



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 155 celebrada el 15 de junio de 2010

En Santiago de Chile, a 15 de junio de 2010, siendo las 9:00 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; 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° 155, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2010 para el día 16 de dicho mes.

Informa que el señor 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, mencionando los hechos destacados desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). Al respecto, señala que los mercados financieros continúan altamente volátiles, mostrando en el margen alguna recuperación y, de hecho, una caída en volatilidad; que la liquidez de los mercados monetarios se mantiene estrecha; que el ajuste por primas de riesgo se focaliza fundamentalmente en Europa, con un acotado impacto en economías o mercados emergentes; y que la actividad mantiene una senda de recuperación, aunque su ritmo se prevé más pausado en adelante.

Respecto de los *Credit Default Swaps* (CDS), el señor Lehmann se refiere especialmente a lo que está aconteciendo en Europa, centro de la tensión durante los últimos meses, donde estos han registrado una mínima caída en el margen, a pesar que las turbulencias siguen presentes. Hace notar particularmente el caso de Grecia, donde los CDS continúan en torno a los 750 puntos base y porque, precisamente el día anterior, Moody's rebajó su clasificación de riesgo, confirmando que la situación griega sigue vulnerable. Agrega que en el resto de las economías de Europa, los CDS muestran un retroceso muy marginal y una senda de alza en las últimas semanas, y que el *spread* sobre bonos alemanes registra un comportamiento similar.

El señor Sergio Lehmann hace presente que los CDS del sector bancario también han aumentado en el margen y registran una ligera caída en los últimos días. Destaca que los CDS para bancos europeos no difieren mucho de lo observado hacia fines del año 2008, mientras que para los bancos norteamericanos están muy por debajo de la situación de alto estrés que se vivió en ese momento. En cuanto a *spreads* de *High Yield* y premios corporativos de empresas clasificación A, el señor Gerente añade que ambos han experimentado un pequeño aumento, pero su nivel actual es significativamente inferior al observado hacia fines del 2008. En el caso particular de los bonos A, especifica que el *spread* bordea los 120 puntos base y el de los *High Yield*, los 700 puntos base.

El Consejero señor Sebastián Claro llama la atención que aun cuando el aumento que exhiben los CDS de los bancos norteamericanos durante la última semana es bastante significativo y muy similar al de los bancos europeos, la discusión no ha estado centrada necesariamente en la exposición de los bancos norteamericanos al riesgo soberano europeo o a los préstamos interbancarios europeos, sino que ha estado enfocada principalmente en los bancos de ese continente. Sobre el particular, pregunta qué podría estar explicando el aumento de los CDS de los bancos norteamericanos en este momento y si acaso la respuesta es que tienen mucha exposición a los bancos europeos en préstamos interbancarios.

El señor Lehmann responde que, en su opinión, la exposición de los bancos norteamericanos es bastante limitada a lo que está ocurriendo en Europa, pero que, igualmente, se produce un cierto efecto de contagio. Agrega que, de hecho, la



situación de los bancos americanos todavía sigue siendo frágil y que la estrechez de liquidez también se ha traducido, de alguna manera, en los mercados americanos.

Con respecto al alza de los CDS, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que debe tenerse presente que Europa venía registrando CDS más bajos y que luego experimentaron una fuerte alza. Destaca que con ese nivel, los bancos europeos enfrentan serios problemas y que los americanos simplemente colapsan. El Consejero señor Enrique Marshall añade que, a su juicio, también hay una relación por el lado del fondeo y no solo por el de las carteras, porque los eurodólares se generan en Europa y son importantes para los bancos norteamericanos, por lo que, al final, la integración es significativa.

El Gerente de Análisis Internacional continúa, refiriéndose a los mercados bursátiles. Indica que las bolsas tendieron a caer durante el último mes y que luego, durante las últimas semanas, esa caída se revirtió marginalmente, en particular en las bolsas de América Latina, que tuvieron la mejor *performance* durante ese periodo. En cuanto a la volatilidad, informa que después de alcanzar niveles en torno a 40% hace un par de semanas, ha tendido a moderarse en algún grado, y que si bien hoy día está marginalmente bajo 30%, su nivel supera su promedio histórico, de 15% aproximadamente. Para resumir, indica que la volatilidad se mantiene, aunque se reduce en el margen.

El señor Sergio Lehmann comenta que las tasas de interés de largo plazo se mantienen reducidas, bajo un escenario de incertidumbre que se mantiene y expectativas de nuevas postergaciones de alzas de la tasa rectora en Estados Unidos y en la Zona Euro.

Respecto de lo que ha estado ocurriendo en otros mercados, menciona que las emisiones de *Commercial Papers* en Estados Unidos registraron una leve caída, se recuperaron tras las medidas que adoptó el gobierno norteamericano, pero luego han tendido a mantenerse estables y, por cierto, muy por debajo de los niveles que se observaron en periodos de mayor normalidad, como en los años 2007 y 2008. Añade que las emisiones de *Asset-Backed Commercial Papers*, esto es, aquellos títulos que utilizan *Commercial Papers* como colaterales, también están en niveles bastante reducidos respecto de sus niveles históricos. Los *spreads* de estos instrumentos, por su parte, presentan un aumento marginal en las últimas dos semanas comparado con lo que se observó durante el periodo 2008 -2009, generando una cierta mayor preocupación. Complementa que las nuevas emisiones de deuda de empresas, que habían mostrado alguna recuperación a principios del presente año, anotan una caída en el margen, particularmente en el caso de instituciones no financieras y financieras, lo que da cuenta justamente de la fragilidad que aún exhiben los mercados norteamericanos.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, señalando que los premios por riesgo de países emergentes tendieron a aumentar, pero de manera acotada, destacando el caso de Turquía, cuya exposición es mayor que la de Europa en general. Agrega que las emisiones de bonos de economías emergentes se mostraron bastante sólidas y registraron una suerte de recuperación, particularmente en el caso de bonos corporativos, y que en el caso de emisiones por región se observó una situación bastante balanceada, en general. Aclara que dicha situación fue la que prevaleció hasta el 15 de mayo, por lo que no recoge probablemente la mayor turbulencia que se observó en los mercados financieros a contar de esa fecha, cuando se agudizó la situación de fragilidad de Europa.



En relación con las paridades, el señor Sergio Lehmann indica que el dólar se mantuvo estable en términos multilaterales, pero volvió a apreciarse respecto del euro y registró alguna reversión en el margen en los últimos 2 ó 3 días. Informa que algo similar ocurrió con las paridades de las economías emergentes, que tendieron a debilitarse primero y a fortalecerse en los últimos días.

El señor Sergio Lehmann destaca a continuación el significativo aumento de los premios por liquidez tanto en Estados Unidos como en la Zona Euro, en especial para plazos más largos. Al respecto, detalla que los *spread Libor – OIS* en Estados Unidos tendieron a estrecharse semanas atrás, estabilizándose en los últimos días, y que a plazos más largos, esto es, a 6 meses, se observa una mayor estrechez de liquidez. Comenta que Europa exhibe una situación parecida, que en el Reino Unido la situación de estrechez de liquidez es algo más acotada, y que se mantiene una situación similar a la observada en los últimos meses. Agrega que en el caso de Canadá, simplemente para tener una visión de una economía más sólida en materia de mercados financieros y desarrollo económico, el movimiento o la estrechez de liquidez es bastante más acotado.

En materia de tasas de interés, el señor Lehmann hace presente que los movimientos esperados en las tasas de política monetaria han tendido a postergarse o a ser más moderados. Señala que hay algunas excepciones, como Nueva Zelanda y Canadá, cuyas TPM presentan movimientos recientes. En Estados Unidos, por el contrario, los aumentos de tasas se registrarían no antes del segundo trimestre del próximo año, en Europa casi a fines 2011, que el Reino Unido también exhibe una ligera postergación de este movimiento, mientras que Japón hace bastante tiempo que no la ha modificado.

Explica, asimismo, que a fin de conocer lo que se está observando en otras economías mundiales en cuanto a tasas de instancia monetaria, particularmente en las economías emergentes, se tomó la misma lectura de expectativas de tasa y se sacó un promedio simple por región. Informa que este ejercicio arrojó para América Latina una ligera postergación en los movimientos de alza y algo parecido en Europa emergente, más influenciado, en este caso, por las turbulencias que afectan a los mercados financieros europeos, mientras que en Asia y Oceanía se espera un ligero movimiento al alza, que se adelantaría respecto de lo que se proyectaba hace algún tiempo.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al caso de América Latina y consulta qué es lo que determina la ligera postergación de alzas, porque la discusión que se lee hoy no va necesariamente en la dirección que se ha señalado, citando el caso de Brasil, donde se observa una velocidad de normalización relativamente normal. Agrega tener la impresión de que esta situación no ha cambiado mucho en dos meses, lo mismo que en el caso de Perú.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que eso está matizado también por el hecho de que, en general, el nivel de las tasas es más alto en las economías emergentes, situándose hoy entre 3 y 4,5%. A su juicio, si la tasa rectora está en 4%, se puede hacer una pausa y esperar, mencionando que no es lo mismo postergar una decisión de alza de tasa si esta es levemente superior a 0%, que hacerlo cuando es de 4%; son dos decisiones distintas. Añade que sí llama la atención que la TPM promedio de las economías emergentes sea de alrededor de 4%, porque entiende que ha estado a un nivel mucho más bajo, pareciéndose a la situación de las economías desarrolladas.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, indica que se debe considerar que el señor Lehmann se refirió a un promedio simple. Explica que en América



Latina hay una cierta heterogeneidad, citando, a modo de ejemplo, que Colombia ha estado más bien en una postura de una política monetaria más laxa. Respecto de Brasil, indica que ha venido subiendo sus tasas, pero en un contexto en que partió algo rezagado, destacando que el discurso ha sido bastante más agresivo que la acción y que lo que ha estado esperando el mercado hace tres meses.

El señor Sergio Lehmann aclara que en el caso de Brasil, en particular, se esperan alzas adicionales durante el último trimestre del año y también durante el próximo. Añade que hay algunos cambios tal vez en el margen respecto del ritmo esperado de estas alzas, esperándose, por cierto, una normalización en los países latinoamericanos en general.

En cuanto a las expectativas de inflación, el señor Lehmann informa que no hay cambios significativos respecto de la última RPM, ya que solo hay algunos aumentos en el margen para Asia, excluido Japón, y para el 2011 no se advierten cambios muy importantes.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, refiriéndose a los indicadores de actividad. Destaca que la producción industrial y el mercado laboral continúan entregando señales positivas, aunque el ritmo de recuperación se ha moderado. Indica que en el caso de la producción industrial, se observan algunas reducciones en el margen, como en el Reino Unido; curvas tal vez algo más planas en las economías desarrolladas; y en las economías emergentes, en tanto, un cierto aplanamiento en la recuperación, como es el caso de México y China, mientras que el último dato de Brasil da cuenta de una ligera caída. Señala que en materia de creación de empleos sucede algo parecido, citando el caso particular de Estados Unidos, que está influido por la contratación asociada al censo que se va a llevar a cabo próximamente.

Respecto del escenario de crecimiento, indica que se registra una recuperación algo más moderada que en el Informe de Política Monetaria IPoM de marzo.

Hace presente, además, que los *commodities* muestran reducciones importantes, con caídas en todos los agregados y, particularmente, del trigo y el maíz, destacando la sola excepción de la celulosa, que anotó un aumento de 2% durante el último mes. Agrega que desde una perspectiva u horizonte algo más extenso, se observan caídas y algunas recuperaciones en el margen, como la del cobre, cuyo precio ha aumentado en los últimos 2 ó 3 días. Menciona, asimismo, que las proyecciones de los precios de *commodities* se han ajustado marginalmente para el año 2010 respecto de la RPM de mayo, siendo algo más importante el ajuste hacia el 2011, porque la recuperación que se está previendo para el próximo año sería más moderada que lo proyectado hace algunos meses.

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

El Consejero señor Enrique Marshall señala que al analizar algunas variables en perspectiva, como acaba de hacerse en la presentación, da la sensación que las turbulencias del último mes, más moderadas o menos dramáticas quizás, aparecieron cuando nos encontrábamos en medio de ellas, por lo que aparece, entonces, una clara diferencia respecto de lo que ocurrió en septiembre del 2008. Agrega que la recuperación que se observa hoy sugiere que hay una fuerza central que está empujando la economía del mundo hacia adelante, entregando una visión algo menos dramática que la prevaleciente cuando se estaba en medio de ella.



El Presidente, señor José De Gregorio, declara compartir plenamente lo expuesto. No obstante, indica que no quisiera pensar que la actual coyuntura tiene algún parecido con aquella de Bearn Stearns y Lehman Brothers., cuando alrededor de julio del año 2008, la situación era difícil y los *spreads* eran altos. El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala no recordar exactamente lo que sucedió en ese periodo en términos económicos, pero destaca que hoy, todos los datos son positivos o, incluso, mejores que lo esperado.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que, a su juicio, los datos sobre fricciones en el mercado financiero y en la banca europea no se han normalizado mayormente, por lo que habría que tomar con cautela los *spreads* de los bancos y de los mercados monetarios europeos, entre otros. Reconoce que las tasas no han seguido aumentado en la misma magnitud que a fines o a principios de mayo, pero estima que ello no es suficiente para estar tan optimistas.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, plantea que hay ciertos indicadores cuyos promedios no entregan suficiente información, citando, a modo de ejemplo, el caso del CDS promedio de los bancos europeos, que daría cuenta de una estabilización, pero que no reflejaría la dispersión que puede haber entre los países de ese continente. Señala compartir el hecho que el escenario más probable es tranquilizador; no obstante, estima que hay que tratar de detectar dónde estarían las mayores vulnerabilidades, porque la probabilidad de que se desencadene un evento con efectos dominó no es, a su juicio, despreciable.

Respecto de ese tema, el señor Gerente de División Estudios considera que hay dos gráficos que son de utilidad. El primero, sobre el VIX, que muestra que los niveles actuales de volatilidad bursátil son parecidos a los que se registraron justo antes del problema de Bearn Stearns, esto es, en el periodo inmediatamente anterior a marzo de 2008, agregando que, en términos históricos, son niveles superiores a los registrados en el periodo de la gran moderación. Manifiesta que esta información se puede leer positiva o negativamente, porque el hecho de que haya alta volatilidad lleva a ser más precavidos y evita comportamientos demasiados agresivos en términos de toma de riesgos, pero, por otra parte, puede significar que hay vulnerabilidades no resueltas. Plantea que con los *spreads* bancarios ocurre algo similar, ya que los niveles actuales superan a los observados a mediados del 2007, cuando comenzó a desatarse la crisis *subprime*, lo que es favorable, porque no se vuelve a percibir que los riesgos bancarios sean inexistentes y porque hoy día se está algo por debajo de lo observado entre julio de 2007 y marzo del 2008, es decir, no se está en una situación parecida a la que se vivía en el momento en que quebró Bearn Stearns. A su juicio, ambas perspectivas se podrían ver ahora con cautela.

El Presidente, señor José De Gregorio, complementa, informando que hoy los bancos centrales están aplicando medidas de provisión de liquidez muy distintas de las que se aplicaron después de Bearn Stearns.

Con respecto a la pregunta del Consejero señor Sebastián Claro, de por qué los bancos norteamericanos reaccionan igual que los europeos, el señor Gerente de División Operaciones Financieras señala que en Europa hay bancos AAA y muchos bancos AA, mientras que en Estados Unidos hay muchos bancos, pero bancos pequeños, donde todos son A o menos que A, salvo Wells Fargo y JP Morgan, que son AA. Dado eso, y probablemente por el tipo de banco o fuente de información que consideró el señor Lehmann, piensa que se compararon bancos AA europeos con bancos estadounidenses



A o menos de A y, por lo tanto, probablemente frente a una turbulencia en Europa, los bancos norteamericanos también van a verse afectados. Para resumir, la reacción al unísono de bancos europeos y norteamericanos obedecería a que en Estados Unidos el número de bancos AA es insuficiente para contrarrestar lo que acontece en Europa.

No habiendo más comentarios, el Presidente, señor José De Gregorio, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El señor Claudio Soto inicia su presentación, señalando que el Imacec de abril sorprendió al Banco Central y al mercado, porque fue bastante mayor que el esperado. Indica que este dato tuvo cierta heterogeneidad, ya que el de industria fue alrededor de tres puntos porcentuales superior al previsto por la Gerencia a su cargo y porque la diferencia fue aún mayor en comercio y servicios en general.

Respecto de la industria, informa que se recuperaron los sectores que fueron menos afectados por el terremoto, retomando niveles incluso algo mayores que los que registraban antes del 27 de febrero, mientras que aquellos que fueron más afectados por esa catástrofe han estado recuperando sus niveles, pero todavía bastante lejos de los alcanzados antes de dicho evento.

En cuanto a las exportaciones, hace presente que los datos de la primera semana de junio dan cuenta que las exportaciones industriales se han venido recuperando de manera importante, tanto en términos reales como nominales.

El sector comercio, continúa, registra un aumento bastante generalizado en el mes de abril. Al respecto, menciona que una hipótesis sería que parte de este aumento obedecería a un cierto traslape de las cifras desde marzo hasta abril, es decir, que en marzo no se habría contabilizado toda la actividad comercial o habría habido ciertas postergaciones que recién se registraron en abril; de hecho, hace notar que se observa una cierta caída en marzo y una fuerte recuperación en abril. Con todo, destaca que el comercio presenta un dinamismo fuerte y generalizado, que no se circunscribe solamente a la venta de televisores y de las grandes tiendas, sino que incluye el comercio mayorista, minoristas y distintos tipos de bienes. Sostiene, asimismo, que las ventas de automóviles cayeron en marzo, pero volvieron a recuperar un dinamismo bastante importante en abril y en mayo.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en materia de ventas de automóviles, resulta difícil argumentar que el terremoto pudo haberlas impulsado. El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comenta que los *stocks* se agotaron en el primer trimestre, la gente efectuó reservas y luego llegaron las importaciones. El Gerente de División Estudios agrega que en el caso de los automóviles y de las viviendas ocurrió algo similar, porque el terremoto produjo una suerte de congelamiento de la decisión de gasto en estos bienes y que, de hecho, se produjo un frenazo en sus ventas en marzo, las que luego recuperaron, de cierta manera, la tendencia que traían previamente.

El señor Claudio Soto prosigue, manifestando que en materia de indicadores de consumo, las ventas del comercio al por menor, que es un indicador del INE que se sigue en Cuantías Nacionales para hacer un seguimiento más fino de ese sector, muestran, al igual que las cifras del Servicio de Impuestos Internos, una fuerte recuperación en abril. Destaca que no solo el componente durable registró un significativo aumento en dicho mes, sino que también el componente no durable, y todo ello en un contexto en que las expectativas de los consumidores todavía no son del todo optimistas;



de hecho, informa que el indicador es algo pesimista y que las series desestacionalizadas suben levemente respecto del mes previo, bordeando el pivote de 50.

En materia de importaciones, señala que se ha observado un fuerte repunte y luego una leve atenuación en el margen. Menciona, en especial, el gran aumento que registraron las importaciones de combustibles con ocasión del terremoto, así como también el alza de las importaciones de bienes de consumo, que reflejó claramente el efecto sustitución de importaciones por producción doméstica. Aclara que ello no implica que se esté enfrentando un adelantamiento de las decisiones de consumo, como si es el caso de las importaciones de bienes de capital.

El Consejero señor Sebastián Claro llama la atención sobre la dinámica semanal de las importaciones de consumo, que muestran un abultamiento estimado y cifras efectivas inferiores a lo proyectado, y consulta si acaso el abultamiento esperado no se materializó. El señor Claudio Soto responde que ello es así, efectivamente. Explica que la realización de un seguimiento semanal permite ver la dinámica en el mes, y que esta, que resultó ser de un fuerte aumento en las primeras semanas de abril, llevó a estimar un mes con cifras más positivas; no obstante, esto se revirtió durante la semana siguiente y, consecuentemente, se redujo la estimación para el mes. El señor Pablo García complementa, haciendo presente que lo proyectado para el mes a partir de las cuatro semanas de comercio exterior fue menor que lo proyectado a principios de mes, porque las importaciones tuvieron un abultamiento muy fuerte.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en el caso de las importaciones de capital se observa una dinámica similar, registrando un fuerte abultamiento. Aclara, eso sí, que en este caso hay una diferencia, porque el aumento no obedece a una sustitución de producción doméstica, sino que es inversión genuina, ya que es maquinaria que ingresa directamente a inversión. Agrega que ello explica también la dinámica que se está observando para el perfil trimestral de la inversión, donde se tiene un fuerte crecimiento en el segundo trimestre y una suerte de frenazo en el tercero, en un contexto de expectativas empresariales que son bastante optimistas. Hace notar, asimismo, que las perspectivas de los consumidores y los empresarios difieren, excepto en construcción, que, en general, ha sido un sector bastante pesimista en el último tiempo, mientras que los otros tienen expectativas bastante optimistas.

En relación con el seguimiento más fino que se lleva a cabo con datos diarios de consumo energético, el señor Claudio Soto hace presente que sus niveles actuales ya son comparables con los observados antes del terremoto, especificando que con el dato de junio se puede pensar que ya en julio se estarían recuperando los niveles de producción que se registraban antes de esa catástrofe, fundamentalmente en los sectores industriales. Dado este escenario, manifiesta que el diagnóstico de actividad para este trimestre se corrige fuertemente al alza respecto de lo que se proyectaba en mayo, dada la sorpresa de abril, cuando se produjo un cambio en la composición sectorial, con bastante mayor dinamismo en el sector comercio y menor dinamismo de la industria, respecto de lo que se tenía en el IPoM, pero con más dinamismo de la industria que en la RPM pasada.

En cuanto a la demanda, señala que también se corrige al alza respecto del IPoM y marginalmente a la baja con relación a la última RPM. Destaca que la demanda sin inventarios también se corrige al alza respecto de la Reunión pasada, añadiendo que la visión imperante es que habrá menor acumulación de inventarios que lo previsto anteriormente, debido justamente al cambio en la composición sectorial del producto. Al respecto, plantea que el comercio no es un sector que acumule inventarios,



mientras que sí lo es el de industria, acotando que este último se ha visto algo más lento, por lo que se estima que acumulará menos inventarios y los postergará para más adelante.

Al continuar, el señor Claudio Soto hace presente que las exportaciones se están corrigiendo a la baja en forma importante respecto de lo que se tenía en el IPoM, lo que obedece a que minería, que es un sector que aporta bastante a las exportaciones y a los sectores industriales, ha tenido un rendimiento inferior al habitual.

El Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere luego al PIB, destacando que ha estado creciendo de manera más rápida que antes del terremoto, porque hay que recuperar los niveles que se perdieron como consecuencia de esta catástrofe y también con la crisis. Indica que esas dos razones explican la velocidad que se ha estado observando.

En cuanto al perfil anual para los componentes de demanda, indica que los niveles desestacionalizados dan cuenta que el consumo durable se acelera de manera significativa, estimándose eso sí que se podría frenar hacia el cuarto trimestre, dada la dinámica que ha exhibido el consumo de automóviles, que difícilmente puede ser tan sostenible de aquí a fin de año. Resumiendo, señala que se puede ver que el tercer trimestre recupera un cierto dinamismo, pero que podría moderarse hacia el cuarto trimestre.

Agrega que la inversión en construcción, en tanto, se acelera de aquí a fin de año, lo que es coherente con la idea de que los planes de reconstrucción van a tener más efecto hacia entonces; el consumo habitual no presenta grandes oscilaciones y tiene una tendencia que, de alguna manera, va cerrando la brecha que se generó con la crisis; el perfil de inversión, por su parte, muestra que en el segundo trimestre se produce un efecto de abultamiento, ya que se adelantan muchas decisiones de inversión, pero que ello no continúa en el tercer trimestre y sí retoma un ritmo más coherente con su dinámica más estacional en el último trimestre de este año.

El señor Soto hace presente también que se observa una acumulación de existencias durante los tres primeros trimestres de este año; que la variación de existencias con respecto al PIB del trimestre confirma una acumulación durante este y el próximo trimestre, en tanto que la velocidad de la demanda interna, de 4,8%, es coherente con un freno importante en la inversión.

El señor Claudio Soto destaca, a continuación, la recuperación del empleo en el mes de abril. Informa que si se compara la serie que incluye solamente las regiones afectadas por el terremoto con las del resto del país y la del total nacional, se observan efectos diferenciados, ya que, efectivamente, hubo una caída del empleo en las regiones afectadas por la catástrofe, no así en el resto del país. Informa que también se aprecia de manera bien clara el incremento de los inactivos en las esas regiones, o sea, de aquellos que declararon que no estaban buscando empleo ni que estaban trabajando, lo que, de alguna manera, atenuó la medición del desempleo en ellas. Añade que los ocupados de las regiones afectadas siguieron cayendo en abril, que los inactivos han seguido altos, pero que los inactivos a nivel nacional, que también habían aumentado en marzo, han retornado a los niveles previos al terremoto.

El Presidente, señor José De Gregorio, pregunta por el crecimiento anual del empleo. El señor Pablo García señala que el empleo total asciende 6,5 millones de



personas y el señor Claudio Soto agrega que, en abril, este registró una variación de 6,4% en doce meses, lo que implica alrededor de 400.000 personas.

El señor Soto prosigue, indicando que el empleo por cuenta propia experimentó un fuerte crecimiento en abril y que el empleo asalariado también aumentó, pero en menor medida. Comenta que a nivel sectorial, el fuerte aumento se registró en servicios y comercio, estimándose que parte de este correspondería a la creación de empleo por cuenta propia y a un cierto grado de informalidad que se estaría observando en estos sectores. Añade que la serie de empleo por cuenta propia ha sido bastante volátil y que ha estado muy afectada por el terremoto, ya que disminuyó en febrero y marzo y aumentó en abril.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que se suelen observar flujos migratorios al interior del país, porque, a veces, las regiones que están afectadas por algún hecho positivo o negativo movilizan personas. Al respecto, estima que la caída en la fuerza de trabajo en las regiones afectadas solo es el resultado de una migración de esas zonas, por lo que la pequeña alza en la desocupación puede ser consistente con un alza en la tasa de desocupación bastante elevada.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta que la nueva serie de empleo le parece extraña, explicando el señor Pablo García que no se cuenta con el nuevo perfil estacional. El Consejero señor Enrique Marshall, en tanto, consulta si hay cambios en las preguntas de la nueva encuesta.

El señor Claudio Soto responde que lo más importante es el tratamiento del trabajo del hogar, es decir, la forma como se define si una persona está activa. Sobre el particular, indica que si una persona declara que trabaja una hora a la semana o que está dispuesta a hacerlo, se incorpora en la fuerza de trabajo, aunque no esté buscando trabajo, mientras que en la encuesta antigua la persona tenía que declarar que buscaba trabajo activamente para ser considerada parte de la fuerza de trabajo. Manifiesta que la nueva metodología genera un aumento importante en la tasa de ocupación, porque también se reduce el número de horas que debe trabajar una persona semanalmente para que se considere empleada.

El señor Soto destaca que también se tiene una serie nueva para los salarios. Hace presente que ya se cuenta con cuatro observaciones, las que registran muchas oscilaciones, mientras que si se revisa la historia, se advierte que en la serie antigua de los CMO no se observaban caídas de salarios, excepto en una ocasión en el año 2004. Agrega que el último dato da cuenta que los aumentos de salarios no se registran en un sector en particular, sino que son bastante generalizados, pero que, de todas maneras, destaca el aumento en el sector construcción, que era algo esperable, dado los efectos del terremoto; de hecho, es uno de los sectores que más incide en el aumento de los salarios.

En relación con la inflación, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que el IPC de mayo fue de 0,4%, en línea con lo que el Banco esperaba, en tanto que la variación del IPCX1, que fue de -0,2%, constituyó una sorpresa, ya que se esperaba una cifra levemente positiva. Detalla que las sorpresas correspondieron, por una parte, a transporte, por cuanto en el caso del IPCX1 se esperaban ciertos aumentos de las tarifas de buses interurbanos, que no se produjeron, y, por otra, a vestuario, cuya caída fue más intensa que lo esperado. Manifiesta que estas sorpresas negativas se compensaron con aumentos más significativos de las tarifas eléctricas y aumentos



también en frutas y verduras, que se esperaba que cayeran, dado el seguimiento que se había llevado a cabo durante el mes.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta si se dispone de información respecto al porcentaje de la canasta que está registrando aumentos de precios.

El señor Claudio Soto menciona que los precios, en general, están aumentando, y que las caídas solo corresponden a casos particulares. Comenta que el caso más notable es el de vestuario, que registra caídas sistemáticas por mucho tiempo. Respecto del transporte, en tanto, comenta que hay efectos estacionales que juegan bastante en la dinámica mes a mes y que más allá de eso se tienen aumentos más bien generalizados de precios, pero no de una magnitud importante.

Agrega que para los próximos meses se ha estimado un precio del petróleo más bajo que el considerado en la RPM pasada y algo más bajo también que el contemplado en el IPoM, con un tipo de cambio más alto que el promedio de los últimos diez días, lo que determina que el perfil de gasolina sea algo más bajo que lo que se tenía en mayo, pero no tanto más bajo. En cuanto al perfil de perecibles, indica que es más alto, dada la sorpresa positiva del mes pasado.

En cuanto a la proyección, hace presente que hay dos elementos relevantes: el primero, es la trayectoria de precios de los cigarrillos, respecto de los cuales se está suponiendo que hay un traspaso completo del alza del impuesto de aquí a noviembre; y el segundo, que la trayectoria de la tarifa del Transantiago aumenta más que lo que se consideraba en la RPM pasada, dada la sorpresa del mes anterior. Añade que hay un par de noticias adicionales al respecto, siendo la primera la tarifa del metro, que puede significar una sorpresa al alza, en tanto que la otra dice relación con un tema metodológico de cómo tratar el alza de los precios de las tarifas de los estudiantes, estimándose que podría tener alguna incidencia algo más baja en adelante respecto de la proyección, por lo que ambas noticias se compensarían de alguna manera.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si hay evidencia del alza de los cigarrillos, porque, al parecer, no quedó reflejada en el IPC de mayo, como también por la incidencia que tendría la eventual reposición del impuesto de timbres y estampillas.

El señor Claudio Soto responde que una marca de cigarrillos aumentó sus precios en mayo, alza que se consideró para el período que comienza el 15 de mayo y se reflejará en el IPC de junio. En cuanto al impuesto de timbres y estampillas, indica que son 6 décimas más, que no están contempladas en este escenario y que de estarlo, implicaría 6 décimas más de inflación, porque el aumento porcentual de los gastos financieros no es 0,6, sino que es mucho mayor. El señor José De Gregorio complementa, explicando que esas décimas entran directo en los costos financieros, que ahora se miden sobre la tasa base y no sobre la tasa cero, por lo que los cambios en los costos financieros tienen ahora mayor incidencia en la inflación.

El Gerente de Análisis Macroeconómico presenta a continuación la proyección de inflación a seis meses, es decir, hasta diciembre, la que contempla que el IPCX1 va a tener aumentos no tan significativos, del orden de 0,2% de aquí a fin de año, con ciertas oscilaciones estacionales y con cambios importantes en algunos componentes del IPCX y del IPC total. Con ello, informa que la inflación llegaría a 3,8% en diciembre, mientras que el IPoM proyecta una variación de 3,7%.



El Consejero señor Rodrigo Vergara hace notar que la variación mensual de 1% que se proyecta para agosto está completamente desalineada con el 0,1 ó 0,2% que está esperando el mercado. El señor Claudio Soto responde que el mercado habría tenido una estimación superior a la del Banco para el mes de julio y menor para agosto. Comenta que con la proyección del Banco se llega a un nivel no tan distinto de aquí a tres meses con respecto a los seguros, y que hasta diciembre tampoco es muy distinto de lo que tiene el mercado, por lo que habría algo en el *timing* de los cambios de precios que puede estar explicando esas diferencias.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que en el IPoM de marzo se consideraba que este año terminaría con una inflación de 3,7%, nivel muy similar al que se proyecta ahora, pero que la brecha, como determinante de la inflación, no va a estar más cerrada que lo que estaba en el mes de marzo, dado que se tendrá un menor crecimiento y que se está neutralizando el efecto de este ruido en actividad sobre el producto potencial. Asimismo, indica que los precios internacionales están algo más bajos y que el dólar está algo más alto, por lo que en el margen todos esos elementos sugieren menor inflación. Dado eso, consulta qué es lo que al final del día está manteniendo la inflación igual, porque el impuesto de timbres y estampillas, que es un ítem que se podría considerar relevante, también estaba contemplado en marzo.

El señor Soto explica que la inflación *core* es menor que la que se tenía en el IPoM. Agrega que la inflación total tiene dos elementos: el primero, el perfil de frutas y verduras, que es más alto que en el IPoM anterior y que compensa, de alguna manera, los menores precios de la gasolina y la no inclusión del impuesto de timbres y estampillas. En consecuencia, señala que la parte *core*, que es la que se podría explicar con la brecha, está claramente más baja que lo que se tenía en el IPoM.

El señor Pablo García complementa, destacando que si bien la inflación estimada para este año es parecida a la que se tenía en el IPoM, la forma como se llega a ella es distinta, ya que antes había un abultamiento de inflación que la llevaba por sobre 4% y después bajaba a 3,8%, mientras que ahora se llega a 3,8% desde un nivel inferior. Añade que, en definitiva, se trata de una dinámica inflacionaria algo distinta, pero que calza con un dato parecido a diciembre.

El señor Claudio Soto informa, asimismo, que, en marzo, el impacto del Transantiago era menos intenso que ahora, lo que constituye también una diferencia importante.

En opinión del Vicepresidente, señor Manuel Marfán, las discusiones sobre el impuesto de timbres y estampillas no deben minimizarse, pero que para efectos de la inflación debe tenerse presente que solo impacta una vez. Agrega que para la estrategia de política monetaria de mediano plazo no tiene tanto impacto, excepto por eventuales efectos de demanda.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que, en ese sentido, quizás podría manifestar un grado de preocupación por el bajo nivel que registra la inflación subyacente, de solo 2% a fin de año, por lo que casi dos puntos de inflación responderían a estos efectos puntuales que comentaba el señor Vicepresidente, que no deberían alterar radicalmente la política monetaria.

El señor Pablo García añade que hoy se está haciendo política monetaria no consistente con presiones inflacionarias persistentes de 3,8% a seis meses más. Agrega que el 1,8% de inflación subyacente está bien considerado en la estrategia de



política monetaria, que es el que finalmente determina que la inflación llegue a 3% en dos años más.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, hace presente que el IPoM anterior contemplaba que la inflación llegaría 4% y que hoy este *peak* se está postergando hacia fines de año, porque, como señalaba el señor García, antes se llegaba a una cifra de inflación similar pero desde arriba, mientras que ahora se llega a ella desde abajo, lo que está indicando que hay una lógica macroeconómica y de efectos de corto plazo que son distintos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, mencionando que la velocidad del IPCX1 es quizás la más relevante y se aceleraría en los próximos meses, mientras que el escenario de proyección de esa Gerencia supone que los últimos datos dan cuenta de una cierta atenuación. Advierte que eso conlleva dos riesgos: el primero, que no se acelere la X1 como está previsto en la proyección; y el otro, que se acelere y que no se frene hacia el final, lo cual haría que la inflación X1, que tiene un cierto abultamiento, crezca más y bordee el 4% en algún momento durante el próximo año, retornando después hacia 3%. Agrega que hay un efecto base, que va a llevar a que el X1 sea, de hecho, más alto que el IPC total durante el próximo año.

En cuanto a la trayectoria de los distintos componentes, el señor Claudio Soto destaca que los alimentos, los combustibles y los componentes resto son los que elevarían la inflación en los próximos meses, mientras que vestuario es el que ha contribuido a que la inflación no supere en un punto el nivel actual y el que se registrará hasta el fin del horizonte.

Al continuar, el señor Claudio Soto se refiere a los mercados financieros, destacando que las tasas *swaps* aumentaron después de que se dieron a conocer las noticias de actividad que reportó el INE a fines de mayo, en especial, los datos correspondientes a comercio e industria, no así cuando se informó el dato de inflación.

Respecto del tipo de cambio, manifiesta que si bien ha experimentado volatilidad, los niveles se han mantenido relativamente estables, casi en el centro del rango de intervalos definido para el tipo de cambio real de equilibrio. Agrega que una comparación del promedio semanal móvil de su volatilidad intradía, calculada esta última como el promedio del valor mínimo y máximo del tipo de cambio en una jornada, da cuenta que esta aumentó en el último tiempo, pero en menor grado que en abril y mayo, y que hoy es claramente menor que el promedio septiembre-diciembre de 2008, que fue el momento de mayores turbulencias.

El señor Claudio Soto informa a continuación que la bolsa local cayó entre mediados y fines de mayo, y que a partir de entonces registra un aumento importante, sobre todo en los últimos días. Añade que, comparada con las bolsas latinoamericanas y de otros continentes, el aumento resulta ser mucho más significativo.

En materia de tasas de colocación, señala que registraron algunas alzas, pero que luego han retrocedido en el margen en casi todos los segmentos y se han mantenido bajas, con la sola excepción de las tasas de los créditos hipotecarios. Respecto del crédito, en tanto, indica que se observa una tendencia de recuperación más sólida, en especial los créditos de consumo. Indica que ese aumento no es tan claro en el caso de los créditos para la vivienda en UF y los créditos comerciales, ya que los datos mensuales tienen bastante volatilidad y porque las tasas de variación anual están bastante influidas por un dato elevado que se registró a comienzos de año. Por último,



hace presente que las colocaciones de comercio exterior experimentan una recuperación, por el aumento que están registrando las exportaciones y las importaciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, mencionando que las velocidades de los agregados monetarios presentan caídas y que, incluso, llega a ser negativa en el caso del M2. A pesar de ello, destaca que el M1 sigue con velocidades muy altas y creciendo a tasas elevadas, y que el modelo está prediciendo que crecerá a una tasa aún mayor.

El Presidente, señor José De Gregorio, pregunta cómo puede ser que el modelo prediga que el M1 real crece 30% en doce meses, si la tasa nominal está constante y el producto crece 4%, ya que con una elasticidad de 1,5 daría como resultado solo 6 ó 7%.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, mencionando que las velocidades de los agregados monetarios presentan caídas y que la del M2 es negativa, incluso. A pesar de ello, destaca que el M1 sigue con velocidades muy altas y creciendo a tasas elevadas, y que el modelo predice que debería crecer a una tasa aún mayor.

El Presidente, señor José De Gregorio, pregunta cómo se explica que el modelo prediga que el M1 real crece 30% en doce meses, si la tasa nominal está constante y el producto crece 4%. Agrega que con una elasticidad de 1,5 daría como resultado un crecimiento de solo 6 ó 7%.

El señor Claudio Soto explica que hay un efecto base o de arrastre en lo que estima el modelo, ya que cuando la tasa es más alta predice que el crecimiento debe ser menor, lo que se revierte rápidamente. Indica que revisará las elasticidades utilizadas.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, deduce, a partir de la evolución de los residuos de largo plazo de la ecuación de demanda por dinero real, que la demanda por dinero efectiva es menor que lo que estima el modelo o lo que explicarían los fundamentales. El señor Pablo García, por su parte, señala que el nivel de la demanda real de dinero es inferior a la que se debiese observar dados los niveles de PIB y tasa de interés. El Consejero señor Sebastián Claro, en tanto, pregunta si esto corresponde a un exceso de demanda de dinero, lo que es confirmado por el señor Claudio Soto.

El señor Presidente indica que algo distinto ocurre con la demanda de dinero real de corto plazo, en que el residuo es positivo, y en cuyo caso se tiene un exceso de oferta de dinero. Dado eso, el señor Vicepresidente manifiesta que el dinero debiera ser retirado para llegar a un punto de equilibrio en que la demanda sea igual a la oferta.

En opinión del señor Presidente, este tema es fundamentalmente académico. Plantea que el crecimiento del dinero debiera ser igual al crecimiento real en el largo plazo y que llama la atención que en el periodo comprendido entre los años 2000 y el 2010, el crecimiento acumulado, de dos dígitos durante todos esos años, haya sido diez veces el crecimiento del producto. Pregunta, entonces, qué elemento en la demanda por dinero lleva a ese grado de monetización tan importante.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que, probablemente, la demanda por dinero es muy elástica a la tasa de interés, especialmente cuando la tasa de interés es muy baja, y que es eso lo que explica que la demanda por dinero crezca mucho a tasas muy bajas. Agrega, a propósito de la discusión académica, que si aumenta M y



hay rigidez de precios, la tasa de interés en el corto plazo se ajusta de tal manera de que haya equilibrio en el mercado monetario.

El Consejero señor Enrique Marshall se remonta a la oportunidad cuando se discutió el piso de la tasa de política monetaria, señalando que una de las razones que se esgrimió para no llevarla a 0% fue que se producirían trastornos en el mercado monetario, como, por ejemplo, que llegase a ser prácticamente indiferente entre invertir en un fondo mutuo o dejar los recursos depositados en la cuenta corriente. Sobre el particular, consulta qué ocurre si se incorpora el M2 o M3, a lo cual el señor Pablo García responde que su crecimiento ha sido aún más lento.

Para sintetizar, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, indica que Chile es uno de los países que tiene una relación M1 sobre PIB más baja, lo que, a su juicio, obedece a una larga historia de inflación. Señala, asimismo, que lo que el Banco recauda por señoreaje, como porcentaje del PIB, es ínfimo comparado con lo que obtienen los países desarrollados. Plantea que después de varios años de inflación baja, y en el entendido que el punto de partida es anormal para explicar tasas de dos dígitos en periodos largos de tasas de inflación baja, debiera haber una cierta tendencia a acercarse a una relación M1 a PIB algo más normal y, por lo tanto, se podría encontrar una tendencia de mayor monetización.

El Presidente, señor José De Gregorio, comenta que la innovación financiera en el mundo ha llevado a un aumento de los grados de monetización y, por ende, a la habilitación de un mayor número de cajas y de cajeros automáticos. Agrega que si se sigue de acuerdo a la teoría, se puede ver que la trayectoria de los residuos de largo plazo de la demanda real por dinero en algo se parece a la línea de nuestra historia inflacionaria. Al respecto, llama la atención sobre el nivel alcanzado por el residuo en los años 2007 y 2008, así como el alcanzado con una inflación igual a 0%. El Consejero señor Enrique Marshall señala que ese fue un período de turbulencias y de caídas en los precios de los activos, por lo que es normal que haya aumentado la preferencia por el dinero y que este haya permanecido en las cuentas corrientes.

A juicio del Consejero señor Sebastián Claro, la trayectoria del residuo se parece más bien a la velocidad de expansión del M2, mientras que el señor Presidente y el señor Claudio Soto coinciden en que más bien se parece a la trayectoria de la tasa de política monetaria.

Al finalizar esta discusión, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, se refiere al planteamiento del Vicepresidente, señor Manuel Marfán, y explica que en los años 2000, las tasas de interés nominales fueron claramente inferiores a sus niveles históricos y, por lo tanto, lo que ocurrió habría sido, en parte, un proceso más de convergencia, que llevó a una monetización a tasas mayores que las que hubiesen correspondido dado el nivel de tasa prevaleciente.

El señor Claudio Soto retoma su presentación e informa que las expectativas de crecimiento para este año están en 4,5%, que para el 2011 se han corregido levemente al alza y que las expectativas de inflación muestran mucha oscilación. Al respecto, indica que entre las medidas de compensación, la uno en uno se mantiene algo por sobre la meta con bastante volatilidad, que la uno en uno de los bonos también está algo por sobre el 3%, lo mismo que las expectativas a un año de las encuestas, mientras que la encuesta a dos años está en 3% y no se ha movido.



Con respecto a las expectativas para esta Reunión, el señor Claudio Soto menciona que la Encuesta de Expectativas Económicas arrojó que la mayoría de los analistas piensa que se acordará un aumento de 25 puntos, y que entre un 10 y 20% de ellos respondió que podría haber un aumento de 50 puntos base. Agrega que las encuestas de Bloomberg y la de Operadores Financieros, en tanto, dieron como resultado que alrededor del 20% de los analistas estima que el alza será de 50 puntos base.

Finalmente, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los modelos sugieren una trayectoria más *front loaded* para la tasa que lo que tiene el mercado, es decir, un aumento más intenso primero y luego, a partir de mediados del próximo año, aumentos algo más graduales.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Claudio Soto su presentación y, no habiendo comentarios, da por finalizada la sesión de la mañana e informa que la sesión de la tarde comenzará a las 13:00 horas.

Siendo las 13:00 horas, el Presidente, señor José De Gregorio, da inicio a la sesión de la tarde y ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que exponga las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios inicia su presentación, señalando que en su Reunión de Política Monetaria de mayo, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y consideró, además, que se acercaba el momento de iniciar el proceso de normalización de la política monetaria.

El señor García menciona, a continuación, los principales antecedentes desde la última RPM. En primer término, indica que los mercados financieros internacionales han continuado mostrando volatilidad, aunque no tan alta como la observada antes de la RPM previa; que el euro se depreció; y que a pesar de que los principales índices bursátiles se han reducido, las tensiones en los mercados interbancarios no aumentaron significativamente. A nivel local, informa que sigue siendo destacable que los diversos mercados financieros no hayan sufrido alteraciones mayores por estos eventos.

En segundo lugar, hace presente que, si bien los contornos generales del escenario internacional de consenso no se han visto alterados mayormente, se considera probable que se produzcan reducciones en las tasas de crecimiento esperadas para el próximo año como consecuencia de las turbulencias recientes.

Como tercer antecedente destacable, menciona que las cifras de actividad han retomado niveles similares a los observados antes del terremoto y que la demanda interna ha continuado mostrando un dinamismo relevante, incluso mayor que el previsto, mientras que las condiciones financieras se han normalizado. Comenta, asimismo, que las cifras de inflación de corto plazo han estado dentro de lo previsto, aunque con registros subyacentes reducidos.

Respecto de la decisión que debe adoptarse en la presente Reunión, el señor Pablo García informa que los analistas esperan unánimemente un incremento en la TPM, inclinándose una mayoría por un incremento de 25 puntos base, y que los precios de activos financieros también consideran que un incremento de la TPM en esta Reunión es casi una certeza.



El Gerente de División Estudios subraya que la principal consideración para la presente Reunión es la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio, además de los aspectos tácticos y comunicacionales, los que llevan a que las opciones más plausibles en esta ocasión sean aumentar la TPM en 25 ó en 50 puntos base.

Plantea que de forma muy similar a la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, en el IPoM de junio se contempla un proceso de normalización monetaria que elevaría la TPM en torno a 250 puntos base hasta fin de año y en aproximadamente 150 puntos base más en los primeros tres trimestres del 2011, lo que implica incrementos de 25 puntos base o de 50 puntos base durante varios trimestres.

El señor Pablo García explica que en esta trayectoria confluyen básicamente tres aspectos: por un lado, el escenario mundial que, aunque afectado por las turbulencias financieras, sigue siendo positivo para Chile en términos de crecimiento global, de condiciones financieras y precios de *commodities*; por otro lado, el dinamismo de la actividad y la demanda, que estaría presentando un abultamiento relevante en el curso de mediados de este año y que tenderá a normalizarse hacia el año 2011; y, finalmente, tendencias acotadas para las presiones inflacionarias que se observan en la coyuntura. En su opinión, todos estos aspectos permiten considerar un proceso de normalización gradual hacia niveles más neutrales para la política monetaria para fines del año 2011 y principios del 2012. No obstante, pone énfasis en que se debe tener presente que eventos futuros que alteren estas consideraciones tendrán, indudablemente, efectos en la conducción de la política monetaria, afectando principalmente el ritmo y la velocidad de normalización de la TPM hacia un nivel más neutral.

El Gerente de División Estudios destaca, a continuación, que escoger la velocidad a la cual se inicia este proceso de normalización no es una elección evidente, puesto que requiere balancear diversas consideraciones. Al respecto, indica que existe el *trade off* de iniciar este proceso de manera gradual, pero con el riesgo de que sea necesario acelerarlo en el futuro si el entorno inflacionario se torna más desafiante, *versus* un inicio más agresivo, con el riesgo de que se deba moderar su ritmo si el entorno así lo requiere, por ejemplo, por perspectivas de crecimiento más debilitadas que sugieran menores presiones inflacionarias.

A juicio del señor Pablo García, este tipo de consideraciones plantea el costo de reversiones de política, ya que, como se ha señalado, este riesgo existe en la actualidad, pero principalmente en lo que dice relación con la velocidad y gradualidad del ritmo de normalización en el corto plazo y no con su materialización. En este sentido, manifiesta que no es obvio que el costo de reversiones de política sea mayor o menor en caso de iniciarse el proceso de alzas con un aumento de 25 puntos base o de 50 puntos base, o que la información que se gane en los próximos meses sea más útil en una u otra dirección. Al respecto, señala que se puede tomar en cuenta que, frente a escenarios financieros complejos que tensionen los mercados monetarios, tal como se vio a fines del año 2008, el principal instrumento no son las acciones de política monetaria, sino que las medidas que enfrenten directamente la iliquidez y la turbulencia en los mercados. Destaca, asimismo, 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.

A diferencia del mes pasado, informa que las expectativas privadas respecto de esta Reunión consideran de forma prácticamente unánime que se producirá un incremento de la TPM, detallando que una mayoría relativa de observadores se inclina



por un incremento de 25 puntos base, que entre un 10 y un 20% de ellos anticipan un incremento de 50 puntos base, mientras que los precios de activos contemplan para las reuniones de junio, julio y agosto un aumento de 50 puntos base y dos aumentos de 25 puntos base. En ese sentido, plantea que una decisión en una u otra dirección no debería ser muy sorpresiva. En términos comunicacionales, en tanto, recalca que ha quedado claro que la decisión sobre la TPM debe enmarcarse en el mensaje global de política monetaria del IPoM, y que el hecho de que este Informe se divulgue un día después de la RPM permite poner el peso de la racionalidad para el accionar de política en él y no solo en el comunicado o en la minuta de política monetaria.

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

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, señala que en el frente externo, los mercados financieros se han estabilizado en algunas dimensiones, pero con primas por riesgo significativas, y que las condiciones de financiamiento de la banca internacional permanecen estrechas. En el frente interno, destaca el dinamismo de la demanda, impulsada por expectativas favorables de consumidores y empresas y por la reconstrucción y reposición de bienes, y acompañada, además, de una reactivación del crédito.

En relación con la TPM, plantea que la situación en Europa no debiese ser un motivo para no subir las tasas hoy. En este sentido, declara coincidir con la Minuta de Opciones por varias razones. En primer lugar, porque los impactos en los mercados financieros locales y en los *spreads* de deuda externa han sido muy acotados, y porque no se han observado efectos de la situación externa en la oferta de crédito (*spreads*) bancario, ni en los *spreads* de la deuda privada, como tampoco en los montos de crédito otorgados. En segundo lugar, porque lo más probable es que el escenario de Europa no se normalizará en el corto plazo. En su opinión, esta normalización dependerá de cifras y anuncios fiscales con frecuencia semestral o trimestral, por lo que si se espera un escenario de "normalidad", se arriesga una dinámica interna que compromete el objetivo inflacionario. Como tercera razón, indica que las proyecciones base ya incorporan un menor crecimiento en Europa y, como último fundamento, menciona que, en caso de materializarse mayores restricciones de oferta de capitales externos, esto se debiese abordar con políticas de liquidez en dólares, tal como se hizo en octubre del año 2008, o con otros instrumentos afines. Más aún, estima que de esta forma se pueden abordar estos problemas con rapidez, no así la dinámica inflacionaria.

Finalmente, y en relación con la magnitud del alza de la TPM, manifiesta que el nivel actual de las tasas, históricamente bajo, así como la dinámica de demanda interna y una serie de *shocks* de precios puntuales ameritan un aumento de 50 puntos base.

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

El Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín, inicia su intervención señalando que la cifra de inflación de mayo, de 0,4% mensual y de 1,5% en doce meses, fue levemente superior a lo esperado, debido fundamentalmente a alzas en los componentes volátiles y de precios regulados. Añade que el IPC subió solo 0,2% mensual, mientras que el IPCX1 anotó una caída mensual de 0,2%, lo que mantiene



ambas mediciones en valores negativos en doce meses, de -0,1 y -0,9%, respectivamente.

Entre los componentes volátiles, destaca el alza de 2,4% mensual de la gasolina, mencionando que parte de este aumento se debió a problemas puntuales de oferta por fallas en grandes refinerías de la costa estadounidense del Golfo de México. Asimismo, hace notar que el componente de frutas y verduras frescas experimentó una variación mensual de 1,6% y que productos como el tomate y otras verduras de la estación registraron importantes alzas durante mayo, lo que, en todo caso, responde a un comportamiento propio de esta época del año, cuando su oferta disminuye y aumentan sus precios.

En cuanto al componente transporte, hace presente que el alza del servicio de transporte multimodal explicó una parte importante del resultado del mes, con una variación de 7,3% mensual y una incidencia de 0,15 puntos porcentuales, lo cual se debió fundamentalmente al incremento de \$20 de la tarifa del Transantiago que, si bien entró en vigencia el 17 de abril, se computó en el IPC de mayo por razones metodológicas. Añade que otra de las tarifas reguladas que contribuyó al alza del IPC fue el aumento de 1,4% mensual que experimentó la electricidad.

El señor Felipe Larraín destaca, a continuación, que aun cuando la inflación acumulada a mayo de 2010 es de 1,7%, el IPCX1 acumula 0% en este periodo. Explica que ello obedece a que los aumentos de precios observados durante los últimos meses se han debido, esencialmente, a fenómenos puntuales, por lo que hasta ahora, al menos, no existen presiones significativas sobre la inflación.

En opinión del señor Ministro, las cifras revelan que, pese a que continuarán observándose efectos en el IPC como consecuencia de los aumentos futuros en la tarifa del servicio de transporte multimodal, las presiones inflacionarias están contenidas. Manifiesta que esta visión se confirma al observar la Encuesta de Expectativas Económicas de junio, que arrojó que las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central de Chile, esperándose que alcance a 3,5% este año y a 3,2% el próximo, así como también al revisar las expectativas de inflación que se derivan de las tasas de mercado de los BCP y BCU a 5 años, las que no solo arrojaron también un valor de 3,2%, sino que confirman que las expectativas de inflación siguen contenidas incluso a plazos más largos.

Al continuar, el señor Larraín indica que, en abril, los salarios nominales registraron un aumento importante, aunque en términos interanuales se encuentran aún bastante por debajo de las cifras observadas en el 2009; que las remuneraciones crecieron 3,2% en doce meses y que el costo de la mano de obra lo hizo en 4,1%.

Por otra parte, menciona que el peso ha seguido fluctuando respecto del dólar desde la Reunión de mayo, en línea con los vaivenes de la economía internacional, por lo que este factor no ha generado efectos significativos sobre el valor agregado de precios del último mes.

En términos de actividad económica, hace especial mención al IMACEC de abril, que sorprendió al mercado al registrar un aumento interanual de 4,6% y superar ampliamente las expectativas, que ubicaban a la cifra en torno a 2,5%, lo cual ha contribuido a mejorar las expectativas de crecimiento para la economía chilena para el presente año.



A pesar de esta buena noticia, expresa que los temores sobre la situación fiscal en varios países europeos continúan siendo una fuente importante de incertidumbre externa, ensombreciendo las perspectivas de crecimiento mundial y poniendo, consecuentemente, un margen de dudas sobre las de Chile. En su opinión, aunque se continúe creyendo que los efectos de un problema externo complejo sobre la economía chilena debieran ser acotados, la materialización de un escenario adverso podría poner en riesgo la recuperación. A su vez, comenta que el ambiente de mayor incertidumbre ha generado importantes fluctuaciones en los precios de los *commodities* desde la última Reunión, llevando el precio del cobre a valores inferiores a US\$3 la libra.

En este contexto, declara que el Ministerio de Hacienda estima que lo más adecuado es iniciar el proceso gradual de normalización de la política monetaria, a fin de evitar posteriores alzas abruptas en la tasa de instancia que signifiquen un freno significativo en la actividad económica.

Para concluir, el señor Felipe Larraín reitera que ese Ministerio ha impulsado medidas que persiguen el financiamiento balanceado del proceso de reconstrucción, sin provocar efectos indeseables sobre el tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la intervención del señor Ministro de Hacienda y, a continuación, 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 que luego de varios meses con tasas de interés en el mínimo histórico, ha llegado el momento de empezar el proceso de normalización de la política monetaria. Aclara que, en rigor, este proceso ya comenzó con el retiro paulatino que se hizo de la FLAP, por lo que se está refiriendo a la normalización de la TPM.

En cuanto al ámbito externo, destaca que la incertidumbre en Europa se mantiene y que si bien la situación parece tranquilizarse hace más que un par de días, se observa, en general, una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Hace notar también que los riesgos de que la situación externa se siga deteriorando siguen presentes, por lo que deben ser considerados a la hora de tomar decisiones de política monetaria. Al respecto, menciona que en las últimas semanas se ha observado un aumento en la volatilidad de los mercados accionarios, un alza en los *spreads* crediticios y un retroceso en los precios de los productos básicos. Así también, agrega que, aun cuando la situación está lejos de acercarse a los niveles de turbulencia registrados durante la peor parte de la crisis de los años 2008 y 2009 y que el escenario más probable parece ser todavía benigno, no se puede descartar un deterioro en la situación europea y un traspaso del mismo al resto de la economía mundial. Agrega que las dudas sobre la solvencia fiscal de muchos países no se han despejado del todo, a pesar de los paquetes de ajuste anunciados por muchos de ellos, y que, de igual forma, persisten dudas sobre la situación del sistema financiero de algunos de estos países, en particular si acaso están en una posición de solvencia para hacer frente a un deterioro adicional de la economía.

El señor Vergara señala que en el ámbito interno, los efectos del terremoto en la actividad, que fueron en el muy corto plazo superiores a lo esperado, se han revertido con fuerza y que si bien aún hay sectores que no están totalmente normalizados, la situación parece ir rápidamente hacia dicha normalización. Añade que el sector industrial, particularmente afectado por el sismo, debiera registrar mejores cifras en los



próximos meses, y que el comercio ha tomado una fuerza inusitada, probablemente influido por factores puntuales que debieran irse moderando en las próximas mediciones. Con todo, estima que las perspectivas de crecimiento para este y el próximo año son promisorias.

El Consejero aludido prosigue, indicando que la demanda interna sigue presentando un crecimiento vigoroso, impulsada por la formación bruta de capital fijo y por un consumo muy dinámico. Sobre el particular, considera que a pesar de que es probable que este crecimiento se modere durante la segunda parte del año, en cuanto parece haber efectos puntuales asociados a este gran dinamismo, es esperable un fuerte crecimiento en la demanda interna para la totalidad del año, muy por sobre el crecimiento del PIB.

En relación con la inflación, el señor Rodrigo Vergara informa que ha sido algo inferior a lo previsto, esperándose, no obstante, que siga registrando alzas a lo largo del año. Agrega que, a mediano plazo, las estimaciones vuelven al punto medio del rango meta. Destaca, asimismo, que la inflación subyacente, IPCX e IPCX1, sigue en valores negativos en doce meses, debiendo normalizarse gradualmente también.

Respecto de la TPM, manifiesta que su nivel actual es fuertemente expansivo y claramente más bajo que lo que se puede considerar razonable en tiempos normales. Al respecto, indica que si bien es posible argumentar que todavía no se llega a dicha normalidad, ciertamente se está más cerca de ella que hace unos meses. Por esta razón, estima que lo razonable y prudente es comenzar ahora el proceso de normalización de las tasas de interés de política. Añade que el mercado así lo ha entendido y que las encuestas muestran que solo un 10% pronostica la mantención de la TPM en su nivel actual.

Destaca que la pregunta que surge, entonces, es sobre la magnitud que debe alcanzar el ajuste en esta oportunidad. En su opinión, dado el escenario antes expuesto, todo indica un proceso gradual y sin premuras, y que la señal, en ese sentido, apunta a la tranquilidad. A pesar de ello, manifiesta que el nivel extraordinariamente bajo de la TPM actual tampoco otorga demasiado tiempo para llegar a niveles al menos similares a la inflación esperada en un tiempo razonable. Por ello, estima que un incremento de 50 puntos base es lo adecuado. Plantea que es algo superior a lo que espera la media del mercado y, por lo mismo, es también una señal clara que el Banco Central será intolerante frente a eventuales presiones inflacionarias.

A su juicio, al dar en el comunicado la señal de que se inició el proceso de normalización de la TPM, será natural y deseable que el mercado considere que este es el comienzo de un proceso. No obstante, estima importante también que se destaque que su velocidad dependerá de las condiciones económicas generales y, en particular, del incierto escenario externo.

En razón de lo anteriormente expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 1%.

A continuación, el Consejero señor Sebastián Claro indica que las últimas cifras dan cuenta de importantes novedades internas y externas. Por una parte, señala que después de una caída mayor a la esperada luego del terremoto, la actividad muestra una recuperación importante, impulsada por el comercio, y que se observa un rebote en la actividad industrial que enfatiza que el efecto de esa catástrofe sobre la actividad fue significativo, pero eminentemente transitorio. Destaca que la demanda interna crece a



tasas bastante altas y constituye un fenómeno al cual hay que prestarle especial atención. Por el lado del gasto privado, plantea que esto parece reflejar una recuperación en los niveles de consumo que fueron afectados por la recesión del año 2009, y que es esperable una moderación en esta tendencia en los próximos trimestres, lo que hay que estar evaluando permanentemente y con especial cuidado. Asimismo, menciona que se observa un fuerte dinamismo en la inversión, lo que también explica el dinamismo de la demanda.

En relación con los datos de inflación, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que aun cuando han sido algo menores a los esperados, especialmente aquellos de las series *core*, estima que la trayectoria, en general, está en línea con las proyecciones internas y de agentes privados, que sugieren un paulatino aumento de la inflación en los próximos trimestres.

En su opinión, la recuperación de la tendencia de crecimiento previa al terremoto, las señales de normalización de las presiones inflacionarias y la dinámica de la demanda interna justifican el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en la presente Reunión, desde niveles ultra expansivos.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que este panorama, que concuerda a grandes rasgos con el previsto antes del terremoto y que es esperado por el mercado, contrasta con la incertidumbre externa proveniente de las economías europeas. Al respecto, menciona que la crisis fiscal en Grecia y otros países de Europa; la implementación de paquetes fiscales durante la crisis, que debilitaron fuertemente la posición de solvencia de los gobiernos; y las dudas sobre la exposición de la banca europea, han producido un significativo aumento en las tasas de interés en activos riesgosos en los últimos meses y una caída en el valor del euro. A su juicio, más allá de la posible sobre-reacción que los precios de mercado puedan estar reflejando, el problema fundamental en algunos países de Europa de sobreendeudamiento es efectivo, lo que llevará a un ajuste importante de gasto fiscal y de menor dinamismo en la actividad.

El señor Sebastián Claro hace presente que la viabilidad de los mecanismos tradicionales para solucionar estos problemas, como los ajustes fiscales, la devaluación y la reestructuración de la deuda, están en seria duda, lo que incrementa la incertidumbre sobre el desenlace en las economías europeas. Considera que los programas del Banco Central Europeo para adquirir títulos soberanos y proveer liquidez a la banca pueden ayudar transitoriamente a evitar un quiebre en los mercados, pero que, sin embargo, no se puede descartar que en algunos meses más signifique un recrudecimiento de las dudas fiscales, dada la acumulación neta de pasivos por parte de los gobiernos.

El señor Claro advierte que esta incertidumbre en Europa pone una nota de cautela sobre el escenario internacional que se enfrenta y sobre las condiciones que justifican una mantención en la dinámica de la demanda interna en Chile. Sobre el particular, señala que en el escenario base del IPoM de junio se corrige el crecimiento mundial del año 2011 para incorporar en parte este efecto, pero que es la posibilidad de un problema financiero mayor la principal fuente de incertidumbre externa actualmente, ya que los problemas de acceso a financiamiento en la banca europea, las dudas sobre su cartera y la limitada capacidad de los gobiernos para acudir a su capitalización ponen una luz de alerta importante sobre la situación financiera y las perspectivas de crecimiento de mediano plazo en Europa.



Dada esa combinación de noticias, el Consejero aludido estima que lo razonable es proceder a retirar gradualmente el estímulo monetario, como ya ha sido anticipado. A su juicio, esto no minimiza en absoluto los riesgos que el escenario externo regala, sino que se justifica principalmente por la necesidad de graduar la excesiva expansión monetaria actual. Al respecto, manifiesta que no parece prudente esperar un desenlace de la incertidumbre externa con un estímulo monetario excesivamente alto, en un contexto en que la toma de riesgos ha registrado un aumento importante, la demanda por liquidez ha ido disminuyendo y la demanda interna y la actividad doméstica muestran una recuperación importante. En su opinión, esto permite adelantarse a un escenario en el que la inflación aumente y la política monetaria se quede sustancialmente atrás.

El señor Sebastián Claro señala que las dos opciones consideradas son razonables, toda vez que el mensaje principal es sobre la trayectoria futura de la política monetaria; no obstante, manifiesta que en esta ocasión es partidario de un aumento de la TPM de 50 puntos base, dado que el nivel extremadamente expansivo de la política monetaria es, actualmente, difícil de justificar.

Plantea que lo más probable es que este proceso deba continuar en los próximos trimestres y que su ritmo dependerá de cómo se vaya consolidando el proceso de recuperación de la actividad internamente, de la evolución de los problemas financieros en Europa y de su impacto sobre la inflación internamente. Hace presente que no se puede descartar que la normalización de la política monetaria tenga que continuar a un ritmo alto, en la medida que la recuperación y las tendencias inflacionarias se consoliden, pero que, al mismo tiempo, es clave enfatizar que la política monetaria deberá considerar con especial cuidado los acontecimientos externos que, en su opinión, conllevan riesgos grandes, así como sus implicancias sobre la actividad e inflación en Chile.

Continuando con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado y destaca que se llega a esta Reunión al finalizar el proceso de elaboración del IPoM de junio, que aporta el beneficio de contar con un análisis macroeconómico más completo que el habitual.

El señor Enrique Marshall manifiesta que las noticias del último mes han mostrado bastante contraste entre aquellas provenientes del exterior y las originadas en el plano interno. Menciona que en el frente externo, la incertidumbre generada por la crisis de Europa se mantiene y que los indicadores más recientes sugieren algún grado de estabilización. Al respecto, señala que si bien los efectos de las turbulencias financieras sobre la actividad mundial aún no están plenamente reconocidos por los analistas, el escenario base ya ha incorporado un ajuste hacia abajo en el crecimiento global. Hace presente que estas tensiones no son completamente sorpresivas, que persisten problemas estructurales que seguirán generando volatilidad en los mercados financieros por algún tiempo y que aun cuando los efectos para las economías emergentes parecen acotados por el momento, no se pueden descartar completamente escenarios más adversos. En su opinión, es probable que el retiro del estímulo monetario en los países desarrollados se postergue, como resultado de la incertidumbre prevaleciente en los mercados internacionales, mientras que las economías emergentes, en su mayoría se encuentran encaminadas o en proceso de normalización.

En cuanto al frente interno, indica que las noticias han tenido un sello con implicancias distintas. Destaca, en primer término, que la actividad ha mostrado recuperación, que las últimas cifras conocidas sorprendieron al alza y que, con ello, la disrupción de corto plazo provocada por el terremoto, que resultó mayor que la prevista,



se ha superado en buena medida y con relativa rapidez. En segundo lugar, menciona que la demanda se expande a un ritmo bastante significativo, superior al de la actividad, lo que se ve reflejado en la evolución de las importaciones. En su opinión, ello respondería, en parte, a un efecto por una vez asociado al terremoto y a una recuperación de niveles previos, de manera que parece razonable esperar que las altas tasas de expansión que se están observando se moderen en alguna proporción en adelante. Con todo, hace notar que las proyecciones sugieren un crecimiento de la demanda y actividad relativamente vigoroso en los próximos trimestres.

El señor Enrique Marshall estima que esta visión, compartida por el mercado, parece bien sustentada, ya que el consumo retoma su dinámica habitual y la inversión se ve favorecida por los esfuerzos de reconstrucción. Asimismo, considera que la política monetaria seguirá brindando impulso y el sistema financiero, que ha entregado señales de creciente normalización, está en condiciones de atender la demanda por crédito que surja del sector privado.

Plantea, sin embargo, que existe alguna incertidumbre sobre la velocidad que podría adquirir el crecimiento en el mediano plazo. En ese sentido, manifiesta que factores claves a monitorear son la crisis europea en curso y, en el plano interno, el vigor que siga exhibiendo la demanda interna.

Respecto de la inflación, indica que las noticias no han deparado grandes sorpresas y se muestran bastante en línea con proyecciones previas, y que las expectativas del sector privado para el mediano plazo se encuentran bien ancladas a la meta.

Para resumir, el señor Marshall señala que la actividad retoma una senda de crecimiento y la inflación, con vaivenes, se muestra en un proceso de convergencia a la meta.

El Consejero aludido hace presente que, dado que la TPM se ubica en un nivel extremadamente bajo, surge con claridad la necesidad de proceder a normalizar su nivel, de acuerdo con lo anticipado. Al respecto, expresa que las condiciones que se enfrentaron en su momento justificaban plenamente la decisión de bajar drásticamente la TPM, como efectivamente ocurrió, no obstante esas condiciones han cambiado. En ese sentido, declara compartir plenamente las opciones planteadas por la Gerencia de División de Estudios. En su opinión, las tensiones en los mercados financieros internacionales, si bien deben ser monitoreadas, no justifican postergar una decisión como se ha señalado reiteradamente en la presente Reunión, enfatizando que el riesgo de no actuar en esta oportunidad es bastante alto.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que si bien las opciones de subir 25 ó 50 puntos base no son sustancialmente distintas, presentan algunas diferencias o matices en cuanto a la evaluación de los riesgos que se enfrentan. Sostiene que la opción de subir 25 puntos base, junto con denotar una mayor preocupación por los desarrollos externos, sugiere un curso de normalización más cauteloso, que reduce el riesgo de modificaciones o reversiones posteriores, pero que aumenta el riesgo de quedarse atrás; la opción de subir 50 puntos, en cambio, denota una mayor preocupación por llevar la política monetaria a una posición más equilibrada, considerando las señales que está entregando la economía interna. A su juicio, con ello, se reduciría el riesgo de que la política monetaria deba contemplar ajustes posteriores rápidos y significativos con los costos que estos acarreen. Agrega que aun cuando el mercado espera



mayoritariamente un alza de 25 puntos base, la decisión de subir 50 puntos base no debería resultar sorpresiva y, por tanto, debería ser asimilada sin sobresaltos.

Sopesando todos estos elementos, el Consejero señor Enrique Marshall se inclina por entregar una señal más clara de que se debe avanzar en la normalización de la política monetaria, ya que ello conlleva menores riesgos en adelante y, por tanto, vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 1%.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, y señala que en esta oportunidad se beneficia del análisis contenido en el IPoM que se dará a conocer al día siguiente y, finalmente, que hace suyos los nuevos antecedentes respecto de la TPM anterior contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones, a los que añade los siguientes comentarios.

En primer término, indica que las turbulencias financieras originadas en la Zona Euro se mantienen latentes, aunque la mirada hoy es algo más optimista que hace un mes. Con todo, estima que aún no se puede descartar un escenario de agravamiento financiero, con una probabilidad que sigue siendo no despreciable. En segundo lugar, plantea que frente a ello, la política monetaria ya postergó el inicio de su normalización, debiendo haber comenzado hace un mes atrás. Señala, asimismo, que el nuevo escenario base, por primera vez no considera la proyección de consenso para la economía mundial, estimándose más bien una ralentización del crecimiento en las principales economías desarrolladas, especialmente en Europa.

En lo interno, manifiesta que las recientes cifras de crecimiento han sorprendido al alza y que la interpretación más plausible de ello parece ser que el bache de crecimiento de corto plazo provocado por el terremoto y maremoto del 27 de febrero último, replica una forma de "V" más profunda que la estimada originalmente, pero donde también se estima que el nivel de actividad actual es similar al del IPoM anterior.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, coincide con la Minuta de Opciones en que la normalización de la política monetaria debe iniciarse en esta oportunidad y que la decisión está entre subir la tasa 25 ó 50 puntos base. Tal como se señaló, comparte que los riesgos provenientes de la economía internacional ya han afectado la política monetaria. No obstante, el escenario más probable sigue siendo, a su juicio, el de una trayectoria de crecimiento que conlleva un cierre de brechas al inicio del próximo año, agregando que de aquí hasta entonces, la normalización deberá tener un ritmo más acelerado que el contemplado tanto en la Encuesta de Expectativas Económicas como en los precios financieros, pero con un nivel de tasa más bajo hacia fines del horizonte de proyección.

Sostiene que, en este tipo de coyuntura, postergar alzas significará aumentos mayores en el futuro, incluso no descartando alcanzar una instancia monetaria francamente contractiva. En su opinión, una normalización más cóncava, es decir, más acelerada al comienzo y más lenta después, da más garantía de convergencia simultánea de la inflación y la actividad a sus niveles de equilibrio de largo plazo. Asimismo, señala que cuando hay diferencias relevantes entre las expectativas del mercado y las proyecciones de nuestros modelos y lo que es la convicción del Banco Central de Chile que va a ser la trayectoria más probable hacia el futuro, debe primar claramente en la decisión del Consejo la proyección que adopte. En ese sentido, indica que basar las decisiones en las expectativas, sencillamente lleva a que los modelos no cierren matemáticamente.



Por todo lo anterior, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que su voto es por elevar la tasa de política monetaria en 50 puntos base, situándola en un 1% y que, a su juicio, el tono del comunicado debe ser optimista en lo interno y cauteloso en lo externo.

El Presidente, señor José De Gregorio, plantea que el escenario macroeconómico no difiere sustancialmente del analizado el mes pasado. Destaca que, en esta oportunidad, el Consejo se beneficia, además, del detallado análisis de la coyuntura y de las perspectivas inflacionarias contenidas en el IPoM de junio, así como del análisis efectuado el día anterior y que será presentado durante la mañana siguiente a la Comisión de Hacienda del Senado. Asimismo, hace propicia la ocasión para agradecer al *staff* por el excelente trabajo realizado y compromiso demostrado en la preparación del IPoM y del IEF correspondiente al primer semestre de este año.

El señor Presidente indica que, en el ámbito interno, la economía ha retomado con algo de mayor fuerza el dinamismo que se esperaba ocurriera una vez disipadas las disrupciones del terremoto, aclarando, en todo caso, que esta mayor recuperación es, en parte, la consecuencia de una debilidad mayor a la esperada en los meses de febrero a abril. Con todo, señala que la economía se encuentra transitando por una sólida senda de recuperación, la que no solo será vigorosa durante el segundo semestre de este año, sino que debiera continuar en el próximo.

En materia de inflación, manifiesta que la inflación anual se mantiene todavía por debajo del rango meta, aunque los registros mensuales son coherentes con la inflación dentro de ese rango. Más aún, destaca que las proyecciones del Banco Central de Chile sitúan a la inflación hacia fines de año en la parte superior del mismo, para luego converger a 3% en el horizonte de proyección, señalando que para que ello sea posible es necesario ir normalizando la política monetaria. Agrega que la inflación subyacente seguirá acotada. Con todo, afirma que la evolución de la inflación es consistente con el dinamismo de la actividad, que debiera llevar a un progresivo cierre de brechas.

El señor José De Gregorio advierte que la nota de cautela y riesgos está dada por la situación financiera en Europa, ya que si bien la economía mundial sigue en una senda de recuperación, la incertidumbre proveniente de Europa es significativa. Sobre el particular, hace presente que, por ahora, la situación financiera de Grecia y de los países más expuestos pareciera haberse estabilizado después del reciente anuncio de los planes de ajustes fiscales y de las medidas de apoyo de liquidez implementadas en las últimas semanas. No obstante, recalca que la incertidumbre persiste y que no se pueden descartar escenarios de numerosas mayores tensiones que pudieran tener repercusiones importantes sobre la economía global, atenuando de manera importante el crecimiento global y estrechando las condiciones financieras. En este escenario de riesgo, manifiesta que tampoco se puede descartar que la economía global experimente un *double dip*, en especial si los problemas de Europa contagian a los países emergentes que están empujando la recuperación y al resto del sistema financiero de los países desarrollados.

El Presidente, señor José De Gregorio, confirma que la decisión de la presente Reunión dice relación con el inicio del proceso de normalización de la política monetaria y la magnitud del mismo. A este respecto, señala que hay que destacar cuatro aspectos. En primer lugar, que la tasa está en un mínimo y que si bien seguirá siendo ultra expansiva, no hay razones para mantenerla tan baja. En segundo lugar, que lo que acontece en Grecia no tiene mayores implicancias para la decisión de la presente Reunión, puesto que, incluso en escenarios muy negativos, una tasa de 1 ó 2% sigue



siendo muy expansiva. Al respecto, sostiene que muy distinto sería si la tasa estuviera cerca de la neutral. Asimismo, manifiesta coincidir en este punto con lo señalado por el Gerente de División de Política Financiera, en cuanto a que hay maneras de apoyar mayores tensiones financieras a través de instrumentos que provean liquidez y otras medidas que se han utilizado anteriormente. En tercer lugar, plantea que iniciar pronto y con 50 puntos base el proceso de normalización de política monetaria otorga al Consejo mayor flexibilidad para realizar pausas o ir graduando el ajuste de acuerdo con las noticias que se vayan recibiendo. Por último, reitera lo que ha señalado anteriormente, respecto de que es importante liderar el proceso de alzas para evitar el riesgo de ir quedándose atrás. En su opinión, esto es particularmente relevante cuando el proceso de retorno de la inflación a la meta está siendo causado fundamentalmente por el dinamismo de la economía interna y no por *shocks* externos que han originado cambios en el curso de la política monetaria en episodios anteriores.

En razón de lo expuesto, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que su voto también es por aumentar la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 1%, y que, por lo tanto, el acuerdo unánime del Consejo es aumentar la TPM en 50 puntos base.

Antes de finalizar la Sesión, el señor Presidente reitera a todos los presentes que el comunicado se publicará a las 18 horas, como es usual, razón por la cual dicha decisión no podrá ser informada antes de esa hora.

155-01-100615 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,00% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,00% anual.

En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros producto de la situación económica en Europa se mantiene elevada. En el escenario más probable se espera un efecto acotado de dichas turbulencias sobre las perspectivas de actividad mundial. Con todo, persiste la incertidumbre. Por su parte, los precios del cobre y del petróleo han disminuido, pero se ubican aún en niveles elevados.

En el plano interno, la información disponible de actividad muestra que los efectos inmediatos del terremoto se disiparon rápidamente y la economía retomó la senda de recuperación. Los indicadores de demanda muestran un dinamismo significativo y el desempleo ha seguido disminuyendo.

En mayo, el IPC tuvo un aumento similar al previsto por el mercado. La inflación subyacente aún muestra variaciones reducidas. Las expectativas privadas a plazos más largos son congruentes con niveles de inflación anual en torno a 3% en el horizonte de política.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 155

15.06.2010

28.-

El Consejo ha considerado apropiado iniciar el retiro del significativo estímulo monetario prevaleciente, el que continuará a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Con ello, reitera que seguirá 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 14:25 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