte, hace notar que el peso se ha depreciado marginalmente frente al dólar desde la Reunión de abril, en línea con el fortalecimiento de esta moneda a nivel global durante este lapso.



En términos de actividad económica, el Ministro de Hacienda destaca que el Imacec de marzo reflejó con fuerza el impacto del terremoto en el corto plazo y que si bien se espera que el crecimiento de la economía retome su senda en los próximos meses, han aparecido fuentes externas de incertidumbre. Al respecto, menciona que desde la última RPM, los temores sobre la situación fiscal griega y el posible contagio a ciertas economías, así como las dudas sobre la forma de resolución al problema, han generado un grado mayor de incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento mundial, declarando que la impresión de ese Ministerio sobre el particular es que esto no se disipa completamente con el paquete de financiamiento que se ha dado en Europa, sino que solo se contiene. Agrega que, en principio, los efectos sobre la economía chilena de un panorama externo complejo debieran ser acotados, pero que la materialización de un escenario adverso podría poner en riesgo la recuperación.

El señor Felipe Larraín expresa a continuación que el ambiente de mayor incertidumbre ha generado, a su vez, importantes fluctuaciones en los precios de los *commodities* desde la última Reunión, llevando el precio del cobre a un rango más cercano a US\$ 3,20, algo menor que los 357 centavos de dólar por libra de la Reunión anterior.

Por otra parte, señala que en el Ministerio se sigue pensando que el alza esperada en la demanda agregada será impulsada por la formación bruta de capital fijo, relacionada con las labores de reconstrucción, y, en menor medida, con el aumento del consumo, lo que refuerza la visión de que la presión sobre los precios de los bienes no transables debiera ser menos intensa que con una expansión basada fundamentalmente en el consumo.

El señor Larraín manifiesta que, como Ministerio de Hacienda, quisiera también confirmar que se han impulsado varias medidas relevantes para el financiamiento de reconstrucción, con importantes efectos macroeconómicos. En primer lugar, indica que se realizaron reasignaciones de gastos cercanos a los US\$ 730 millones, de manera de focalizar el esfuerzo fiscal en la reconstrucción del país. En segundo lugar, y como forma de contener el impulso macroeconómico privado, señala que se ha impulsado la ley de donaciones, que recaudaría en torno US\$ 150 millones por año, por un período de dos años, y que, además, se ha sometido al Congreso un proyecto de financiamiento con un componente tributario significativo. Al respecto, hace presente que concurrió esa mañana a la Comisión de Hacienda del Senado, ocasión en que fue aprobada gran parte de lo planteado, excepto algunas indicaciones que buscan flexibilizar algunos temas propuestos. Manifiesta que, en su opinión, esto constituye una buena noticia, ya que el proyecto continúa su trámite en la Cámara de Diputados de manera auspiciosa.

Adicionalmente, da a conocer que el Ministerio que encabeza acaba de enviar un instructivo de austeridad fiscal a los ministerios y reparticiones públicas, que refuerza la señal de contención de gasto público, explicando que estas medidas se han impulsado, en parte, como una forma de contribuir a que el proceso de reconstrucción sea macroeconómicamente balanceado y se pueda quitar presión al tipo de cambio, a la inflación y a las tasas de interés.

Retomando el tema de las medidas adoptadas para el financiamiento de la reconstrucción, señala, en tercer lugar, que es importante recordar que uno de los componentes del plan tributario es la rebaja permanente del impuesto de timbres y estampillas, aprobada esa mañana en la Comisión de Hacienda, que quitaría presión a la inflación. Sostiene que parte de este efecto podría ser compensado por el alza del impuesto al tabaco, pero que, al menos en el corto plazo, el efecto de inflación, dado por el impuesto timbres y estampillas y el impuesto al tabaco, debiera ser neutro, mientras que en el más largo plazo el plan de financiamiento debería contribuir a moderar el impulso privado y las presiones inflacionarias. Agrega que en ese contexto de inflación



acotada; de alta incertidumbre externa, que puede tener efecto en la reactivación; de una demanda agregada impulsada mayormente por formación bruta de capital fijo; y de un esfuerzo del paquete fiscal para contener las presiones inflacionarias, el Ministerio de Hacienda estima que lo más adecuado es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. No obstante, señala que es de opinión que en los próximos meses será necesario comenzar un proceso gradual de normalización de la política monetaria.

Al concluir, el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín, solicita al Consejo del Banco Central que en el Comunicado de la presente Reunión, se considere y valore el esfuerzo fiscal.

Finalizada la intervención del señor Ministro de Hacienda, el señor Presidente da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco y señala, en primer término, que las principales noticias del último mes tienen que ver con el aumento en la incertidumbre en el frente externo. Al respecto, plantea que la situación se ha vuelto turbulenta; que los problemas en Grecia se extendieron al resto de Europa, con fuertes caída en los precios de los activos y una depreciación del euro; que si bien países como Portugal y España fueron los más afectados, las repercusiones se trasladaron, incluso, al resto del mundo; y que luego del paquete de ayuda, coordinado por las principales economías del mundo y el FMI, que también incluyó la participación de los bancos centrales, la situación se ha calmado, pero sigue siendo frágil.

En segundo término, el señor Vergara comenta que las dudas sobre la solvencia fiscal de muchos países, incluyendo algunos que no parecen tener una deuda demasiado elevada, aunque sí presentan déficits muy altos, se mantienen. Sostiene que tal es así, que hay fuertes presiones para producir ajustes fiscales, en una situación de bajo crecimiento y con perspectivas empeorando. Manifiesta que España es un ejemplo reciente de dicho ajuste fiscal y que otros países también han dado indicios que irían en esa misma dirección.

El Consejero aludido hace presente que en el frente interno también ha habido noticias, mencionando que la volatilidad externa tuvo sus efectos en el país, aunque afortunadamente bastante amortiguados; que la cifra de inflación de abril estuvo en línea con lo esperado, pero que, con todo, la inflación de los dos meses post terremoto es bastante inferior a lo estimado luego del sismo y la inflación subyacente se mantiene en terreno negativo; que algo similar ocurre con el crecimiento del PIB, por cuanto mientras las primeras predicciones luego del terremoto para el crecimiento del primer trimestre se situaban en torno a 3%, más tarde se redujeron a 2%, las cifras de Imacec hacen prever un crecimiento más cercano a 1% por ciento y las proyecciones para el segundo trimestre también se han reducido. A pesar de eso, el señor Vergara destaca que cabe esperar un repunte importante en la segunda parte del año y en 2011.

Por otra parte, el señor Rodrigo Vergara hace notar que la demanda interna presenta un crecimiento vigoroso y que distintos indicadores de consumo reflejan una recuperación importante, destacando que los indicadores de ventas han exhibido un fuerte dinamismo, producto, en parte, de bases de comparación muy bajas en 2009, pero también con una dinámica propia.

A pesar de todas estas noticias, el Consejero señor Rodrigo Vergara considera que el grueso del análisis indica que el escenario del IPoM sigue siendo válido en cuanto a tendencias, aunque estas estén probablemente algo retrasadas respecto a dicho Informe. En cuanto al escenario externo, plantea que la incertidumbre ha aumentado.



Sobre la base lo anterior, el señor Rodrigo Vergara señala que se puede sostener que el inicio del proceso de normalización de la política monetaria está muy cerca. En su opinión, y basado en los antecedentes aportados, en particular en las turbulencias externas, iniciarlo en esta Reunión es una opción inferior a mantener por ahora la actual situación. No obstante, manifiesta que dado que se le asigna una alta probabilidad a que el escenario de mediano y largo plazo planteado en el IPoM se mantenga, estima que es importante dar un mensaje claro, incluso con un sesgo explícito, que el comienzo del proceso de normalización de la política monetaria se vislumbra muy cercano.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su nivel actual.

Continuando con la votación, el Consejero señor Sebastián Claro señala que la decisión de esta Reunión se enmarca en un contexto de muchas novedades, tanto externas como internas.

Respecto del frente externo, indica que la situación en los mercados financieros ha estado fuertemente influida por la corrida de la deuda soberana de países del sur de Europa, en particular Grecia. Explica que esto ha afectado al sistema bancario europeo y, en menor medida, al norteamericano, aumentando sus costos de financiamiento, tanto de largo como de corto plazo, provocando una caída en el apetito por riesgo, lo que se ha traducido, a su vez, en el aumento sustancial del valor del dólar en el mundo y en una reacción inaudita de las autoridades europeas, tanto con medidas extraordinarias de inyección de liquidez, por un cambio en la composición de los activos del Banco Central Europeo, con mayor preponderancia de bonos de menor calidad, y por promesas muy sustantivas de líneas de financiamiento de los gobiernos.

En opinión del señor Sebastián Claro, el fundamento de lo anterior es la deteriorada situación fiscal en Europa, en parte como consecuencia de paquetes fiscales muy importantes, pero desfinanciados durante los últimos años, lo que explica los anuncios de grandes ajustes fiscales de algunos países europeos.

El señor Claro manifiesta que las consecuencias son variadas. Desde una perspectiva de mediano plazo, plantea que ello podría alterar las proyecciones de crecimiento de Europa, haciendo la salvedad que todavía no se observa con claridad en las proyecciones de consenso, pero que es esperable que así sea. Adicionalmente, estima que es posible que se produzca una reestructuración de la deuda en muchos de estos países, pero que no es claro en qué medida estas pérdidas están incorporadas en los balances de los acreedores. Señala que es posible también que los problemas se mantengan acotados a Europa, más allá de las implicancias sobre el crecimiento mundial, lo que podría provocar un *repricing* del riesgo, favoreciendo activos en países en desarrollo con buenas perspectivas y en buenas condiciones, como Chile. Agrega que esto podría afectar la trayectoria de tasas hacia el mediano plazo.

El Consejero aludido hace presente que, en el corto plazo, la mayor inquietud se concentra en el impacto que la situación en los mercados financieros europeos pueda generar sobre la banca, el costo y disponibilidad del crédito externo y el apetito por riesgo y liquidez en el corto plazo. Al respecto, indica que los mercados externos han estado muy volátiles en las últimas semanas y que las medidas anunciadas el fin de semana han promovido cierta estabilidad.

En relación con el ámbito interno, el Consejero señor Claro destaca que la incertidumbre internacional ha tenido efectos acotados sobre los mercados financieros, lo que se refleja en la evolución del tipo de cambio y de la bolsa. Señala que, a su juicio, no



existe mucha evidencia de un aumento en la demanda por liquidez de la banca más allá de lo que podría interpretarse como el resultado esperado de la eliminación de la FLAP. Asimismo, llama la atención sobre el hecho que el uso de repos ha aumentado sustancialmente y también sobre el aumento observado en el *spread prime-swap* a 1 año, los que, no obstante, no proveen evidencia contundente de efectos mayores en los mercados monetarios domésticos.

Los datos de actividad, prosigue, fueron bastante más negativos que los esperados, lo que confirma que los efectos del terremoto han sido muy grandes. En su opinión, es difícil distinguir en qué medida la menor actividad refleja condiciones acotadas de demanda o restricciones de oferta. Menciona que los menores registros de inflación respecto de los esperados podrían sugerir que el efecto sobre la demanda ha sido significativo, pero que los datos de comercio e importaciones reflejan un importante dinamismo de la demanda interna. En cuanto a las proyecciones de crecimiento e inflación para el año, sostiene que es probable que deban corregirse a la baja, aunque la magnitud de esta corrección es todavía incierta y no debiera afectar en su esencia la evolución esperada de la política monetaria.

Con todo, el señor Sebastián Claro señala que aun cuando las noticias en el último mes han sido variadas, no alteran la necesidad de una normalización de la política monetaria en el corto plazo. En este sentido, indica que ambas opciones planteadas son coherentes con ello, por lo que las consideraciones para la presente Reunión dicen relación con la velocidad de esta normalización, con el peso que se le asigne a la incertidumbre externa y con las expectativas del mercado.

A juicio del señor Claro, la delicada situación internacional y las cifras domésticas sugieren que esperar algunas semanas para comenzar con el proceso de alza de tasas puede entregar información muy útil, que confirme la transitoriedad de los impactos del terremoto, que permitan decantar en algo la incertidumbre proveniente del exterior y que permita avizorar mejor la trayectoria de la inflación en adelante. Manifiesta que la alternativa de comenzar a subir la tasa hoy es válida, pero que parece prudente esperar para calibrar con mayor nitidez la velocidad del ajuste monetario requerido hacia el mediano plazo y comunicarlo al mercado. Agrega que esperar no puede ser un ejercicio eterno, pero que mantener la tasa en esta ocasión no pone en cuestión la pronta normalización de la política monetaria en el corto plazo. En este sentido, estima que no es posible descartar que en la medida que la incertidumbre externa amaine y que los datos internos confirmen la recuperación de la actividad y una mayor tendencia de la inflación, una normalización rápida de la política monetaria pueda justificarse.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro señala que vota por mantener la tasa en su nivel actual y comunicar al mercado que es probable que el proceso de normalización de la política monetaria comience en el corto plazo.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, y destaca que las noticias del último mes están marcadas principalmente por la crisis griega y sus implicancias para Europa y otras regiones del mundo. Indica que estos desarrollos han tenido efectos en los mercados financieros, los que han mostrado una marcada volatilidad, y que todo ello ha servido para poner de manifiesto los problemas estructurales que persisten y que se ciernen como factores de riesgo para el escenario global. Agrega que el deterioro fiscal y la debilidad de los bancos en Europa son dos problemas que han estado muy presentes en esta coyuntura.

El señor Enrique Marshall señala que la recuperación de la actividad real a nivel global se muestra bastante firme hasta ahora, sin perjuicio de las diferencias entre



regiones y países, y que lo más probable sea que la recuperación real siga acompañada de cierto grado de volatilidad financiera. Menciona que la incertidumbre en varios aspectos es todavía elevada y que los ajustes fiscales requeridos serían mayores que los procesados con anterioridad, lo que podría afectar las perspectivas de crecimiento en el mediano plazo, especialmente en el mundo desarrollado.

El señor Marshall hace presente que a lo anterior se agrega que varias economías, principalmente emergentes, ya han iniciado la normalización de la política monetaria o lo harán próximamente, mientras que los países más avanzados permanecen con tasas en niveles extremadamente bajos y que es probable que posterguen el retiro del estímulo monetario como resultado de los últimos acontecimientos.

Al continuar, el Consejero señor Marshall señala que las tensiones en los mercados financieros externos han tenido efectos acotados en el frente interno, que el riesgo soberano subió levemente y que la bolsa y el peso reaccionaron también con bastante moderación, todo lo cual da cuenta de la percepción de fortaleza que los mercados tienen sobre la economía nacional.

El señor Marshall manifiesta que si bien estos desarrollos han despertado alguna preocupación, la atención interna ha seguido muy concentrada en los efectos y alcances del terremoto sobre la actividad y la inflación. En materia de actividad, menciona que los registros informados han estado por debajo de lo esperado en el escenario central, reconociendo que se sabía, eso sí, que era difícil anticipar con precisión la evolución de la actividad en los meses inmediatamente siguientes y que, en el corto plazo, los sesgos estaban más bien inclinados a la baja.

El señor Marshall destaca que es la demanda interna la que ha registrado mayor vigor, detallando que creció de forma importante hasta febrero pasado, sufrió un choque con el terremoto y que, según varios indicadores, se estaría recuperando con bastante rapidez, lo que se reflejaría en el aumento que están experimentando las importaciones. Plantea que este es un desarrollo que debe ser monitoreado.

Con todo, expresa que las perspectivas de crecimiento de mediano plazo no se han visto modificadas sustancialmente, aun cuando está presente el riesgo de que una parte del crecimiento esperado para este año se postergue para el siguiente.

El señor Enrique Marshall agrega que el sistema financiero local sigue entregando señales de normalización, lo que se deduce de la evolución tanto de las tasas como de los agregados, pero que, sin embargo, la demanda por crédito sigue exhibiendo cierta debilidad.

En materia de inflación, indica que los registros de los últimos dos meses han sido menores que los anticipados y que, como resultado, las proyecciones de corto plazo se han ajustado levemente a la baja. Sin embargo, manifiesta que la trayectoria esperada en el mediano plazo no ha cambiado de forma importante.

Hace presente también que las expectativas para la TPM han tenido ajustes que sugieren el próximo inicio del proceso de normalización, no obstante lo cual la mayoría de los analistas espera que ello no ocurra en esta Reunión.

En suma, el Consejero aludido señala que el escenario ha experimentado cambios, principalmente por un aumento o rebalanceo de los riesgos, pero que las trayectorias de mediano plazo que se visualizan para la actividad y la inflación no parecen distintas de las que se proyectaban con anterioridad. En esa perspectiva, estima que el inicio del proceso de normalización de la política monetaria se aproxima con claridad. Si ello es así, considera que lo que corresponde es decidir si esta normalización debe o no



comenzar en esta Reunión, reconociendo que la verdad es que existen buenos argumentos a favor de una y otra posición y que, por tanto, la decisión no fluye con entera facilidad.

El señor Enrique Marshall declara coincidir con la Minuta de Opciones, en el sentido que las opciones plausibles son mantener o subir la tasa en 25 puntos base. En su opinión, la distancia en puntos base entre una y otra opción no parece excesiva, pero que, sin embargo, el inicio del proceso de normalización tiene connotaciones e implicancias que deben ser bien ponderadas. Por esta razón, sostiene que la decisión que el Consejo tiene por delante no es menor. Al respecto, señala que se puede argumentar, por un lado, que existe cierta brecha respecto de la tasa neutral y que, en el escenario más probable, la economía adquirirá velocidad en el curso del próximo año, de manera que resulta prudente adelantarse a las expectativas del mercado y comenzar el proceso de normalización de inmediato. Por otro lado, indica que se puede sostener que la evolución del escenario interno ha generado cierto espacio para postergar el inicio del ciclo de ajuste. Plantea que a ello se puede agregar que las tensiones observadas en el frente externo se encuentran aún en desarrollo y que sus implicancias son aún inciertas, y que, en ese cuadro, no parece conveniente introducir una sorpresa iniciando el proceso de normalización antes de lo que el mercado espera.

Sopesando todos estos argumentos, el Consejero señor Enrique Marshall declara inclinarse, finalmente, por no innovar en esta Reunión, votando, por tanto, por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

Al continuar con la votación, el señor Presidente concede la palabra al Vicepresidente, señor Manuel Marfán, quien agradece, en primer término, el análisis del *staff*.

El señor Manuel Marfán manifiesta hacer suya la lista de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenida en el punto 2 de la Minuta de Opciones, excepto por los dos siguientes puntos. En primer lugar, aclara que las turbulencias financieras originadas en la Zona Euro habrían llegado a un *peak* la semana anterior solo en el escenario externo más probable, pero que no puede descartarse un escenario de agravamiento financiero con una probabilidad no despreciable. Al respecto, hace el alcance que aunque la intención de la redacción sea la misma que la que está señalando, el término *peak* es traducible como máximo, lo que, a su juicio, podría interpretarse de manera complaciente. En segundo lugar, señala que en el IPoM se proyectaba un crecimiento de la demanda interna de 12,4% para este año, que la actualización del crecimiento anual para los tres primeros trimestres sería de 11,1; 17,4 y 18,4%, respectivamente, y que para compatibilizar ambas proyecciones, el crecimiento anual de la demanda interna del cuarto trimestre de este año debiera ser de 3,2% o, lo que es equivalente, debiera contraerse fuertemente en términos desestacionalizados respecto del tercer trimestre. Así, estima que la demanda interna estaría más bien en una trayectoria desalineada con las proyecciones del Banco y que de mantener en el cuarto trimestre el sesgo que se observaría en los tres primeros, la demanda interna para el conjunto del año estaría creciendo algo más de 15%, en torno a 3 puntos porcentuales sobre lo proyectado, imponiendo un piso elevado para el próximo año. Respecto de las cifras mencionadas, el señor Marfán solicita expresamente que se excluyan de la Minuta, porque son de carácter interno, no obstante lo cual pide que se mantenga la esencia del argumento.

El señor Vicepresidente declara coincidir con la Minuta de Opciones en cuanto a que la decisión de la presente Reunión está entre mantener o subir en 25 puntos base la tasa de política o, lo que es lo mismo, entre mantener la política monetaria en su máxima instancia de expansividad o comenzar a reducirla.



En el corto plazo, el señor Marfán señala que la actividad ha sufrido hoy día más que lo previsto en el IPoM, pero que, como contrapartida, se prevé una recuperación también más rápida. En otras palabras, indica que es un bache más profundo, pero que después también se sale de él a un nivel relativamente similar en el corto plazo. Agrega que la inflación, en tanto, no muestra desviaciones respecto de lo proyectado en el corto plazo.

El señor Manuel Marfán manifiesta que su principal preocupación tiene que ver más bien con el *outlook* de mediano plazo, el que, a su vez, depende de la evolución del ciclo económico. Desde esa perspectiva, indica que ve preocupante la evolución de la demanda interna. Plantea que los riesgos respecto de la evolución de la demanda interna parecen ser también al alza, porque la variación de inventarios que se preveía para este año sería prácticamente una cifra menor y, por lo tanto, esta demanda interna con y sin variación de inventarios sería similar. Sostiene también que el próximo año habría acumulación de inventarios, es decir, que estarían por debajo de lo deseado, lo que constituye un elemento de expansividad adicional que sería complejo. Al respecto, recuerda que el último IPoM suponía que si bien la demanda interna crecía rápido, tenía un componente de aumento de inventarios este año, mientras que esto, en cambio, sería como gasto puro en consumo y formación bruta de capital.

Respecto de la política fiscal, el señor Marfán formula dos precisiones previas. En primer lugar, señala tener la más alta confianza en las autoridades actuales, recalcando que difícilmente podría tener más confianza de la que tiene hoy; y, en segundo lugar, que el Ministerio de Hacienda y el Banco Central son los socios naturales en materia de equilibrio macroeconómico, porque en esa lucha ambos están en la misma posición. Sin embargo, señala advertir dos riesgos respecto del plan de reconstrucción que pueden depender de la capacidad del Gobierno de empujarlo, pero que no dependen solamente de la capacidad y voluntad del mismo. La primera, es que pudiera haber un eventual retraso en la aprobación del proyecto de financiamiento respecto de lo previsto, en cuyo caso se tendría un período más largo de gasto mayor y un período más corto de financiamiento interno. Explica que eso, en situaciones equivalentes en el pasado, en ejercicios de simulación, mostraba tener un componente de disrupción sobre la demanda interna relevante. En segundo lugar, manifiesta alegrarse de las noticias del Ministro respecto de los avances obtenidos esta mañana en la Cámara, pero que hasta antes de la presente jornada se advertía en los medios una situación muy maleable en las opiniones que, adicionalmente a las del Ejecutivo, influyen en la aprobación del proyecto. Por lo tanto, manifiesta que su deseo es —y declara saber que también es la voluntad del Ejecutivo— que se apruebe el proyecto lo más rápidamente posible y de la manera que asegure y garantice el mejor financiamiento posible desde la perspectiva macroeconómica para el esfuerzo de reconstrucción, pero que los riesgos en caso de no darse son al alza de la demanda interna.

Frente a ello, el señor Manuel Marfán considera que es importante, por lo tanto, contener a tiempo, desde la posición del Banco, las presiones sobre la demanda interna. Señala que, más bien por razones tácticas, estima que no es conveniente subir la tasa en la presente Reunión, por lo que votará por mantenerla, a pesar de que toda su argumentación apunta en esa dirección. No obstante, indica que aunque una parte del mercado sí cree que el Consejo pueda subirla, constituye solo una fracción mínima y, por lo tanto, tendría un elemento más bien de sorpresa. Estima también que la primera alza después de un período tan largo de mantener la tasa no es una decisión cualquiera, porque claramente es darle el vamos a un proceso de normalización. Agrega que lo que sí sería importante es señalar muy claramente en el Comunicado que el próximo movimiento es claramente al alza, lo que será más temprano que tarde, y que, por lo tanto, se requeriría ir señalizándola, de tal forma que cuando ocurra no haya un elemento que sorprenda innecesariamente al mercado.



En virtud de lo anterior, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, manifiesta que su voto es por mantener la tasa en su nivel actual, pero introduciendo en el Comunicado un sesgo al alza explícito.

Para finalizar con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que los registros inflacionarios han sido menores que los esperados en el último par de meses y que algo similar ha estado ocurriendo con la actividad económica. No obstante, y tal como se señalara en el último IPoM, indica que estas cifras deben analizarse con cautela, pues están muy influidas por los efectos de corto plazo del terremoto. Asimismo, y tal como lo indicara el escenario de riesgos, recuerda que la actividad estaba sesgada a la baja por estos mismos hechos. En suma, manifiesta que eso es lo que se observa de los muy bajos registros de la actividad industrial y que, tal como se señalaba y fue discutido en las presentaciones del *staff*, indican que lo que ha ocurrido es una caída por el lado de la oferta de la capacidad de producción, lo cual cierra las brechas.

El señor Presidente destaca que lo que sí parece ser una tendencia relativamente robusta es que la economía chilena tendrá un positivo dinamismo a partir del segundo semestre, producto de los esfuerzos de reconstrucción y de una política monetaria altamente expansiva. En su opinión, este dinamismo debiera asegurar la convergencia de la inflación a su meta en un escenario donde la política monetaria deberá ir normalizándose. Plantea que la evidencia más sólida al respecto es el dinamismo de la demanda agregada, la que no ha podido ser satisfecha con producción local, en parte por los efectos del terremoto.

Por lo tanto, el señor José De Gregorio indica que la pregunta central que se debe analizar en la presente Reunión es cuándo comenzar este proceso de normalización. Al respecto, afirma que es efectivo que el Consejo no solo enfrenta un escenario con algo de menores presiones inflacionarias, sino que además han aparecido, ciertas señales de preocupación en el entorno externo que pudieran debilitar la recuperación de la economía mundial y tensionar los mercados financieros globales. Comenta que las repercusiones de estos eventos sobre la economía local han sido muy limitadas, de modo que, partiendo de una situación con una política monetaria muy expansiva, no parecieran ser argumentos suficientes para pensar que la trayectoria futura de la política monetaria tenga que verse significativamente alterada. Además, indica que de deteriorarse el ambiente financiero global y con repercusiones relevantes a nivel interno, el Banco Central tiene las herramientas suficientes para abordar tensiones financieras, tal como lo ha hecho durante la crisis financiera internacional.

Por lo tanto, a juicio del señor Presidente, la pregunta central sigue siendo si se debiera comenzar la normalización monetaria en esta Reunión o esperar un mes más. Señala que la respuesta no es obvia, pero que ahora se tiene una ventana de oportunidad de comenzar el período de normalización. Al respecto, indica, en primer lugar, que no se puede descartar que en los trimestres siguientes se observen presiones inflacionarias mayores, las que desde el punto de vista de manejo de riesgos cree que es el más importante que se tiene que enfrentar. Agrega que no se están enfrentando *shocks* externos severos y de persistencia incierta, como ocurrió durante el período de aceleración inflacionaria del 2007-2008, sino que ahora sería una respuesta a un escenario interno de mayor dinamismo, que es el que efectivamente se espera se materialice con vigor a partir del segundo semestre. Estima que sería negativo para la conducción de la política monetaria acelerar el proceso de normalización ante un escenario inflacionario más complejo y destaca que el Consejo tiene la oportunidad de liderar el proceso de alza de tasas antes que sea algo evidente y urgente. A lo anterior, añade que esperar un mes podría llevar al Consejo a evaluar seriamente subir 50 puntos base el próximo mes, lo que sería, además, un día antes de presentar el IPoM ante el Senado. Manifiesta que es claro que puede ocurrir lo contrario, esto es, que las presiones



inflacionarias estén más contenidas, en cuyo caso no se pierde la opción de atenuar el ritmo de ajuste de la tasa de interés. En su parecer, detener el proceso de normalización a niveles de tasas de 1 ó 2% no le quita expansividad a la política del Banco, mencionando que, de hecho, se está con un nivel de tasas que ciertamente es muy bajo dadas las perspectivas actuales y que se tiene un espacio de ajuste, donde las condiciones financieras debieran seguir siendo muy favorables por un tiempo muy prolongado.

El señor José De Gregorio se refirió también a una cierta discrepancia que existe entre las encuestas y los precios de mercado del mercado *swap* respecto de las expectativas. Hace presente que, en su mayoría, las encuestas de analistas económicos y financieros no prevén alza de tasas en esta Reunión, aunque sí los operadores del mercado *swap*. Indica que lo no debería ser una sorpresa, ya que esos operadores son quienes sí han internalizado el cambio de la oferta de la FLAP que debía haber ocurrido el lunes 10 de mayo y que lo hará el lunes próximo, de manera que no es sorprendente que ellos hayan visto en dicha decisión que el Banco Central estaba abriendo espacio para empezar el proceso de normalización.

Por lo anterior, y basado en la necesidad de que el Banco se cubra ante riesgos en diversas direcciones, el señor Presidente estima que el costo de subir la tasa de interés es menor comparado con sus beneficios, razón por la cual su preferencia es por subir la tasa en 25 puntos base, a un nivel de 0,75%. Agrega que ello se ve reforzado por los argumentos dados previamente por el *staff*. No obstante, y habida consideración de la discusión que lo precedió, señala que le parece aún más valioso en la presente Reunión tener una decisión lo más consensuada posible. Asimismo, dado que no cree que mantener la tasa sea una decisión negativa, es que su decisión final es sumarse a la mayoría, apoyando la decisión de mantener la tasa de interés en 0,5%, con un sesgo al alza.

Por lo tanto, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que, por unanimidad, el Consejo mantiene la tasa en 0,5%, agregando que entiende que habría una mayoría por poner un sesgo al alza.

Finalizada la votación, y antes de que el Ministro de Hacienda se retire de la Sala de Consejo, el señor José de Gregorio le expresa sus felicitaciones por el proyecto de reconstrucción y le desea mucho éxito en su aprobación. Asimismo, y tal como lo señaló el señor Vicepresidente precedentemente, señala la satisfacción para el Banco que dicho plan pueda tener una temprana solución y aprobación. Por otra parte, hace presente al señor Ministro que, por política del Banco, en los comunicados de la RPM no se hacen evaluaciones de la política fiscal, porque ello, sin duda, podría hacerle entrar en una dinámica que sería compleja en otros escenarios. En todo caso, aclara que quedará expresa constancia en el Acta de la presente Reunión que el Banco Central de Chile está muy satisfecho y contento con el éxito del plan fiscal para la reconstrucción y que le desea que este éxito continúe en la etapa de aprobación del mismo.

154-01-100513 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

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 0,50% anual.



En el ámbito externo, la elevada volatilidad en los mercados ha sido mitigada por los anuncios fiscales y de apoyo financiero en Europa. Las perspectivas de crecimiento global siguen siendo favorables, pero los efectos de las turbulencias financieras recientes sobre la actividad mundial son aún inciertos. Los precios del cobre y del petróleo han disminuido, pero se mantienen en niveles históricamente altos.

En el plano interno, la información disponible de actividad sugiere que los efectos inmediatos del terremoto fueron mayores que los previstos. Los indicadores de demanda, en tanto, muestran un dinamismo superior al contemplado en el Informe de marzo. Las condiciones crediticias han continuado normalizándose. El desempleo ha seguido disminuyendo.

En abril, el IPC tuvo un aumento algo menor que el previsto por el mercado y las expectativas privadas de inflación a plazos más largos son congruentes con el escenario base del IPoM.

El Consejo considera que se acerca el momento de iniciar el proceso de normalización de la política monetaria. Junto con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:25 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe