



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 171 celebrada el día martes 14 de junio de 2011

---

En Santiago de Chile, a 14 de junio de 2011, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y 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.

Asisten también los señores:

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

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 171, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2011 para el día 13 de ese mes.



Informa, asimismo, que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín no asistirá a la presente Sesión.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). En primer término, destaca que se ha moderado el ritmo de recuperación de las economías desarrolladas durante el primer semestre de 2011 y que hay un mayor pesimismo en los mercados en general, que ha llevado a alzas en las primas por riesgo, a un retroceso en las bolsas y a menores tasas de interés de largo plazo.

En segundo lugar, menciona que se han acentuado las primas por riesgo de Grecia y de otras economías europeas ante la incertidumbre respecto de la resolución de los problemas bancarios y fiscales de esta región.

Agrega que la Reserva Federal ha reafirmado su política monetaria expansiva, en tanto que el Banco Central Europeo ha anticipado un aumento en su próxima reunión.

Por último, indica que las materias primas han tenido un comportamiento mixto, ya que los metales han continuado estables, la gasolina cayó en el último mes y el precio del maíz aumentó por razones climáticas principalmente.

El señor Sergio Lehmann continúa con su presentación, señalando que en materia de actividad, se ha observado una desaceleración en los indicadores, especialmente en Estados Unidos, en la Zona Euro, Japón y China.

Respecto de la producción industrial, manifiesta que las economías avanzadas y Asia emergente registran una desaceleración bastante nítida. Añade que China, si bien mantiene una trayectoria de crecimiento importante, los últimos datos dan cuenta de una ligera desaceleración.

Hace presente, además, que a nivel agregado, el PMI manufacturero también da muestra de una desaceleración, anticipando una visión menos favorable en adelante. Al respecto, especifica que el PMI de las economías emergentes aparece plano, en torno a 50, mientras que el de los países avanzados, que había mostrado niveles bastante altos, superiores a 50, registra una clara desaceleración. Precisa que este es el caso específico de Estados Unidos, el Reino Unido y la Zona Euro, mientras que Japón, cuya situación es algo excepcional producto del terremoto, exhibe una caída importante en abril y una recuperación en mayo.

En relación con el PMI de servicios, hace notar que si bien el de Estados Unidos registró un ligero rebote, se observa bastante plano en términos generales.

En materia de creación de empleo, el señor Lehmann informa que la variación trimestral móvil en las economías emergentes da cuenta de una recuperación importante luego de la destrucción que se registró producto de la crisis, mientras que en el caso de las economías avanzadas se observa que en los últimos trimestres no han logrado recuperar las pérdidas que esta originó. Sobre el particular, hace el alcance que la caída que anotan estas economías está muy marcada por el efecto Japón, que tuvo una destrucción de empleo importante a raíz del terremoto, ya que la desaceleración en Canadá, Alemania y Estados





Unidos es bastante menor, y la del Reino Unido, por el contrario, exhibe un significativo aumento.

En cuanto al mercado inmobiliario en Estados Unidos, plantea que los índices de precios de las viviendas han continuado cayendo; que las ejecuciones de hipotecas siguen en niveles elevados, en torno a 4,5%; y que las ventas, particularmente de viviendas nuevas, continúan muy debilitadas, reflejando un panorama negativo en el sector construcción e inmobiliario, en general.

El señor Sergio Lehmann presenta a continuación el *heat map* relativo al PIB. Destaca que se observa que las economías desarrolladas exhiben crecimientos por debajo de los niveles potenciales y que entre las economías emergentes y las latinoamericanas predominan aquellas con crecimientos por sobre sus tendencias.

El Presidente señor José De Gregorio señala que, en su opinión, Suecia y Australia debieran aparecer en verde, es decir, creciendo dentro su rango de su tendencia. De hecho, destaca que Australia no solo fue la única economía desarrollada que no cayó durante la crisis, sino que ha estado creciendo. Agrega que Suecia exhibe una situación similar.

Respecto de la construcción de este *heat map*, consulta si se efectúa sobre la base de los datos de Bloomberg y si la tendencia se toma con HP.

El señor Sergio Lehmann responde afirmativamente. No obstante, aclara que en el caso de las economías desarrolladas, dada la significativa caída que tuvieron a propósito de la crisis, se toma el filtro y se proyecta, considerando el período anterior a la crisis, porque, de lo contrario, se produce una caída muy importante en el PIB tendencial. Indica que al excluir los trimestres en crisis, resultan brechas relativamente importantes que se mantienen y que se observan particularmente en Australia y Suecia.

El Consejero señor Rodrigo Vergara repasa en la situación de China que, a partir del año 2010, pasa de rojo a verde y, luego, de rojo a verde nuevamente.

El señor Sergio Lehmann explica que el segundo trimestre 2011 de China incluye una desaceleración importante, que es coherente con el escenario de crecimiento contemplado en el Informe de Política Monetaria (IPoM). Añade que, dada esa desaceleración, y considerando que hay un cierto rango de tolerancia para efectos de definir si está o no en tendencia, China vuelve a niveles de tendencia. En cuanto a Australia, que tuvo un crecimiento negativo el primer trimestre de este año, hace notar que está en celeste, lo que significa que está bajo su nivel de tendencia, pero creciendo y acercándose a él.

El Presidente señor José De Gregorio se refiere luego a Colombia, que aparece en rojo, es decir, creciendo más rápido que su tendencia, en circunstancias que los indicadores de inflación y de tasas dan cuenta que no se han registrado alzas de tasas y que la inflación está controlada. En razón de ello, sugiere complementar esta información con algo de casuística.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera precisa que el propósito de este *heat map* es transmitir una visión de conjunto, sin entrar en cada uno de los casos particulares, porque, de lo contrario, habría que elaborar un informe de cada país. En consecuencia, si bien este *heat map* podría contener errores en cada uno de los casilleros, muestra una historia en el colectivo de cómo se van moviendo las economías sincronizadamente.





El señor Sergio Lehmann insiste en que los resultados que se exhiben están algo alterados, porque la crisis tiende a distorsionar los filtros. En su opinión, sería necesario efectuar un análisis más detallado de cada país.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si se están considerando las proyecciones del *World Economic Outlook* (WEO).

El señor Sergio Lehmann responde que para el segundo semestre del presente año se están considerando las encuestas Bloomberg, en tanto que para los años 2012, 2013 y 2014, las proyecciones del WEO.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, destacando que la inflación ha tendido a aumentar en las economías desarrolladas, particularmente en Estados Unidos y en la Zona Euro. Agrega que la inflación subyacente también se ha incrementado, mientras que las velocidades se han moderado, especialmente en Estados Unidos y en menor grado en la Zona Euro. Sin embargo, manifiesta que los discursos tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo apuntan más bien a que ello tendría un carácter transitorio.

En cuanto a la situación inflacionaria en las economías emergentes, menciona que se observa una cierta estabilización, con mayor nitidez en América Latina y en algún grado en Asia emergente. Añade que todavía se advierte un grado de traspaso a las inflaciones *core*, pero a una velocidad bastante más moderada. De hecho, hace notar que las variaciones mensuales han caído, particularmente en las inflaciones totales y, en algún menor grado, en el caso de las inflaciones *core*.

El Consejero señor Sebastián Claro llama la atención sobre la evolución del IPC subyacente en Estados Unidos y en Europa, dada la debilidad del mercado laboral y de la actividad.

El señor Sergio Lehmann comenta que este aumento en la inflación *core* tendría un carácter transitorio, porque no hay elementos que sugieran aumentos muy significativos en esta componente. Indica que sí se ha observado un traspaso de componentes de alimentos y energía, que siguen afectando el IPC subyacente, que tendría un carácter más bien acotado, por lo que se debería esperar cierta moderación y un aplanamiento en los próximos meses, que es la apuesta, además, de la Reserva Federal.

En materia de *heat map* para inflación, explica que para su construcción se compara la inflación efectiva de cada país con su meta, se determina qué tan alejado está del rango respectivo y, de acuerdo con eso, se define qué color representa su situación inflacionaria. Especifica que amarillo significa que la inflación supera la meta; rojo, que la supera en mayor magnitud; verde, que está en torno a la meta; y azul, que está por debajo de ella.

El señor Lehmann hace presente que con la incorporación de los últimos datos, no se advierten cambios significativos respecto del mes anterior. Señala que los únicos casos a destacar son los de Tailandia, que enfrenta una mayor presión inflacionaria, y Turquía, que cambió su metodología de cálculo a partir del último mes, pero no ajustó los valores anteriores, explicando, entonces, el cambio desde azul en abril a rojo en mayo.

En cuanto a las primas por liquidez, subraya que en Europa se observan aumentos del *spread Libor – OIS*, particularmente el de 12 meses, lo cual refleja una situación de incertidumbre algo más compleja.





En materia de política monetaria, manifiesta que las economías emergentes continúan su proceso de normalización y que los bancos centrales de República de Corea, Tailandia, Israel, Brasil, Chile, Colombia y Perú acordaron aumentos de su tasa rectora en el mes de mayo. Agrega que si bien China no ha modificado su tasa de instancia, volvió a aumentar los requerimientos de reserva de los bancos, que constituye una medida complementaria a la tasa de política que ha estado usando para efectos de enfriar su economía.

En cuanto a los movimientos futuros, indica que en las economías desarrolladas se advierte una postergación de las perspectivas de aumentos de tasas, particularmente en el caso de Estados Unidos, mientras que en Europa, producto del planteamiento que hizo el Banco Central Europeo el jueves de la semana anterior a propósito de su reunión de política monetaria, se espera un aumento de 25 puntos base, lo cual está recogido con un 80 o 90% de probabilidad para la próxima reunión que se realizará la primera semana de julio. Sin embargo, menciona que en los meses siguientes, y en coherencia con la incertidumbre respecto de la recuperación y el ritmo de crecimiento de las economías desarrolladas, particularmente europeas, la curva tiende a aplanarse. Acota que ello se anticipa también para Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que en las economías emergentes, las encuestas de analistas dan cuenta de un movimiento tenue hacia la baja

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann se refiere a las tasas de interés. Informa que las tasas largas han tendido a disminuir tanto en Estados Unidos como en Alemania y Japón, reflejando las expectativas de un menor ritmo de recuperación de la actividad y un componente asociado a *flight-to-quality*, derivado de la incertidumbre y la mayor preocupación respecto de la resolución de los problemas, particularmente en el caso de Europa.

Destaca que no obstante los registros de inflación algo más altos mencionados precedentemente, las expectativas de inflación a mediano y largo plazo, medidas por las compensaciones inflacionarias, se reducen en Francia y Alemania, y en cierto mayor grado también en Estados Unidos.

Con respecto a las monedas, indica que los movimientos dan cuenta de un apetito significativo por el franco suizo, que se apreció de manera importante durante el último mes, algo más que 5%. Agrega que el euro también se apreció y que la consecuencia probable de ello sería el efecto asociado al Banco Central Europeo, que es algo más agresivo *vis a vis* que la Reserva Federal. Por último, comenta que la mayoría de las monedas de economías emergentes tuvieron un comportamiento en igual dirección, con excepción de México y Malasia, cuyas monedas se depreciaron en un 2,0 y 1,1%, respectivamente.

En relación con los mercados financieros, el señor Lehmann destaca el aumento de la volatilidad durante el último mes, producto, en gran medida, de la situación de los países de la periferia europea y en cierto grado también por las dudas respecto del ritmo de recuperación de la actividad. Informa que ello se ha reflejado también en un aumento de las primas de los bonos corporativos de las empresas norteamericanas con clasificación A.

El señor Sergio Lehmann hace presente, además, que las primas volvieron a aumentar en los mercados de deuda soberana de Europa, debido al escenario de mayor pesimismo o de mayor incertidumbre respecto de la resolución de los problemas de Grecia. Sobre el particular, subraya que el *spread* de esta economía bordea los 1.600 puntos base y que el de España se acerca a los 300 puntos base. Agrega que los *spreads* de bancos europeos también han aumentado y que los *CDS spreads* de las economías más sólidas, como Alemania y Estados Unidos, no registran mayores variaciones.





El señor Lehmann manifiesta que el aumento de las primas por riesgo afecta también a las economías emergentes. Precisa, al respecto, que el *spread* de América Latina alcanza a poco menos de 400 puntos base, mientras que el de Europa emergente y Asia emergente ha aumentado a niveles en torno a 250 y 200 puntos base, respectivamente. Por último, menciona que las primas por riesgo corporativo asociadas a estas economías muestran aumentos algo más significativos.

Respecto de los mercados bursátiles, señala que las bolsas presentan retrocesos de manera más o menos generalizada, con algún mayor vaivén en el caso de las de economías de Europa emergente. En materia de flujo capitales, en tanto, hace notar que las entradas, después de haberse recuperado de manera importante tras una salida derivada del ajuste de portafolio registrada a principios de año, se han detenido, al menos en lo que se refiere a las de renta variable.

En materia de *commodities*, destaca un panorama mixto, por cuanto el precio del arroz y del maíz ha registrado aumentos significativos. Añade que el precio del petróleo Brent y de los metales se ha mostrado relativamente estable, mientras que el de la gasolina ha caído alrededor de 10%, porque las capacidades de refinación retornaron a niveles más normales.

En cuanto a los índices agregados de precios de *commodities*, indica que el GSCI de granos y cereales, influido fundamentalmente por el maíz y el arroz, aumentó en torno a 5%, en tanto que el de energía registró un incremento acotado, de solo 2%, explicado principalmente por el comportamiento del precio del petróleo Brent.

Hace presente, además, que si bien los índices FAO cereales y FAO alimentos de mayo último exhibieron caídas, en los últimos treinta días acumularon alzas, explicando, entonces, el aumento que refleja el GSCI de granos y cereales desde la última RPM.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita que se aclare si, en definitiva, el precio de los granos está subiendo o está bajando.

El señor Sergio Lehmann responde que el índice agregado de granos GSCI registró una caída importante durante parte de mayo, y anotó una reversión importante en los primeros quince días de junio, y que respecto de la última RPM se ha incrementado alrededor de 5%.

En cuanto a la evolución de los distintos índices agregados de *commodities* en los últimos doce meses, destaca que, con excepción de granos y cereales, se advierte cierta estabilidad, especialmente en los de metales y energía.

Para finalizar su presentación, indica que para los meses venideros, y sobre la base del índice FAO, se prevé estabilidad en los precios en general; alzas de la carne y de los cereales, explicadas fundamentalmente por la evolución del precio del trigo; y por lo tanto, caídas en los precios de otros alimentos, específicamente los lácteos y, en menor medida, el azúcar.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y ofrece la palabra para comentarios o preguntas.





El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que le sorprende que la proyección de precios de alimentos supere en un 8 o 10% a la contenida en el IPoM de marzo, en circunstancias que su percepción es que dichos precios han registrado ajustes a la baja en los últimos meses.

El señor Sergio Lehmann responde que el nivel actual de los precios de los alimentos es muy parecido al observado tres meses atrás. Sostiene que entonces se esperaba cierta estabilidad en el resto del año y después una caída, la que no se ha materializado, por la inestabilidad que han registrado los cereales, explicada, a su vez, por la sequía que ha afectado al oeste medio de Estados Unidos y también a Europa. Indica, además, que la proyección de marzo suponía una cierta normalidad en las condiciones climáticas, que no se ha dado.

En segundo lugar, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente su preocupación respecto de los datos de la economía mundial. En su opinión, los antecedentes de las últimas semanas no han sido buenos y la situación de Europa es especialmente compleja. Destaca que su inquietud apunta a la forma de poder compatibilizar esa mayor incertidumbre en un contexto donde las proyecciones centrales de crecimiento no alcanzan a recoger, efectivamente, lo que explican estas cifras y, especialmente, a la eventualidad que el Consejo estuviera desconociendo una realidad que, a su juicio, es lo suficientemente compleja, por el hecho de estar demasiado centrado en la proyección media.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que quizás no se le ha prestado suficiente atención al problema que se origina en el mercado monetario cuando las tasas de política son muy bajas, y que se agrava, además, en circunstancias como las actuales, en que se estarían postergando las perspectivas de un aumento. Manifiesta que por la forma como se hace política monetaria, los bancos persiguen una tasa en el mercado interbancario que tiene que ser igual a la tasa de política y en que los *spreads* aumentan si las percepciones de riesgo también aumentan. Plantea, en consecuencia, que la pregunta que hay que responder es cómo se hace funcionar un mercado monetario de manera normal con tasas de 0,5% o 1% si no reflejan las percepciones de riesgo, sin que ello lleve a una gibarización completa del mercado interbancario, que es el pivote del mercado monetario. A su juicio, esta situación puede agravar los problemas bancarios y del mercado monetario y, por tanto, el otorgamiento de garantías al crédito.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica, en primer término, que Suiza es el único país desarrollado, aparte de Estados Unidos, que ha hecho una reforma bancaria profunda después de la crisis para fortalecer la solvencia de su sistema bancario. Comenta que en las circunstancias actuales de mucha incertidumbre, en que se intensifica la búsqueda de seguros o de *safety assets*, un sistema bancario como el suizo resulta ser muy atractivo para los flujos de capital. Por lo tanto, cree que los efectos sobre el tipo de cambio del franco suizo se relacionan más con una búsqueda de seguridad que de rentabilidad.

En segundo lugar, expresa que le parece particularmente complejo que el *spread* de riesgo del Banco Santander y del BBVA, en España, haya aumentado 50 puntos base en el último mes, porque es atípico que supere significativamente el *spread* soberano. Al respecto, consulta si hay antecedentes que expliquen este hecho.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comparte el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro y con el tono del IPoM, en cuanto a que, más allá de que la proyección o de que ciertos números puntuales no difieren de ocasiones anteriores, no se advierte un panorama externo auspicioso. Señala que en Europa, la situación de Grecia es muy compleja en el corto plazo y que el resto de los países periféricos europeos se ven bastante débiles; que





con respecto a Estados Unidos, se observa a diversos analistas hablando de una posible nueva recesión en el caso más extremo o, al menos, de un estancamiento, y a Larry Summers planteando un mayor gasto público sobre niveles de deuda ya altos; que Japón, si bien se vio afectado por el terremoto, igualmente se muestra bastante complicado; y que en los emergentes, se observa una cierta desaceleración en el margen.

En resumen, manifiesta que la situación más compleja se observa en el ámbito de las economías desarrolladas, que, de seguro, afectará a las economías emergentes y no podrán continuar con el actual ritmo de crecimiento. En su opinión, el panorama actual es menos auspicioso que el observado tiempo atrás, por lo que es un tema relevante que amerita ser seguido con atención.

El Presidente señor José De Gregorio señala que si se juzgaran los comentarios aparecidos recientemente en el *Financial Times* o en el *Wall Street Journal*, se concluiría que el ambiente es más pesimista. En su opinión, ello surge, en primer término, del problema europeo, cuya solución no se visualiza aún; y, en segundo lugar, de algunas señales de *soft patch*, confirmadas, incluso, por el último comentario del Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke con ocasión de la última reunión de política monetaria, respecto de que la situación actual es muy frustrante, o por lo planteado por el ya mencionado Larry Summers días atrás en cuanto a que hay que mantener los estímulos, en circunstancias que esa posibilidad ya está fuera de discusión, porque nadie tiene fe en su efectividad. Hace notar que todo ello ocurre en un contexto en que la proyección es robusta y da cuenta de un mundo que está creciendo. Agrega que la primera forma de abordar una situación como la descrita es filtrando los modelos.

Hace presente, además, que el mundo está creciendo y recuperándose, pero con muchos focos de riesgos y todos ellos sesgados a la baja.

El Consejero señor Enrique Marshall coincide con lo señalado precedentemente. No obstante, indica que no se puede perder de vista que, en perspectiva, la recuperación ha sido bastante robusta. A su juicio, persiste el ruido financiero, afectando a los mercados de manera significativa, porque la crisis aún no termina y porque las pérdidas todavía no han sido asumidas completamente. Añade que cada vez que surgen sentimientos algo negativos, el ajuste en la cifra de crecimiento es mínima, como es el caso de estos dos últimos años, en que las perspectivas de crecimiento han sido menores en 10 o 20 puntos base, pero en que, al final, el crecimiento ha sido, en promedio, superior al promedio de los últimos diez años.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que otra perspectiva a destacar es que, dado el tamaño monumental de la crisis, la recuperación ha sido bastante robusta. En su opinión, corresponde enfatizar que esta recuperación ha sido impulsada por países en desarrollo, como China y Brasil, que han tenido una expansión completamente insostenible en términos de aumento del crédito y de expansión monetaria, entre otros, que debe ser normalizada. Agrega que los países desarrollados continúan muy débiles y que se ha abierto la posibilidad de que la disminución en el dinamismo sea más generalizada.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que si una economía cae 10% y después registra un crecimiento de 5%, puede ser que ese crecimiento sea significativamente mayor que el promedio histórico, pero no significa que la economía está creciendo a un ritmo elevado, sino que solo está registrando un rebote luego de una fuerte caída.

En segundo lugar, señala que, a su juicio, ni Estados Unidos ni Europa están haciendo lo necesario para resolver el problema de fondo. Indica que la crisis y el consiguiente sobreendeudamiento son más bien el reflejo de un problema de desequilibrio probable que se venía observando por mucho tiempo y, en ese sentido, advierte que ese problema no está





siendo resuelto. Comenta que en Estados Unidos, por ejemplo, la política está encaminada a que el Fisco se siga endeudando y a estimular al sector privado para que se vuelva a endeudar. De hecho, alude que en su artículo, Larry Summers apunta a que esa debiera ser la salida, en circunstancias que con ello no se aborda el verdadero problema de fondo de un país que ahorra muy poco y que tiene un problema de precios relativos. Agrega que en Europa, en cambio, Alemania, Polonia, Suiza y los países que exportan a China o que le exportan a Alemania para, a su vez, exportar a China, están bien.

En opinión del señor Vicepresidente, la situación actual es muy precaria, porque las diferentes economías están dependiendo del alto crecimiento de China y, en consecuencia, si dicho país se desacelera, es decir, si registra un crecimiento inferior a 8%, parte importante del dinamismo se disipará. Añade que esos países, en su conjunto, tienen un superávit en cuenta corriente que se compensa con el significativo déficit en de los países del sur de Europa, generando un problema cambiario que es evidente. Sobre el particular, menciona que Nouriel Roubini, en su *blog* en el *Financial Times* electrónico del día anterior, manifestaba que, a la larga, la salida que necesita Europa es volver a sus monedas nacionales para que se ajusten los precios relativos, comentario que, a su juicio, si bien es algo exagerado, apunta a un elemento que es de fondo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán cree que en la medida que las economías desarrolladas no resuelvan su problema estructural de fondo, la recuperación de sus tasas de crecimiento hasta un nivel equivalente a la tasa de crecimiento histórica de su PIB potencial se ve poco probable, tal como lo están reflejando crecientemente las variables que se observan. En este sentido, indica que la caída de las tasas de interés de largo plazo y de las compensaciones inflacionarias en las economías desarrolladas solo es compatible con perspectivas de crecimiento real de largo plazo mucho más bajas. En conclusión, hace presente que, a su juicio, el ambiente más melancólico que reina actualmente se debe, principalmente, a que el horizonte de salida de la actual situación se está desplazando hacia niveles más prolongados.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que la recuperación de la economía mundial comentada precedentemente, es vigorosa si se analiza el agregado, pero no lo es si se observa por separado, ya que muchas economías desarrolladas no alcanzan aún los niveles de producto registrados en el año 2007, como es el caso de Italia, Inglaterra y Japón. Incluso, en Francia los niveles actuales son muy parecidos a los de cuatro años atrás. Agrega que sus cifras de empleo tampoco exhiben mayor dinamismo y que las de Estados Unidos, especialmente, no reflejan que esa economía sea capaz de absorber la cantidad de empleos requerida.

En su opinión, la interrogante es cuánto tiempo se puede mantener esta situación, en que una área del mundo crece mucho y la otra, muy poco. Agrega que también le preocupa lo mencionado por el Consejero señor Sebastián Claro, respecto de que hay algunos países emergentes que estarían creciendo de manera bastante artificial.

El Presidente señor José De Gregorio destaca que el *heat map* es útil para esta discusión, ya que muestra claramente que las economías avanzadas están en azul, es decir, creciendo bajo su tendencia e, incluso, cayendo. No obstante, señala que no se debe olvidar que el mundo tuvo su peor recesión en los últimos diez años y que, dos años después, está creciendo a tasas difícilmente esperadas al final del año 2009. Reconoce que las economías desarrolladas sí enfrentan problemas serios y que el riesgo radica en que la economía mundial crece a velocidades duales, porque las economías se encuentran en estados cíclicos distintos. Indica que las avanzadas están creciendo cerca de sus tasas potenciales, pero requieren tener tasas de crecimiento mayores que 1 o 2% para poder cerrar la tasa de desempleo. En





consecuencia, sostiene que con un escenario de estas características, no se puede descartar que los próximos años sean extremadamente lentos.

Por último, indica que el panorama actual es de mucho riesgo e incertidumbre.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que lo importante son las implicancias para Chile, lo que pasa necesariamente por el precio del cobre, del petróleo y de los *commodities* en general. En ese sentido, es de opinión que si se advierte un grave problema en la economía mundial, debe ser traducido en aquello que pudiera impactar la economía chilena, como sería el caso que las tasas de interés permanecieran en un nivel muy bajo durante un tiempo prolongado o que el precio de las materias primas se mantuviera también muy alto durante mucho tiempo, pero mientras todos proyecten que el precio del cobre se mantendrá alrededor de US\$4 la libra por un largo período, corresponde concluir que las condiciones internacionales para Chile son favorables.

El Presidente señor José De Gregorio comparte lo planteado por el Consejero señor Enrique Marshall.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera, en relación con la interpretación de las cifras recientes de la coyuntura internacional, concuerda con los factores permanentes que se han planteado, como también con los problemas estructurales de balance en Estados Unidos y en Europa, que se reflejan en las dificultades de resolver la crisis soberana en Grecia y las crisis bancarias de otras economías. Hace presente que se suma a ello el tema de la velocidad de ajuste de China y la preocupación de que ante un deterioro, en las circunstancias actuales, no hay muchos amortiguadores que aplicar por el lado de la política monetaria o fiscal. En su opinión, esa es un área de preocupación, cuya duración y alcances es difícil de estimar.

Al mismo tiempo, señala que hay algunos factores transitorios o puntuales que también pueden haber influido en estas cifras y que es importante mantenerlos en vista. Precisa que el primero de ellos es el pesimismo que se ha originado en datos del sector manufacturero muy negativos, que se han vinculado a problemas puntuales relacionados con Japón. Agrega que las economías emergentes también han tenido dificultades, principalmente las economías asiáticas, que se relacionan con los problemas de oferta de Japón, mientras que los índices de servicio, que si bien es uno entre muchos, mostraron un deterioro algo menos significativo que el del sector manufacturo.

Plantea que el otro punto es la caída importante del gasto en consumo en el primer trimestre, que se ha asociado también a un efecto más puntual derivado del aumento que tuvo el precio del petróleo sobre el ingreso real de los consumidores y que indujo a un ajuste por una vez en la tasa de crecimiento del consumo, pero que tiene efectos algo más duraderos.

De acuerdo con lo expuesto, declara concordar con que lo preocupante es el primer conjunto de problemas, porque si bien los datos en general y las primas por riesgo indican que hay problemas estructurales que se siguen arrastrando, hay algunos factores puntuales que pueden haber exacerbado el deterioro de las cifras del primer y segundo trimestre, que hay que tener presentes también.

El Presidente señor José De Gregorio agradece las distintas consultas y comentarios, y agrega que un problema que se suma a la situación mundial es que no hay mucho más que hacer en materia de políticas.





A continuación, el Presidente señor José De Gregorio concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que presente el escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación, mencionando de los hechos destacados del escenario interno desde la última Reunión.

Señala que en materia de actividad, el dato del Imacec de abril mostró que se mantiene el dinamismo, pero que algunos otros indicadores dan cuenta que podría haber ciertas señales de moderación.

En segundo lugar, indica que la inflación estuvo plenamente en línea con las proyecciones internas y que sigue impulsada por alimentos y combustibles, y que las expectativas se han continuado moderando, sobre todo aquellas que se desprenden de las encuestas.

Por último, comenta que para esta Reunión, el mercado se inclina mayoritariamente por un alza de la tasa de instancia de 25 puntos base.

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere detalladamente a la actividad. Al respecto, precisa que el dato de Imacec del mes de abril alcanzó a 6,3% en doce meses y que registró una variación mensual de 0,3%, reflejando una cierta desaceleración en el margen que estuvo plenamente en línea con lo anticipado. Hace presente que el mes de mayo tiene dos días hábiles más que el mes precedente, por lo que es esperable que la tasa de variación interanual sea bastante más alta que la registrada en abril, en torno a 7%, y que en los meses siguientes se observen nuevamente tasas cercanas a 6%.

En cuanto a los indicadores sectoriales, plantea que industria exhibe ciertos elementos que apuntan a una recuperación algo más sostenida. Agrega que, por una parte, algunos indicadores de actividad han crecido en los últimos meses, especialmente las exportaciones del sector industrial; y, por otra parte, que en el sector comercio, si bien el comercio minorista continúa bastante dinámico, el indicador agregado ha tendido a aplanarse un poco, reflejando, en cierta medida, que las ventas mayoristas se han moderado en los últimos meses.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si el aumento que registran las exportaciones industriales se concentra en algunos productos, habida consideración de la heterogeneidad de este sector, uno de cuyos subsectores está muy relacionado con los recursos naturales, o si acaso se han incrementado en general.

El señor Claudio Soto responde que el número de productos exportados es reducido, que no se observa mayor heterogeneidad y que destaca el incremento de las exportaciones de celulosa por razones de oferta que ya se habrían resuelto, así como el repunte de los despachos de salmones.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, señalando que los indicadores de consumo entregan una visión mixta, ya que, por un lado, las importaciones de bienes de consumo han seguido creciendo con fuerza y, por otra parte, las ventas y unidades importadas de automóviles han caído en los últimos meses. Al respecto, destaca que, de acuerdo con cifras de la ANAC, las ventas de automóviles han disminuido, lo que podría estar contaminado en alguna medida por lo que está sucediendo en Japón. En todo caso, hace el





alcance que los datos de la ANAC abarcan un período bastante extenso, por lo que esta caída en las ventas de automóviles podría obedecer a una desaceleración algo más genuina.

Por otra parte, subraya que los créditos de consumo han seguido aumentando en términos anuales, en tanto que las tasas mensuales de crecimiento, si bien experimentaron un cierto retroceso en el último mes, se mantienen elevadas, lo cual apunta a que el crecimiento del crédito de consumo seguirá incrementándose en los próximos meses.

El señor Claudio Soto llama la atención sobre cierta moderación en las expectativas de las empresas. Sobre el particular, especifica que a pesar de que se mantienen en niveles optimistas en general, el último dato da cuenta de una caída del sector construcción. Por otra parte, informa que de acuerdo con el dato nominal de mayo, las importaciones de bienes de capital repuntaron con fuerza.

Con respecto al sector construcción, indica que varios indicadores reflejan que el sector sí está consolidando su recuperación, como es el caso de los permisos de edificación, que han crecido de manera importante. Al respecto, destaca que, durante el año pasado, los permisos de los sectores comercio, industria y oficinas sostuvieron los permisos de edificación, ya que aquellos para construcción de viviendas continuaron cayendo, pero este año se observa que estos últimos han comenzado a repuntar con fuerza. Agrega que el incremento de los despachos de cemento confirma lo anterior.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por el período que media entre el otorgamiento de los permisos de edificación y la edificación propiamente tal, así como por el correlato de los permisos de edificación con la actividad.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña señala que los permisos de edificación entran en el Imacec como un promedio móvil en doce meses.

El Gerente de División Estudios complementa, precisando que estos permisos entran en doce meses, porque las variaciones mensuales son bastante erráticas. Explica que ello obedece a que las inmobiliarias están con un sobre *stock*, lo que muchas veces es el resultado de temas regulatorios o municipales. Añade que si bien los permisos tienen una duración de un año, desde el momento que una obra comienza a ejecutarse, pasa a tener una duración bastante larga y, en consecuencia, su asociación temporal con el inicio de obras resulta ser bastante débil.

El señor Claudio Soto retoma su exposición y presenta las proyecciones. Señala que con respecto a la RPM anterior, la proyección interna de actividad se ha corregido al alza por industria y sectores ligados al consumo. Al respecto, señala que el sector industria se ha corregido al alza, dado los datos positivos que se han observado en el margen, mientras que en el sector construcción, a pesar de los datos positivos mencionados precedentemente, se observa una pequeña corrección a la baja, fundamentalmente por el impacto que tiene el catastro en la medición de este último sector. Menciona, por último, que el PIB proyectado para el tercer trimestre asciende a 5,5%.

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere a la variación trimestral de la serie desestacionalizada del PIB. Explica que la División Estudios la calcula utilizando factores estacionales proyectados, lo que es coherente con la desestacionalización de todos los sectores y no solo del PIB, y que de acuerdo con ello, será de 1,6% en junio. Indica que Cuentas Nacionales, en cambio, solo publica la variación trimestre a trimestre del PIB desestacionalizado y, por consiguiente, esa cifra difiere del 1,6% referido y resulta ser algo menor.





El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si el cálculo de la División Estudios es más preciso que el de Cuentas Nacionales y si acaso la serie desestacionalizada equivale a la suma de las subseries desestacionalizadas. El señor Claudio Soto responde que Cuentas Nacionales tiene un proyecto que tiene por objeto moverse hacia esa metodología.

El Gerente de División Estadísticas precisa que este método se denomina directo-indirecto. Explica que el directo es aquel en que el agregado se obtiene a partir de la suma de los individuales, y que la otra forma de obtenerlo es a través del PIB que, en el fondo, se desestacionaliza como serie individual. Añade que en la bibliografía hay preferencias por uno u otro método, y que el proyecto que la División Estadísticas está llevando a cabo es aquel en que el total es igual a la suma de las partes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto prosigue con las proyecciones, señalando que en el caso de la demanda interna, la corrección al alza para el primer trimestre es algo mayor respecto de lo previsto en mayo, lo que se explica por un significativo aumento del consumo. Hace notar que la corrección no es tan significativa para el segundo trimestre, porque habría un efecto o componente más bien transitorio por razones de orden estadístico, que llevaría a una desaceleración en los próximos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si la proyección considera un aumento importante en la variación de inventarios en el segundo trimestre, respecto de la contemplada en el IPoM pasado, si el juicio es que ello es deseado o indeseado y cómo se vincularía ello con el ciclo.

El señor Claudio Soto señala que el *stock* de inventarios se está aproximando a los niveles promedio históricos; por lo tanto, es deseado. Hace presente que no es clara la lectura de los datos del cuarto trimestre del año pasado, cuando se produjo una desaceleración muy fuerte del consumo y la variación trimestral del consumo privado fue de 0%, lo que obedecería a algunas dudas respecto de cómo se están midiendo los inventarios *vis a vis* el consumo y también sobre los perfiles. Manifiesta que de acuerdo con ello, antes de afirmar si efectivamente hay una acumulación muy fuerte de inventarios, es necesario esperar a que decanten las cifras de demanda.

El Gerente de División Política Financiera pregunta por los sectores que explican la corrección a la baja del crecimiento de las exportaciones reales, a lo cual el señor Claudio Soto responde que obedece al sector minería.

Al respecto, y para una mayor claridad de la información, el Presidente señor José De Gregorio solicita que las exportaciones de cobre se reporten por separado.

El señor Claudio Soto especifica que el cobre se ha corregido a la baja de manera significativa, porque ha habido sorpresas negativas por el lado de la producción de este metal de manera sistemática. Comenta que se pensó que ello obedecía a problemas técnicos y legales de carácter específico, pero dado que se ha sostenido en el tiempo, se corrigió la proyección del sector minero a la baja para el año completo.

De hecho, menciona que la proyección incluida en el IPoM para el sector minero es de un crecimiento negativo y que todos los antecedentes sobre inversiones o nuevos proyectos apuntan a que la actividad del sector se expandiría recién a partir del año 2015.





En relación con los inventarios, el Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si su variación esperada alcanza un nivel de entre 1 y 1,5%, y si en el IPoM se ha considerado que su acumulación será menor en los próximos meses. Al respecto, el señor Claudio Soto señala que se espera una variación de 1,8% para este año y de entre 1,2 y 1,4% para el próximo.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, señalando que parte de la desaceleración de la demanda interna obedece a un cierto aplanamiento en el consumo durable e, incluso, a una leve caída mensual. En todo caso, hace presente que estas cifras están algo contaminadas como consecuencia de los efectos del terremoto del año pasado, lo cual distorsiona la lectura del factor estacional del primer trimestre, por lo que, en su opinión, estas debieran tomarse como un promedio semestral, en vez de trimestre a trimestre. Añade que ello también es válido, de alguna manera, para el PIB, es decir, la moderación de las actividades coherente con la desaceleración de la demanda interna en los meses venideros.

Con respecto al mercado laboral, informa que se ha atenuado la creación de empleo durante los últimos meses y que se observa, además, una contracción en el margen del empleo asalariado, que ha sido compensada por una nueva expansión del empleo de cuenta propia. Subraya que el aumento de este último ha llamado la atención, porque se estimó que se habría incrementado solo como consecuencia del terremoto y que, por lo tanto, se moderaría posteriormente. Con todo, destaca que la tasa de desempleo sigue a niveles muy bajos. De hecho, precisa que la tasa marginal llegó a niveles de 6,5%, lo cual es bastante reducido en términos históricos, llevando a anticipar que la tasa promedio móvil del próximo mes será menor que el 7% que registra hoy. El señor Claudio Soto agrega que los salarios siguen creciendo en torno a 3%.

Continuando con su exposición, el señor Soto comenta que el tipo de cambio real se ha mostrado estable desde la última RPM, mientras que en términos multilaterales se observa una pequeña depreciación real desde entonces.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si es posible calcular un tipo de cambio real bilateral respecto de China. El señor Claudio Soto responde que es posible hacerlo y anticipa que se movería de una manera parecida al tipo de cambio bilateral del dólar. En consecuencia, el señor Manuel Marfán solicita al Gerente de Análisis Internacional que efectúe el cálculo para la próxima Reunión.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a los precios en dólares de las importaciones de bienes de consumo y pregunta si acaso han experimentado un aumento, porque advierte que las importaciones reales *versus* las nominales tienden a separarse de manera significativa. El señor Claudio Soto responde que estas importaciones han aumentado y que lo que se refleja en los precios domésticos y, específicamente, en los de los automóviles y electrodomésticos, es que han continuado cayendo.

Con respecto al mercado bursátil, el señor Claudio Soto indica que la bolsa chilena ha experimentado una caída en los últimos días, derivada de la situación que aqueja a la empresa de *retail* La Polar, y que en cuanto a su comportamiento en lo que va del año, en enero registró una caída con posterioridad al IPoM de ese mes, pero que luego se recuperó, exhibiendo niveles relativamente estables desde entonces. Agrega que, comparada con otras Bolsas de la región, ha aumentado en términos relativos.





En materia de inflación, señala que la variación del IPC de mayo alcanzó a 0,4%, en línea con lo proyectado, y que, con ello, la inflación anual se mantiene algo por sobre 3%. Destaca que el aumento de los precios obedece, básicamente, al alza que han registrado los precios de los alimentos en los últimos meses. Respecto del precio del pan, precisa que la incidencia de su alza en el IPCX1 fue de 0,1, mientras que la del precio de los combustibles, que es el otro componente que ha impactado a la inflación, ha sido bastante menor que la de los alimentos. En cuanto a reducciones de precios, indica que continúan las de los precios del equipamiento de viviendas y que se han observado también algunas caídas estacionales en vestuario.

En relación con la proyección, hace presente que se tiene como supuestos un precio de gasolina algo menor, en línea con lo que ha acontecido en los mercados internacionales y un tipo de cambio nominal que se reduce en \$1 con respecto a la Reunión pasada, esto es, desde \$468 a \$467. Comenta, además, que la menor trayectoria en el precio de la gasolina lleva a una postergación del alza del Transantiago en un mes, desde julio a agosto próximo.

De acuerdo con lo anterior, anticipa que la inflación del próximo mes sería de 0,3%, que es lo esperado también por el mercado, y que la variación anual del IPC sería de 3,6%.

El señor Claudio Soto manifiesta, además, que con el actual perfil de inflación, en que se esperan variaciones mensuales del IPC de entre 0,3 y 0,4% en los próximos tres meses, y un alza mayor en septiembre, en torno a 0,6%, por los aumentos de precios en transporte, alimentos y vestuario, explicados, a su vez, por razones estacionales y por la celebración del 18, la inflación en doce meses llegaría a 4% en septiembre y que ese nivel se mantendría hasta fines de año.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si se espera algún alza adicional, como pudiera ser en el caso de la electricidad o de los cigarrillos.

El señor Claudio Soto responde que se esperan leves alzas en la tarifa eléctrica a partir del próximo mes y caídas fuertes en el precio del vestuario este mes y el próximo, por las liquidaciones de fin de estación, que deberían revertirse a partir de agosto. Asimismo, indica que la tendencia de los precios de los electrodomésticos sigue a la baja y que las variaciones de los alimentos en el IPCX1 tendrán una incidencia de entre 0,2 y 0,3%, que decaería hacia incidencias más cercanas a 0,1% a fin de año.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que si bien los gráficos sobre márgenes del sector alimentos reflejan que el espacio que aún existe se agotaría en torno a marzo del próximo año, se han observado aumentos en los precios de alimentos. Con respecto a ello, pregunta si estas alzas de precios han aumentado significativamente los márgenes o si han ido *pari passu* con los costos y, por lo tanto, todavía persiste una situación de estrechez.

El señor Claudio Soto responde que hasta hace un par de meses se advertía que los márgenes se habían comprimido y que, descontadas las últimas alzas, deberían haberse mantenido en un nivel constante. Informa que el aumento de los precios de los alimentos alcanzó a alrededor de 1,5% mes a mes y que la incidencia del alza del pan fue de un tercio. De acuerdo con ello, estima que los márgenes se han mantenido cerrados y a niveles más bien constantes. En todo caso, hace presente que es difícil hacer un seguimiento mensual sobre la base de esa medida de márgenes, pero que se revisarán las cifras nuevamente.





El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, destacando que varias fuentes, como el IMCE o el IPEC, muestran un retroceso de las expectativas de inflación. Precisa que con respecto a las preguntas sobre el comportamiento futuro de los precios o de los costos, todas las respuestas apuntan a que han tendido a caer. Informa que igual resultado se obtiene de las encuestas de expectativas, ya que tanto la Encuesta de los Operadores Financieros como la Encuesta de Expectativas Económicas a un año y a veinticuatro meses muestran retrocesos y esta última, de hecho, la mantiene nuevamente en 3%.

Enfatiza, además, que los precios financieros no muestran una caída adicional durante este mes y que solo se observa una leve alza en el caso de las expectativas que salen de los *swaps*.

El señor Claudio Soto comenta que, dado lo anterior, el indicador sintético de expectativas de inflación a distintos horizontes y que se extrae de distintas fuentes, muestra un retroceso, pero se ubica aún en niveles algo superiores a los de fines del año pasado; y hace notar que si bien la mediana está en 3%, la dispersión de la encuesta a dos años indica que el promedio todavía sigue por sobre ese nivel. Añade que es destacable el hecho que la distribución se ha ido concentrando, lo cual da cuenta de una menor incertidumbre respecto del valor a que llegará la inflación hacia el término del horizonte.

Respecto de las tasas de mercado, hace presente que se han mantenido bastante estables. A título ejemplar, destaca que las tasas reales, específicamente las de los BCU-2, que habían aumentado hasta la última RPM, se han mantenido planas desde entonces. Agrega que las tasas *swaps* a 180 días, en cambio, registraron un leve aumento luego de la última Reunión, porque la magnitud del alza de tasa acordada por el Consejo constituyó una sorpresa, pero de ahí en adelante se han mantenido más bien planas.

Manifiesta que, con ello, la curva *forward* tampoco ha exhibido grandes movimientos respecto de la Reunión pasada y que si bien continúa indicando alzas futuras, su intensidad es bastante menor que las registradas hasta ahora. Informa que la curva *forward* calculada con los bonos, en tanto, que es la que computa la Gerencia División de Estudios, está anticipando que la tasa no llegaría a 6% a fines de año y que superaría levemente ese nivel hacia mediados del año 2012. Comenta, además, que en la parte corta está alineada con la Encuesta de los Operadores Financieros y que en adelante está algo por sobre lo que reflejan las encuestas.

Al concluir su presentación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto indica que, para esta Reunión, la visión mayoritaria del mercado, esto es, la que se extrae de la Encuesta de Operaciones Financieros como de la Encuesta Bloomberg y de Expectativas Económicas, es que el Consejo acordará un alza de la tasa de política monetaria (TPM) de 25 puntos base. Agrega que de acuerdo con esta última, se espera también un alza para la próxima Reunión. Destaca, por último, que hay visiones diversas, ya que algunos piensan que el Consejo acordará un aumento de la tasa rectora en esta Reunión y que la mantendrá en la próxima, mientras que otros creen que no habrá variaciones desde ahora hasta julio, por lo menos.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación de Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, suspende la Reunión y señala que esta se reanudará a las 16 horas.





Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 171.

El Presidente señor José De Gregorio concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, refiriéndose a los principales antecedentes acumulados desde la última RPM.

En relación con la economía internacional, indica que ha caído el ritmo de crecimiento de las economías desarrolladas y que sus proyecciones, en contraste con las expectativas para las economías emergentes, aún se mantienen estables y positivas. Hace presente, además, que se ha reducido el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales y que ha aumentado la incertidumbre respecto de la forma en que se resolverán los problemas financieros en Europa, lo que se refleja también en las primas por riesgo de bancos soberanos en esa región. Agrega que los mercados de materias primas han presentado movimientos mixtos, destacando la caída en los derivados del petróleo y las alzas en los precios de algunos cereales. Manifiesta, asimismo, que las compensaciones inflacionarias han registrado un descenso en las economías avanzadas y que se han aplazado las expectativas de normalización de la política monetaria en este grupo de países, mientras que en las economías emergentes, las tasas de política monetaria han continuado al alza. Por último, menciona que el dólar ha experimentado una leve depreciación en los mercados internacionales.

En Chile, destaca que los antecedentes de actividad económica y gasto interno continúan mostrando un dinamismo elevado, por encima de lo proyectado en el IPoM de marzo, y que los antecedentes del mercado laboral, esto es, el empleo, la desocupación y los salarios, reflejan un estrechamiento de las holguras en este mercado. Comenta, asimismo, que la inflación ha evolucionado según lo esperado, y que si bien las expectativas inflacionarias muestran un nuevo descenso, varias de ellas se mantienen sobre la meta de inflación. Añade que el peso se ha mantenido relativamente estable respecto del dólar, mientras que el tipo de cambio real ha experimentado una leve depreciación. Por último, menciona que las expectativas para la TPM se mantienen estables desde la RPM pasada, anticipando alzas adicionales de dicha tasa en los próximos meses hasta niveles que van entre 5,75% y 6,0%, y que para esta Reunión, los contratos financieros y las encuestas anticipan mayoritariamente un alza de 25 puntos base en la tasa rectora.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera indica que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes un alza de 25 puntos base de la TPM, hasta 5,25%, o mantenerla en 5,00%, y que la recomendación, en esta oportunidad, es por la primera opción, por las razones siguientes.

En primer término, plantea que en el IPoM de marzo, el Banco señaló que los riesgos para la inflación y el crecimiento económico estaban inclinados al alza.

En segundo lugar, hace presente que en los últimos meses, algunos de los riesgos inflacionarios se han atenuado, como se refleja en el descenso generalizado de las medidas de expectativas de inflación, y que el aumento de la TPM en Chile, la disminución en los precios internacionales de las materias primas y algunas sorpresas negativas en los precios internos han contribuido en este sentido.





Sin embargo, expresa que los riesgos relacionados con *shocks* adversos de oferta y su propagación al resto de los precios aún son relevantes. En su opinión, los precios internacionales de materias primas se mantienen volátiles, los precios internos aún muestran traspasos de las alzas previas en el mercado internacional y varias de las mediciones de expectativas inflacionarias aún se mantienen sobre la meta.

Por otra parte, menciona que los riesgos relacionados con el ritmo de crecimiento de la economía chilena y la intensidad de uso de los factores internos también se mantienen vigentes. Por último, destaca que los antecedentes disponibles han llevado a corregir al alza las proyecciones internas de crecimiento del PIB para el presente año.

Hace presente que como hipótesis de trabajo, se estima que las brechas de capacidad en la economía chilena están cerradas, es decir, no contribuyen a reducir la inflación ni tampoco a acelerarla; y enfatiza que esta es una evaluación que necesariamente continuará revisándose con los antecedentes de crecimiento, productividad y desempleo, y también de las presiones que se observen sobre la inflación y los salarios.

El señor Luis Óscar Herrera sostiene que la consecuencia es que la economía nacional debería mostrar en los trimestres venideros un ritmo de crecimiento alineado con su potencial, e indica que, al respecto, la expectativa de la Gerencia División de Estudios es que para lograr esta trayectoria se requerirá mantener la política monetaria en un nivel neutral, sin agregar ni restar impulso a la demanda agregada respecto de su tendencia, pero enfatiza que esta es una conjetura que también deberá revisarse a la luz de los datos.

En particular, menciona que durante los últimos meses, el ritmo de expansión de la demanda agregada ha evolucionado algo más rápido que las estimaciones de la tendencia. Al respecto, plantea que el diagnóstico de la Gerencia División Estudios supone que una parte de este dinamismo refleja un componente transitorio, producto del ajuste de *stocks* de bienes durables de consumo e inversión y, por otra parte, que la demanda aún no refleja el pleno impacto de la normalización de las políticas macroeconómicas y, en particular, de la política monetaria que se ha implementado durante el último año. En este sentido, añade que algunos indicadores de ventas de bienes durables muestran una moderación en el margen, pero aún demasiado incipiente para concluir sobre un cambio en la velocidad del consumo interno.

Asimismo, comenta que no se puede descartar la hipótesis alternativa de un mayor dinamismo de la demanda que perdurará por un tiempo mayor, impulsado por la tracción del mercado laboral y, posiblemente, también del crédito interno o externo. Plantea que si este fuera el caso, no se puede descartar que más adelante se requiera un ajuste más pronunciado de la política monetaria.

Por otra parte, señala que la evidencia de un debilitamiento en el crecimiento de las economías desarrolladas apunta en la dirección opuesta, e indica que los alcances de esta situación sobre las proyecciones de la economía mundial aún son difíciles de precisar, por lo que no se puede descartar que solo se trate de un bache transitorio. Menciona que existen factores puntuales que han incidido negativamente en el crecimiento mundial, pero que se revertirán en el corto plazo, como los efectos del terremoto y maremoto de Japón sobre la cadena mundial de producción, y que existen otros factores que han afectado transitoriamente el crecimiento de las ventas, como el impacto del alza del petróleo sobre el consumo global.





Dicho lo anterior, destaca que también existen factores más permanentes, cuyos efectos sobre el crecimiento son más duraderos, pero difíciles de estimar. Manifiesta que estos factores son bien conocidos, y se relacionan con la debilidad de las hojas de balance de los consumidores, gobiernos y bancos de las economías desarrolladas.

Hace presente que otra fuente de incertidumbre es la intensidad de la desaceleración de China, en respuesta a las mayores presiones inflacionarias que se observan en esa economía.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que, por el momento, los efectos observados sobre la economía chilena de este mayor pesimismo externo son acotados, tanto en lo que respecta a la evolución de los términos de intercambio, proyección del crecimiento de socios comerciales y disponibilidad de financiamiento internacional. No obstante, esta es una situación que deberá continuar observándose con cuidado.

En este contexto, indica que el balance de riesgos para la inflación aconseja continuar retirando estímulo monetario para alinearse con los rangos que históricamente han sido considerados como neutrales, actuando en forma preventiva para atenuar el dinamismo de la demanda interna y contener la propagación de *shocks* adversos de oferta. Expresa que la recomendación de elevar la TPM en 25 puntos base es consecuente con esta estrategia.

En lo que respecta a los próximos pasos para la política monetaria, señala que es probable que se requieran alzas adicionales de la TPM, pero que, al mismo tiempo, que también será necesario dar tiempo a que operen sobre la economía los ajustes ya realizados a la política monetaria. A su juicio, los próximos pasos deberán calibrarse según la respuesta de la economía y sus proyecciones, así como la evolución del escenario internacional.

Con respecto a las consideraciones tácticas, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que la opción recomendada en esta oportunidad coincide con la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que no debería producir una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés u otros precios financieros.

Por último, recomienda modificar la última frase del Comunicado, que se refiere al sesgo de la política monetaria, reflejando las incógnitas enunciadas anteriormente y dejando abierta la posibilidad de efectuar pausas en próximas Reuniones.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que, desde la última RPM, la situación financiera en Europa se ha deteriorado, en buena medida, por el empeoramiento de la situación fiscal en Grecia, de la situación bancaria en Irlanda y de las dudas sobre el alcance del compromiso del sector privado ante un nuevo préstamo a Grecia. Indica que es por ello que ha aumentado la probabilidad de un escenario de menor crecimiento en la Zona Euro o de eventuales complicaciones financieras por la exposición de la banca europea a los países afectados directamente o indirectamente a través del sistema bancario. No obstante, hace presente que en el entorno internacional, no se observa una reducción significativa en el precio de los *commodities* ni una caída en las tasas internacionales.





En el plano interno, destaca que la principal noticia es la expansión de la demanda interna, empujada por un crecimiento del consumo mayor que lo estimado y que se da en un contexto de un mercado laboral dinámico, con tasas de desempleo que llegan a niveles cercanos al 7% en lo más reciente. Subraya, en ese sentido, que como indicador contemporáneo de la demanda por consumo, el crédito de consumo se ha acelerado, llegando a niveles cercanos al 15% al año.

Por otra parte, plantea que la evolución de los permisos de construcción y los meses hasta agotar el *stock* sugieren una recuperación de la actividad de este sector en el segundo trimestre, que se había visto algo deprimido hasta el momento.

Hace presente que a este escenario contribuyen, además, la demanda externa, el reducido costo de fondeo para las empresas que operan directamente en el mercado, y una situación de la banca muy capitalizada y rentable, que da espacio a eventuales expansiones de la oferta de crédito, contribuyendo en el margen a esta expansión de la demanda.

Dado lo anterior, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan estima que pareciera conveniente, en esta oportunidad, acordar un alza de la tasa de instancia de 25 puntos base, para llevar la demanda a niveles que parecen estar en línea con la obtención de la meta de inflación en los plazos fijados por el Consejo.

El Presidente señor José De Gregorio agradece los comentarios del Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan, e informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, por intermedio de su Asesor señor Rodrigo Cerda, le ha hecho llegar su planteamiento, al que dará lectura a continuación.

“La actividad económica interna sigue creciendo a buen ritmo, exhibiendo signos de dinamismo. El IMACEC de abril registró un crecimiento interanual de 6,3%, aunque el resultado fue inferior a lo esperado por el mercado. El sector industrial se recupera, mientras que el comercio comienza a mostrar signos de moderación. Con esta cifra, al primer cuatrimestre de 2011 se registra un crecimiento interanual de 8,9%.

Por el lado de la demanda, los últimos datos muestran que las ventas de bienes de consumo y en particular, las de bienes durables, comienzan a moderarse. Sin embargo, el consumo sigue siendo apuntalado por un mercado laboral dinámico, que de acuerdo a las últimas cifras, muestra una creación de 474.470 empleos en un año. Además, pese al aumento de la inflación, los salarios reales exhiben tasas de crecimiento superiores a las observadas en promedio en 2010. En efecto, en el mes de abril las remuneraciones reales crecieron 2,6% en 12 meses.

En el caso de la inversión, los indicadores muestran signos de moderación. En el mes de abril, las importaciones de bienes de capital crecieron sólo 1,7% en 12 meses, tras exhibir tasas de crecimiento de 48,5% en marzo y 7,8% en abril. Cabe destacar que en esto influye la alta base de comparación, tras la reposición de maquinarias y equipos post terremoto. Por otra parte, de acuerdo a las cifras de cuentas nacionales del primer trimestre de 2011, la inversión en construcción creció 10,3%, superior al 5,1% del trimestre anterior. Esto implica un rebalanceo del crecimiento de la inversión desde maquinarias y equipos a construcción. En efecto, de acuerdo a las últimas proyecciones de la Cámara Chilena de la Construcción, se espera un crecimiento de 11,3% en 2011 para la inversión en construcción, lo que supera largamente la tasa de 1,8% en 2010.





En la economía internacional persisten elementos de riesgo. En Europa, se mantienen las tensiones financieras en algunas economías. En efecto, recientemente S&P rebajó la calificación crediticia de Grecia. Por otra parte, tras haber mantenido la tasa de política monetaria en 1,25% en junio, el mercado espera que el Banco Central Europeo la suba en julio en 25 puntos base. Sin embargo, debido a la debilidad de la actividad en la Zona Euro y al mejoramiento del panorama inflacionario, las próximas señales debieran apuntar a una reducción en el ritmo de aumento de tasas.

En Japón los indicadores sectoriales comienzan a mostrar signos de recuperación tras mostrar importantes caídas en marzo. La cifra de crecimiento del primer trimestre de 2011 se corrigió levemente al alza a -3,5% q/q desde el -3,7% del informe preliminar. Con todo, a la fecha, los efectos de la catástrofe sobre la actividad en el resto del mundo parecen acotados.

En Estados Unidos, se observa una desaceleración importante en el mercado laboral. La cifra de empleo del mes de mayo arrojó una creación mensual de sólo 54 mil puestos de trabajo, bastante menor a los 161 mil esperados por el mercado. A esto se suma que el crecimiento del primer trimestre de 2011 se ubicó en 1,8%, lo que implica una importante desaceleración respecto al trimestre anterior, cuando creció 3,1 %. En los últimos discursos, la autoridad monetaria ha dado señales de que la tasa rectora se mantendrá en los niveles actuales por un tiempo mayor al previsto.

En China, la cifra de inflación de mayo en 12 meses se ubicó en 5,5%. Además, el banco central chino subió las proporciones de reservas de capital exigidas a los bancos del país por novena vez desde el pasado octubre, en línea con el aumento de la inflación. Pese a ello, los países emergentes siguen liderando el crecimiento económico mundial.

Internamente, las presiones inflacionarias se mantienen bajo control. En mayo se registró una cifra de inflación de 0,4% mensual y 3,3% en 12 meses, levemente mayor a lo esperado por el mercado. El IPCX registró un aumento mensual de 0,3%, al igual que el IPCX1, con lo que las mediciones en 12 meses se ubican en 2,5% y 1,1% respectivamente.

Por su parte, las expectativas de inflación para el año 2011 se han ajustado a la baja. De acuerdo a la Encuesta de Expectativas Económicas de junio, la inflación esperada para 2011 se ubica en 4,2%, inferior al 4,3% de la encuesta de mayo. Para 2012, las expectativas ubican la cifra en 3,3%, inferior al 3,4% del mes previo. De igual forma, las expectativas de inflación medidas a través de las compensaciones inflacionarias muestran importantes reducciones. En efecto, las tasas de mercado (BCP y BCU a 2 años) arrojan en la actualidad un valor de 3,59%, cifra inferior al 3,74% promedio de mayo.

Como Ministerio de Hacienda reiteramos el compromiso de normalizar la política fiscal, contribuyendo también a atenuar presiones inflacionarias.

A nuestro juicio, la tasa rectora debiera mantenerse en el nivel actual, estableciendo una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria. Esto va en línea con los mensajes de aumentos más pausados dados por las autoridades monetarias en los países desarrollados, evitando un desalineamiento respecto a las trayectorias de política monetaria seguidas en el resto del mundo, y por ende, una mayor presión sobre el tipo de cambio real. Además, en un contexto de moderación del panorama inflacionario externo se evita una potencial desaceleración futura de la economía. Alternativamente, la opción es un aumento de 25 puntos base, validando las expectativas del mercado y dando una señal adicional en el combate a la inflación. Con todo, la situación actual sugiere que, en caso de seguirse esta





opción, el comunicado debiera cambiar el sesgo de política monetaria respecto a los comunicados anteriores, e incluso dejar abierta la posibilidad de futuras pausas en el ritmo de normalización de la política monetaria."

Al proseguir con la Reunión, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comienza su intervención, agradeciendo al *staff* por la excelente presentación.

En primer término, señala que las noticias no han sido buenas en el frente externo. Al respecto, especifica que se ha ido decantando el problema griego y que es evidente que algún arreglo habrá que hacer con respecto a su deuda pública; que ello, más la frágil situación de otros países periféricos de Europa, ha aumentado la incertidumbre global; que Estados Unidos ha ido en una senda de moderación de su crecimiento; que Japón está en recesión, afectado por el terremoto; y que en el mundo desarrollado se postergan nuevamente las alzas de tasas de interés y caen las tasas largas. Por otra parte, advierte que China y otros países emergentes muestran signos de desaceleración, aunque siguen creciendo a tasas elevadas, y que la inflación en estos países al menos ha dejado de subir.

En cuanto a Chile, destaca que la actividad interna se ha mantenido dinámica, incluso mayor que la esperada en el IPoM de marzo, pero que en el margen hay señales de cierta moderación. A su juicio, ciertamente es temprano aún para verificar si se trata de datos aislados o de una tendencia. Menciona, asimismo, que el mercado laboral mantiene su dinamismo, aunque en la última medición de salarios y costo de la mano de obra se registró una desaceleración. Por último, subraya que en materia de inflación, las expectativas se han seguido moderando; que la política monetaria más restrictiva, junto con la estabilización e, incluso, con la baja de algunos precios externos, han ayudado a esto; y que la inflación subyacente se mantiene acotada.

En este escenario, indica que ambas opciones presentadas por la Gerencia División Estudios son razonables. En su opinión, un alza de 25 puntos base en esta ocasión es coherente con un ajuste monetario más pausado que el de los últimos meses, en un escenario en que la tasa de interés estaría en el rango de lo que se considera la tasa neutral, y es coherente también con el dinamismo de la demanda interna y con el riesgo que esta se modere más lentamente que lo esperado.

Manifiesta que el mantener la TPM también es una opción razonable, en cuanto es coherente con un escenario externo más complejo que, inevitablemente, tendrá consecuencias en la economía nacional, y que también lo es con tasas de interés externas extraordinariamente bajas y que, aparentemente, se mantendrán en esos niveles por bastante tiempo. A su juicio, seguir ampliando la brecha de tasas de interés podría tener consecuencias cambiarias indeseadas. Agrega que la baja en las expectativas de inflación interna también apoya esta opción. Finalmente, expresa que es coherente con la necesaria pausa que hay que tener para analizar los efectos de la normalización monetaria del último año que, producto de los tradicionales rezagos, debieran empezar a sentirse con más fuerza a partir de los próximos meses.

Con todo, el Consejero señor Rodrigo Vergara se inclina en esta oportunidad por subir la TPM en 25 puntos base, hasta 5,25%. En su opinión, le parece la mejor opción, dada la trayectoria reciente de la TPM y los riesgos que aún existen en el frente interno, además que ello es consistente con la estrategia preventiva seguida hasta ahora. Sin embargo, también estima que es evidente que se está en un rango donde se vislumbra de cerca un período más





pausado, en que ajustes adicionales serán más dependientes de la nueva información que se vaya recibiendo. Más aún, considera que de adoptarse esta decisión, se está cerca de quitar el sesgo a la política monetaria. Por lo mismo, manifiesta que el Comunicado debiera modificarse para dar cuenta de esta situación.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención, señalando que, en el ámbito externo, las cifras mayoritariamente negativas dan cuenta de la debilidad de la recuperación mundial. Sobre el particular, especifica que las cifras efectivas de actividad y empleo, así como los precios de los activos financieros, esto es, de las bolsas y las tasas, han ido consolidando por varias semanas una perspectiva de débil recuperación en el mundo desarrollado, y que a ello se suman los desarrollos financieros en Europa que parecen acercarse a un punto de no retorno, donde los problemas de deuda en países periféricos se han agudizado significativamente y las salidas parecen estrechas.

Indica que en los países en desarrollo, en cambio, el dinamismo en la actividad continúa, pero a tasas decrecientes. Comenta que ello, junto a una estabilización de los precios de los *commodities*, ha llevado en algunos países a alguna postergación en los ajustes de la política monetaria.

En el ámbito interno, menciona que los datos de inflación estuvieron en línea con lo proyectado, como también la actividad. No obstante, hace notar que aun cuando esta última ha estado algo más dinámica que lo esperada hace unos meses, se observan en el margen algunos signos de moderación, evidencia que deberá ser reafirmada en adelante, de manera de constituir una evaluación certera del ciclo.

Agrega que el crédito ha seguido recuperándose, especialmente en el segmento de consumo, y que, medido a tasas anuales, todavía muestra un dinamismo normal. Sostiene, al respecto, que no es descartable que la dinámica del consumo siga estando asociada con una dinámica del crédito que haga subir estas tasas de crecimiento. A su juicio, los sucesos de los últimos días también podrían inducir, en parte, algún ajuste en la dinámica del consumo en el corto plazo.

Expresa, asimismo, que el mercado laboral continúa dinámico, a pesar de que la tasa de crecimiento del empleo disminuyó en el margen y los salarios no mostraron una aceleración adicional, respecto de la que venía mostrando en los meses anteriores.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, todo lo anterior reafirma la evaluación de que la economía chilena ha culminado un proceso de recuperación post crisis y que se encuentra en un proceso de expansión coherente con sus condiciones estructurales y con las condiciones externas, que todavía son favorables.

Cohérente con ello, manifiesta que la normalización de la política monetaria a un rango neutral se ha completado de manera sustantiva. Añade que, dadas las proyecciones y perspectivas, es razonable que algunos ajustes adicionales sean necesarios; no obstante, las condiciones sugieren que tales ajustes dependerán crucialmente de la información disponible y de la evaluación que se haga del impacto de la normalización de la política monetaria que se ha llevado a cabo en los últimos trimestres sobre la demanda y actividad.





El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que, en su opinión, la Minuta de Opciones recoge adecuadamente las razones por las cuales se justifica en esta ocasión un alza de 25 puntos base. En particular, plantea que una tasa de 5,25% es más cercana al promedio histórico asociado a la neutralidad y, en ese sentido, es más coherente con la posición cíclica actual de la economía y con los riesgos de mayor incubación de presión inflacionaria que podrían observarse.

Sin embargo, señala que resulta claro, en este caso, ponderar dos riesgos que, a su juicio, son los centrales en este momento. Sostiene que el primero se refiere a que con este nivel de tasas, resulta clave hacer la siguiente consideración. Especifica, por una parte, que si el dinamismo de la demanda doméstica interna continúa más allá de lo previsto, en cuyo caso se requerirían alzas mayores en la tasa de interés en adelante, podría ser necesario seguir aumentando la TPM. Indica que la alternativa es que la demanda interna se estabilice, ya sea por razones domésticas como por algún efecto de alguna mayor debilidad en la economía internacional. Estima que en una circunstancia como la actual, en que se está entrando a rangos neutrales de la política monetaria, se estaría cerca de un nivel de tasas adecuado. Plantea, al respecto, que después de un ajuste importante en la TPM en los últimos meses, resulta más crítico balancear adecuadamente estos riesgos, cobrando mayor validez la necesidad de hacer una pausa para evaluar el impacto que las alzas de tasas han tenido, ya que, de otra manera, se podría correr el riesgo de inducir un sobreajuste. Hace presente que este tema será más relevante en las próximas reuniones.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que vota por subir la TPM a 5,25%, y por un Comunicado que, sin descartar alzas futuras, sea más explícito respecto de la incertidumbre futura en los movimientos de la tasa.

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

El Consejero señor Enrique Marshall comienza su intervención, agradeciendo al *staff* el apoyo brindado en esta oportunidad y, destacando que se llega a esta Reunión, próximos a concluir la preparación de un IPoM, de modo que el Consejo se beneficia de los análisis que caracterizan a este ejercicio.

En primer término, indica que en el frente externo, las condiciones relevantes para Chile permanecen favorables; que el crecimiento mundial es satisfactorio; que el precio del cobre permanece alto y que las tasas de interés se mantienen en niveles bajos. Sin embargo, advierte que los sentimientos de mercado están debilitados, lo cual, en su opinión, responde, en buena medida, a la percepción de una pérdida de impulso en las economías avanzadas y, particularmente, en Estados Unidos.

En cuanto a las economías emergentes, señala que si bien mantienen un elevado dinamismo, existe alguna inquietud sobre su sostenibilidad. Al respecto, menciona que los mercados permanecen atentos a las decisiones de política que están adoptando sus Autoridades y, particularmente, al retiro del estímulo monetario, que ha continuado en varias economías.

Hace presente que, en este cuadro, los precios de las materias primas no han seguido subiendo y que si bien los niveles continúan siendo altos, el riesgo de una escalada ascendente, como la que se visualizó a principios de año, se ha atenuado, contribuyendo, al mismo tiempo, a moderar las expectativas inflacionarias.







En el frente interno, destaca que las cifras siguen mostrando un elevado dinamismo de la actividad y, particularmente, de la demanda, si bien sugieren una moderación en adelante. Con todo, sostiene que las proyecciones para este año estarán por sobre lo anticipado. Agrega que la expansión de la demanda es congruente con el comportamiento de la masa salarial y con la evolución del crédito, que si bien muestran tasas de crecimiento todavía razonables, han estado en constante aumento.

A su juicio, este dinamismo debería atenuarse, como resultado, entre otros factores, del retiro del estímulo monetario, pero existe el riesgo de que ello no ocurra en los términos previstos.

El Consejero señor Enrique Marshall indica, asimismo, que el último registro mensual de inflación sorprendió levemente al alza a los operadores de mercado, pero que, con todo, las cifras anuales, tanto para la inflación total como para la subyacente, se mantienen en niveles acotados.

Sin perjuicio de ello, considera que existen varios elementos sobre la trayectoria de la inflación que deben ser procesados con atención. En primer lugar, indica que los registros anuales han seguido subiendo en forma gradual, pero constante; en segundo término, que la inflación acumulada en los primeros cinco meses del año da cuenta de un ritmo o velocidad relativamente importante; y, en tercer lugar, que las medidas de inflación subyacente, si bien todavía en niveles bajos, muestran una tendencia ascendente en los últimos meses.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que, desde una perspectiva de mediano plazo, la política monetaria debe considerar, además, que las holguras productivas se encuentran cerradas, lo que se ve refrendado por un relativamente bajo nivel de desocupación y un crecimiento importante de las remuneraciones.

Hace presente, además, que las expectativas inflacionarias permanecen bastante estabilizadas, con leves ajustes, en respuesta a los últimos registros de inflación; y que las expectativas para la TPM también han experimentado ajustes marginales. Informa que para esta Reunión, las opiniones de mercado aparecen mayoritariamente inclinadas en favor de un alza de 25 puntos base.

En suma, indica que comparado con el escenario de meses anteriores, el que se visualiza actualmente tiene un poco menos de inflación de corto plazo, debido a factores puntuales de origen externo, y algo más de crecimiento, por lo menos para este año. Sin embargo, considera que estos ajustes en el escenario base no conllevan cambios evidentes para la política monetaria y que, en lo grueso, debería proseguir el curso que se había anticipado.

El Consejero señor Enrique Marshall coincide con la Minuta de la Gerencia División de Estudios en que las opciones plausibles en esta oportunidad son subir 25 puntos base o hacer una pausa transitoria; sin embargo, se inclina claramente por la primera opción.

Expresa que si bien la TPM se ubica ya en un rango de valores que se pueden considerar normales, el ajuste monetario correspondiente a este ciclo aún no ha concluido. Añade que este punto que se recoge de mejor forma si se opta por un alza de 25 puntos base. Hace presente, además, que como toda decisión, conlleva riesgos, pero menores que los que se asumirían si se optara por una pausa.





Manifiesta que después de haber efectuado tres alzas sucesivas de 50 puntos base cada una, un alza de 25 puntos entrega también una señal de moderación del proceso de ajuste en adelante y de proximidad respecto del nivel de llegada para la TPM. Plantea que un alza de 25 puntos base es, además, la decisión que espera mayoritariamente el mercado y nada indica que sea conveniente o necesario sorprenderlo en esta oportunidad.

Desde un punto de vista comunicacional, estima que la política monetaria debe señalar que los próximos pasos deberán ser evaluados con atención y que es probable que se requieran nuevos ajustes, que dependerán de los antecedentes que se acumulen.

En esa perspectiva, se inclina por introducir algún sesgo matizado en el Comunicado de esta Reunión, sin perjuicio de que el IPoM proveerá una explicación más completa sobre esta materia.

En consecuencia, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 5,25%.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención, agradeciendo el análisis del *staff* que, en esta oportunidad, se beneficia de la cercanía del próximo IPoM. Señala que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, a lo que añade como hechos relevantes los siguientes.

En primer término, reitera lo expresado en la RPM anterior, esto es, que se estaría consolidando un escenario para las economías desarrolladas de bajo crecimiento durante un periodo prolongado, donde la política monetaria probablemente se mantendrá expansiva, a medida que se reduzcan los grados de libertad de la política fiscal. Agrega que algunos analistas internacionales relevantes ya hablan de una eventual década perdida en Estados Unidos y también de problemas estructurales que entran un mayor crecimiento de la Zona Euro, que no están siendo abordados.

En segundo lugar, manifiesta que no se cuenta, en esta oportunidad, con nuevas proyecciones de *Consensus Forecasts*, por lo que es difícil saber si se mantiene lo que se había anotado de un continuo incremento en la proyección de inflación para las diversas áreas de economías emergentes. Expresa que el juicio, sin embargo, es que probablemente ese proceso se habría detenido, pero falta la información que así lo ratifique.

Con respecto a la economía doméstica, estima que de toda la información disponible, la más relevante es que las expectativas de crecimiento, especialmente las de inflación, han reducido su dispersión, y que estaría consolidándose en Chile un escenario de corto y de mediano plazo que tendría una visión crecientemente mayoritaria y que, en lo grueso, coincide con el del Consejo

Agrega que el mercado del trabajo, en tanto, sigue mostrando evidencia de un agotamiento de holguras. Al respecto, indica que la caída en la tasa de desempleo, medida sin los efectos de estacionalidad, muestra que cada vez es más probable —sin tener la certeza al respecto— que se estaría por debajo de la tasa natural de desempleo.





Finalmente, y como consecuencia tanto de una política monetaria en las economías desarrolladas que se mantendría expansiva por un tiempo más largo, como de políticas monetarias crecientemente contractivas o avanzando hacia niveles neutrales en las economías emergentes, plantea que existe un escenario de riesgo que podría generar un desalineamiento cambiario vinculado a flujos financieros difícilmente acomodables. Sin embargo, hace presente que este no es el escenario central, sino que es, a su juicio, un escenario de riesgo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán advierte, sin embargo, que en lo interno, los riesgos siguen siendo al alza para la inflación, para la actividad y para el gasto, por lo que, tácticamente, conviene seguir restando impulso monetario en el corto plazo.

Hace presente que todo lo anterior apunta a que su voto sea por elevar la tasa de política monetaria en esta oportunidad en 25 puntos base, lo cual concuerda con las expectativas de mercado y también es plenamente consistente y compatible con el escenario del IPoM que se dará a conocer próximamente.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que vota, en esta oportunidad, por elevar la TPM en 25 puntos base.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la intervención del Vicepresidente señor Manuel Marfán.

Al finalizar con el proceso de votación, el Presidente señor José De Gregorio señala que la actividad y demanda doméstica crecen algo por encima de lo previsto en el IPoM de marzo; que la economía se encuentra operando a plena capacidad y que las cifras de desempleo y salarios ya muestran cierta estrechez en el mercado laboral. Menciona que la inflación, por su parte, ha mostrado registros levemente mejores que los estimados hace algunos meses; que se han atenuado los riesgos de alzas adicionales de precios internacionales y que las medidas de expectativas inflacionarias privadas dan cuenta de este mejor panorama inflacionario.

En este contexto, hace presente que se espera que la inflación continúe con alzas moderadas en los meses siguientes, para luego converger hacia la meta de 3% en el horizonte de política.

Con todo, expresa que los riesgos inflacionarios no han desaparecido, en particular, potenciales propagaciones indeseadas de los precios internacionales a otros precios que dificulten la reducción de la inflación desde la parte superior del rango meta hacia el centro. Plantea que esto ocurre donde los posibles estrechamientos del mercado laboral puedan inducir presiones de costos y el crecimiento siga con vigor.

Manifiesta que en esta Reunión, los mayores grados de incertidumbre provienen del escenario internacional. Al respecto, especifica que las cifras más recientes de la economía mundial dan cuenta de una leve desaceleración de la recuperación, aunque causadas, en parte, por las repercusiones del terremoto en Japón sobre los sectores industriales en las economías avanzadas. Agrega que Europa, por su parte, sigue con tensiones financieras causadas principalmente por los graves problemas fiscales de Grecia y su incapacidad de recuperar sus bajos niveles de competitividad. En su opinión, el problema central en las economías avanzadas es que no disponen de espacios de política macroeconómica para compensar un potencial retroceso en su proceso de recuperación, a lo que se agrega la posibilidad de que alguna de las economías emergentes que lideran el crecimiento en el mundo, en particular China y Brasil,





puedan entrar en un proceso de desaceleración. Sostiene que habrá que seguir monitoreando con atención este escenario con muchas incertidumbres y, con particular énfasis, en derivar las implicancias que este tenga sobre la evolución de la economía chilena, la que podría apuntar en distintas direcciones. Hace presente que potenciales aumentos en la aversión al riesgo, caídas en los precios de *commodities* o intensificación de los movimientos de capital entre países, pueden ser algunas de las potenciales consecuencias. Por último, enfatiza que las proyecciones de crecimiento de la economía mundial siguen siendo auspiciosas, pero que los riesgos se han intensificado.

En suma, el Presidente señor José De Gregorio señala que el desenvolvimiento de la economía chilena seguirá siendo positivo en materia de crecimiento y con la inflación evolucionando coherente con su meta. Agrega que si bien los desarrollos hasta ahora han sido coherentes con dicha meta de inflación — en esto la conducta de la política monetaria ha sido central—, las decisiones del Consejo deben adoptarse mirando los escenarios más probables en los próximos trimestres y donde la coyuntura actual provee información acerca de los desarrollos probables en el futuro.

Señala que este escenario, que será presentado con mayor detalle en el IPoM durante la próxima semana, requiere de una instancia de política monetaria en torno a sus rangos neutrales en lo más cercano, con todas las incertidumbres que se tengan respecto de este nivel neutral y que, probablemente, deba seguir subiendo conforme la economía siga en una senda de sólida expansión. Añade que las proyecciones de un escenario con la inflación en su meta y la economía creciendo requieren de menor impulso monetario.

Además, hace presente que, hasta ahora, la política monetaria ha actuado de manera preventiva y consistente con la evolución de la economía, así como con los riesgos que enfrenta, permitiendo enfrentar hoy día una decisión de tasas en que se puede reducir el ritmo de ajuste de la tasa o, incluso, hacer una pausa. A su juicio, la trayectoria que ha traído la política monetaria y la necesidad de un menor estímulo aconsejan seguir subiendo la TPM en esta Reunión en 25 puntos base. Agrega que, probablemente, en los meses siguientes, se puedan hacer pausas, pero cree que la estrategia de anticipación que se ha realizado hasta ahora está rindiendo frutos y lo prudente es continuar con ella.

En mérito de lo expuesto, el Presidente señor José De Gregorio expresa que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base, a 5,25%.

Respecto del Comunicado, manifiesta estar de acuerdo en que alguna atenuación del sesgo puede ser útil desde el punto de vista comunicacional. No obstante, estima que no debiera dar la impresión—y eso sería lo complejo— de que este proceso de alzas de tasas ha terminado.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que se acuerda por unanimidad aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,25% anual.

En virtud de lo anterior, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

171-01-110614 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,25% anual.





Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,25% anual.

En el ámbito externo, se observa una reducción en el ritmo de crecimiento de las economías desarrolladas. La preocupación respecto del riesgo financiero en Europa se ha acentuado. Se observa un aumento en las primas de riesgo de diversos activos. A nivel global, los registros de inflación han continuado aumentando, pero otros indicadores señalan una moderación de las expectativas inflacionarias. Las expectativas respecto de la normalización de las tasas de interés en las economías avanzadas se han aplazado. Por otra parte, varias economías emergentes han continuado reduciendo su impulso monetario. Los precios de materias primas se mantienen en niveles elevados.

En el plano interno, las cifras de actividad, demanda y del mercado laboral dan cuenta del dinamismo de la economía. Los registros anuales de inflación del IPC se han mantenido en torno a 3% y los de inflación subyacente permanecen acotados. Las expectativas inflacionarias privadas muestran un descenso, aunque algunas de ellas se mantienen por sobre la meta.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, serán necesarios aumentos adicionales en la tasa de política monetaria, cuya oportunidad dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Con ello, 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 17:25 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



RODRIGO VERGARA MONTES  
Consejero