



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 169 celebrada el día martes 12 de abril de 2011

En Santiago de Chile, a 12 de abril 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.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante,
don Juan Esteban Laval Zaldívar;
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 Subrogante,
doña Tatiana Vargas Manzo;
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° 169, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de octubre de 2011, para el día 13 de ese mes.

El Presidente señor José De Gregorio informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá al análisis de las opciones de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 la actividad industrial da cuenta de positivas cifras durante el último mes. Subraya, asimismo, que la confianza de los consumidores en las economías desarrolladas ha vuelto a aumentar en medio de alguna mejora en el mercado laboral, mientras que en las economías emergentes, el incremento en los precios de la energía y alimentos estaría deteriorando la percepción de los consumidores.

En segundo lugar, indica que la inflación en las economías desarrolladas ha aumentado, registrándose un incipiente traspaso a las medidas *core* o subyacentes, y que en las economías emergentes, si bien la inflación total se ha estabilizado en niveles relativamente altos, se ha acelerado el incremento de las medidas *core*.

A título de tercer hecho relevante, comenta que los analistas han corregido al alza las expectativas de TPM para América Latina, y que los futuros para economías desarrolladas dan cuenta de alzas más aceleradas.

Comenta, asimismo, que Portugal solicitó rescate a la Unión Europea y al Fondo Monetario Internacional, y que el monto de la ayuda alcanzaría una cifra en torno a €75 – 100 billones. Hace presente también que no se ha observado contagio a otras economías, a diferencia de lo que ocurrió con los rescates de Grecia e Irlanda.

Menciona, además, que las tasas largas en Estados Unidos y la Zona Euro han aumentado frente a una atenuación del fenómeno *flight-to-safety* derivado, fundamentalmente, de las tensiones en Medio Oriente y la situación del terremoto en Japón.

Como últimos hechos relevantes, señala que el dólar se ha depreciado durante el último mes y que los mercados bursátiles han aumentado durante la última semana, en línea con el retorno de capitales a economías emergentes.

El señor Sergio Lehmann se refiere a continuación al crecimiento mundial, basado en las cifras contenidas en el IPoM de marzo; en el *World Economic Outlook*, WEO; y en aquellas publicadas por Consensus Forecasts hasta la fecha. Al respecto, indica que de acuerdo con estas últimas, destaca la corrección muy significativa a la baja en la economía japonesa, desde 1,4% en marzo a 0,3%, dando cuenta de los efectos del terremoto. Hace notar, asimismo, la alta dispersión de las proyecciones de crecimiento para esta economía, ya que la mediana para el presente año resulta ser de 0,5%, algo mayor que el 0,3% precitado, lo que es corroborado por los pronósticos de algunos bancos de inversión, que anticipan caídas para el año en Japón.

El señor Lehmann destaca que las cifras de Consensus Forecasts también dan cuenta de una corrección a la baja en Estados Unidos, bastante alineada con lo informado por el WEO. Agrega que respecto de Japón, este último resulta ser un tanto optimista, al proyectar un crecimiento de 1,4% para este año.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento para el año 2012, informa que se observa un rebote en el caso de Japón, producto de una percepción mucho más negativa para el año 2011; un crecimiento algo mayor para India, y una leve corrección a la baja para China, tanto para este como para el próximo año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con respecto a la producción industrial, señala que las cifras son positivas y que sobresalen el rebote que muestra China, el aumento que registra Europa emergente y el incremento algo más tenue en el caso de las economías avanzadas. Añade que el PMI manufacturero se mantiene sobre el pivote de 50, con algún aumento en las economías emergentes y una reversión ligera en los países avanzados, pero aún así muy por sobre el pivote de 50.

El Presidente señor José De Gregorio llama la atención sobre el PMI manufacturero de las economías avanzadas y emergentes, por cuanto el primero es superior al de los países emergentes, donde se observa aún mucha *slack capacity*.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann explica que los datos exhibidos dan cuenta de los resultados de las encuestas a gerentes de compra, que reflejan su visión para los próximos tres meses. Hace presente que, de acuerdo con ellos, la visión actual de los gerentes en economías desarrolladas es algo más positiva que la de aquellos de países emergentes, y que debe considerarse, además, que estos últimos parten de un nivel mucho más bajo. De hecho, comenta que las proyecciones arrojan una desaceleración significativa de la expansión de las economías emergentes en el 2011 respecto del año anterior, es decir, estas últimas crecerán menos este año que en el 2010.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si los PMI de economías desarrolladas y emergentes son comparables. El señor Luis Óscar Herrera responde que es el indicador de quiebres de ciclos más utilizado, y que si bien no se usa para efectuar comparaciones entre economías, sí entrega una visión global respecto de la percepción que tienen los gerentes de compras respecto de las condiciones futuras.

El señor Sergio Lehmann prosigue, indicando que la confianza de los consumidores registra una caída en las economías emergentes, muy asociada al comportamiento de los precios de la energía y los alimentos, y un aumento en los países desarrollados, probablemente a raíz de una mejor percepción respecto del mercado laboral.

En relación con lo anterior, manifiesta que la creación de empleo ha aumentado tanto en las economías emergentes como avanzadas. Agrega que en el caso particular del mercado laboral en Estados Unidos, el dato de creación de empleo del último mes no solo resultó algo mejor que en meses anteriores, sino que superior a los promedios de expansión. Sin embargo, advierte que la lectura sigue siendo que persiste la debilidad del mercado laboral en Estados Unidos, debido a que el porcentaje de desempleados de largo plazo —aquellos que no encuentran empleo en los primeros seis meses de desempleo— sobre el total de desempleados sigue siendo muy elevado, del orden del 40 - 50%, muy por sobre el promedio histórico.

Con respecto al mercado inmobiliario norteamericano, informa que también se mantiene débil, ya que los precios de las viviendas han caído en el margen, la ejecución de hipotecas ha aumentado levemente y la venta de viviendas continúa muy lenta.

En materia de inflación, comenta que se observan nuevos incrementos de precios en Estados Unidos y en la Zona Euro, mientras que los registros subyacentes exhiben bastante estabilidad, en general, y solo algunos aumentos algo más marcados en el caso de Estados Unidos, particularmente en el caso de las velocidades respectivas. Indica que en las economías emergentes, en tanto, se observa cierta estabilidad en el margen, con ligeras caídas en Europa emergente y América Latina, y estabilidad en el caso de Asia emergente, lo que es coherente con lo que se advierte en términos de velocidades. Sin embargo, hace notar que las inflaciones subyacentes anotan un leve aumento y exhiben una trayectoria creciente, particularmente en América Latina y Asia emergente.

En este contexto, destaca que las proyecciones de inflación han aumentado tanto para las economías desarrolladas como emergentes, con especial fuerza en América Latina y Asia emergente y menor intensidad en Europa del Este.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 4 de 24

El señor Sergio Lehmann continúa, señalando que en relación con las tasas de política monetaria (TPM), la novedad estuvo dada por el aumento de 25 puntos base acordado por el Banco Central Europeo, marcando un cambio en lo que fue su política durante más de un año. Agrega que algunas economías emergentes han continuado con el proceso de retiro del estímulo monetario, como es el caso de China, Israel, Colombia y Perú.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que la perspectiva inflacionaria en Colombia para fin de año es del orden de 3,2 – 3,4%, que su TPM está en un nivel muy bajo, de solo 3,5%, y que esta solo ha subido 50 puntos base desde el mínimo alcanzado durante la recesión. Consulta por las razones que explican la situación descrita.

El señor Sergio Lehmann responde que la economía colombiana está creciendo a niveles bastante modestos, entre 4,5 – 5%, lo mismo que su demanda interna. Agrega que se espera un crecimiento similar para el año próximo, lo que evidencia niveles de expansión bastante por debajo de los que están registrando países como Chile, Perú y otros países latinoamericanos.

El señor Lehmann retoma su presentación, refiriéndose a las TPM futuras. Al respecto, informa que los analistas han corregido al alza sus expectativas de TPM para América Latina y las mantienen para Asia y Oceanía. Recalca que en el caso de Europa emergente se observa una situación un tanto peculiar, ya que se espera una caída en la trayectoria, asociada fundamentalmente a Hungría, respecto del cual se proyecta un movimiento algo más moderado, pero, por otro lado, economías como República Checa y Turquía serían más agresivas. En su opinión, la trayectoria de la curva podría llevar a una lectura distorsionada de la situación en términos agregados.

En cuanto a las economías desarrolladas, en tanto, indica que los contratos futuros ya anticipaban el movimiento de TPM para Europa, situación que se repite respecto de los meses venideros; y destaca que las pendientes para Europa, el Reino Unido y Estados Unidos son bastante parecidas, particularmente para el año 2012.

Con respecto a las tasas largas, hace presente que han aumentado en las economías desarrolladas. Sobre el particular, hace notar los aumentos importantes en las tasas alemanas, asociados a la preocupación por la inflación y movimientos de las tasas rectoras en la Zona Euro. Añade que en Estados Unidos también se observan incrementos en la tasa de interés a dos y diez años, revirtiendo, de alguna manera, el *flight-to-safety* derivado de la agudización de los problemas en Medio Oriente y el terremoto en Japón.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las razones que explican, en el caso de Estados Unidos, el quiebre en la tendencia de las tasas de interés.

El señor Sergio Lehmann responde que este quiebre obedece a una mayor preocupación por la inflación y a una reversión del *flight-to-safety* derivado del terremoto en Japón.

En cuanto a las tasas en Estados Unidos, manifiesta que la nominal a 5 y 10 años ha subido, mientras que las tasas reales permanecen bastante planas en el caso de la de 10 años y negativa, incluso, la de 5 años, lo que da cuenta del aumento del refugio de los agentes en TIPS que, de alguna manera, los protege de las mayores preocupaciones por el tema inflacionario.

Respecto de la compensación inflacionaria, señala que la *forward* 5 a 10 años, o sea, la tasa implícita de los bonos entre 5 y 10 años, ha aumentado, como también lo ha hecho la compensación inflacionaria leída simplemente como tasa nominal menos real.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 5 de 24

El Consejero señor Sebastián Claro señala que el *peak* que anotaron las tasas con motivo de la tensión de Medio Oriente es sucedido por una caída de aquellas a 5 y 10 años, que se agudiza a raíz del terremoto en Japón y, probablemente, como resultado de las incertidumbres derivadas de la envergadura de esta catástrofe. En su opinión, se podría interpretar que esa reversión obedece, por un lado, a la presencia de datos alentadores de actividad que han llevado a adelantar la normalización de la política monetaria o, alternativamente, a que la situación del petróleo se ha agudizado y, por lo tanto, a Estados Unidos le queda menos espacio para tener una política monetaria más acomodaticia.

Al respecto, consulta si existen antecedentes que permitan saber cuál de esas dos razones podría estar explicando esta caída de tasas, y expresa que tiende a pensar que es la segunda alternativa, esto es, el alza del precio del petróleo, que lleva a que la Reserva Federal tenga menos capacidad de resistencia ante la inflación y que, por lo tanto, las perspectivas de crecimiento tiendan a disminuir.

El Presidente señor José De Gregorio piensa que la caída de tasas puede obedecer a expectativas de mayor inflación y mayor crecimiento, en tanto que el Consejero señor Sebastián Claro estima que responde a expectativas de mayor inflación y menor crecimiento.

El señor Sergio Lehmann indica que los indicadores han sido positivos y han sido anticipados adecuadamente. De hecho, hace notar que la proyección de crecimiento para Estados Unidos se ha corregido ligeramente hacia la baja. Para resumir, expresa que, a su juicio, ha habido buenos indicadores de actividad, preocupaciones por la inflación y por el precio del petróleo, y tasas reales relativamente planas.

El señor Sergio Lehmann prosigue, refiriéndose a las monedas. Sobre el particular, señala que el dólar multilateral se ha depreciado marginalmente, mientras que el euro y el franco suizo se han apreciado. Destaca que a pesar de las presiones o preocupaciones surgidas a propósito de la situación de Portugal, las monedas de Europa del Este se han apreciado, y que la apreciación ha sido algo menor en el caso de las monedas del resto de las regiones.

Asimismo, hace especial mención a la situación particular de Portugal y al eventual contagio a las economías periféricas de Europa. Al respecto, comenta que ese país recurrió, finalmente, al programa de financiamiento del Fondo Monetario Internacional y de la Unión Europea, y que, a diferencia de lo acontecido con Grecia, que generó una preocupación generalizada respecto de las economías periféricas, ha sido leído positivamente por los mercados. De hecho, informa que han caído los CDS de casi todas las economías de la periferia europea, lo mismo que los CDS bancarios, tanto de los bancos que cuentan con buena clasificación de riesgo como los de los más riesgosos.

Al continuar, hace presente que los mercados bursátiles se han recuperado y que sus desempeños, comparados con los observados en el año 2010, son positivos, particularmente en el caso de Europa emergente. De hecho, menciona que en lo corrido del año, las bolsas de los BRIC ya igualan el desempeño del año 2010. Indica, además, que ello se da en un contexto en que los flujos de capitales de renta variable, y en menor grado los de renta fija, han retornado a las economías emergentes.

Por otro lado, destaca también que las percepciones de riesgo se han reducido, particularmente los premios corporativos A de Estados Unidos, como también lo han hecho las volatilidades de las distintas bolsas de valores.

El señor Sergio Lehmann señala que en materia de precios de *commodities* se observan aumentos relativamente generalizados respecto de la RPM anterior, en especial en el caso del maíz, el trigo y el petróleo, cuyas alzas alcanzan a 24, 21 y 13%, respectivamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto al precio de los alimentos, explica que se calculó una *proxy*, porque aún no se cuenta con el indicador de FAO alimentos y FAO cereales de marzo, que arrojó una caída de 3% en ambos casos, pero anticipa que esta se revertiría durante el mes de abril por el comportamiento de los granos y cereales.

Asimismo, hace notar que al analizar la evolución de los índices agregados de *commodities* a partir de julio del año 2010, se observa que el de los cereales ha vuelto a aumentar hasta los niveles observados en febrero último, luego de haber caído producto de las preocupaciones derivadas de los efectos del alza del petróleo y de la catástrofe en Japón, que habrían incidido en una menor demanda.

Respecto del mercado del petróleo, en tanto, comenta que si bien se mantienen el desalineamiento entre el petróleo WTI/Brent y la incertidumbre respecto de su evolución, los futuros anticiparían alguna moderación en sus alzas.

Por otra parte, indica que los inventarios de petróleo de Estados Unidos se mantienen en niveles altos en relación con las trayectorias históricas, no así los inventarios de los países OCDE, cuyos niveles son algo más bajos, presionando el petróleo WTI *versus* el Brent. Hace presente, además, que la producción adicional de la OPEP no compensa la caída del abastecimiento libio, ascendente a un millón de barriles diarios, aproximadamente. De hecho, recalca que, en el neto, la OPEP ha reducido su producción, presionando el mercado del petróleo en cierto grado. A pesar de ello, destaca que si bien las holguras de capacidad de la OPEP se han reducido, estas no solo superan los cuatro millones de barriles diarios, sino que también los niveles promedio de los años 2000. Añade que estas holguras, que se concentran básicamente en Arabia Saudita, podrían suplir la eventual mayor demanda de petróleo que podría surgir a partir de los problemas para generar energía nuclear en Japón, así como de eventuales postergaciones o reestudios de proyectos de energía nuclear en otras economías.

El señor Sergio Lehmann prosigue, señalando que desde una perspectiva mucho más amplia que la habitual, se observa que los precios nominales de los alimentos se ubican en máximos históricos, mientras que las cifras reales, que corresponden básicamente a precios de alimentos deflactados por precios de bienes manufacturados, se encuentran hoy ligeramente por sobre el promedio histórico. Plantea que ello podría estar anticipando una cierta inflexión de los últimos registros, si es que los precios reales tienden, de alguna manera, a moderarse.

Con respecto al índice de FAO alimentos, reitera que el último dato, que corresponde a una *proxy* sobre la base de lo observado durante las últimas semanas, da cuenta de un aumento para el mes de abril.

Al finalizar su presentación, el señor Sergio Lehmann exhibe diferentes gráficos sobre los precios internacionales de los alimentos y futuros, con el objeto de comparar las trayectorias en este ciclo *versus* lo observado en el período 2007 – 2008. Indica que lo destacable es el aumento del precio de los cereales respecto de la última RPM y la reversión de importancia que se espera en el caso del azúcar, ya que las demás trayectorias aparecen bastante planas, como es el caso de las del petróleo, aceite y carnes.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que el reporte del Fondo Monetario Internacional es muy optimista respecto del precio de los alimentos, su evolución y la reacción que está teniendo la oferta a estas alzas de precios, y hace una clara distinción entre el precio del petróleo y el de los alimentos. Informa que en opinión de ese organismo, el aumento de los precios de estos últimos no constituye una escalada de precios muy significativa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 7 de 24

El señor Sergio Lehmann hace notar que la visión del Fondo Monetario es coherente con lo que ha estado planteando la Gerencia de Análisis Internacional, en cuanto a que se advierte una cierta estabilidad en los precios de alimentos en adelante. Agrega que esta visión obedece a que los factores de oferta que contribuyeron a esta alza, han comenzado a ceder, pasando de ser un supuesto de trabajo a una realidad.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera informa que el Departamento de Agricultura de Estados Unidos publicó recientemente un reporte que se ha calificado como negativo, que afectó las expectativas. No obstante, plantea que ello debe considerarse en el contexto que el ciclo agrícola es mucho más corto que el de los metales o el del petróleo.

El señor Sergio Lehmann sostiene que ello marca también una diferencia importante con el *rally* de precios observado en el período 2007 – 2008, que estuvo afectado más bien por componentes de demanda, *versus* los actuales componentes de oferta, que son mas abordables en este ciclo.

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

El Consejero señor Enrique Marshall indica que si bien varios analistas han manifestado que los riesgos han aumentado en los últimos días, muchos de los antecedentes expuestos no dan cuenta de que ello sea así. De hecho, destaca los sentimientos de tranquilidad y optimismo que se observan en los mercados y la mejora en Europa, en especial luego del anuncio de rescate a Portugal. Señala, por tanto, que el único factor que estaría reflejando claramente un deterioro de la situación económica y financiera global, es el precio del petróleo y de los *commodities*, que introduce un factor de incertidumbre, porque en episodios pasados tuvo efectos devastadores, en algunos casos.

Hace presente que ante un escenario como el descrito, surge la interrogante respecto de la manera como actuarán los distintos países frente a las medidas de política monetaria que adopten los bancos centrales respectivos, ya que se han podido observar reacciones bastante heterogéneas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que en este escenario de tasas neutrales o superiores a las neutrales en un horizonte no muy lejano para las economías emergentes, y en que las economías desarrolladas tendrían tasas claramente inferiores a estas por mucho tiempo, los flujos de capitales irían desde estas últimas hacia las emergentes durante un periodo más prolongado que el acostumbrado.

Al respecto, indica que muchos analistas y economistas responsables en materia de política económica, así como instituciones internacionales, piensan que esos flujos podrían ser desestabilizadores. Asimismo, plantea que le llama particularmente la atención que el *Board* del Fondo Monetario Internacional, con todos los pesos relativos que tienen las distintas economías, aprobara un *statement* en el cual señala que los controles de capital forman parte del instrumental de política económica y que pueden ser adecuados bajo ciertas condiciones o frente a situaciones de este tipo.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta su deseo de rescatar dos elementos de ello. En primer término, sostiene que, independientemente si se está de acuerdo o no respecto de los controles de capital, la discusión aludida surge de una situación de mediano plazo que el Consejo deberá abordar en algún momento, de manera que no lo sorprenda o lo encuentre desprevenido. En segundo lugar, indica que, en su opinión, el tema de los controles de capital entra en un mundo de discusión pragmática, más que de principios y valores. Por lo tanto, sugiere que este tema sea analizado desde esa perspectiva.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 8 de 24

Respecto del primer tema expresa que, a su juicio, es lo suficientemente relevante el diagnóstico que se está haciendo en las distintas economías sobre las presiones cambiarias, el flujo de capitales y otras materias, que pudiera haber en un horizonte de 2 a 3 años, por lo que sugiere incorporarlo a los análisis, para que el Consejo no se encuentre desprevenido. Expresa que en los IPoM se resuelve el problema de manera bastante simple, al suponer que el tipo de cambio real vuelve a su nivel de equilibrio en un horizonte razonable. Manifiesta que ese supuesto, si bien es válido en la mayoría de los casos, estaría, de alguna manera, cuestionado en la actual coyuntura, por lo que convendría revisarlo con detención.

El Presidente señor José De Gregorio destaca que las diferencias entre las TPM de los países emergentes y de los países desarrollados no son tan abismantes como lo fueron hace 10 – 15 años atrás. Al respecto, sugiere alargar la serie para ver el comportamiento pasado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán reitera su preocupación respecto del tema de los controles de capital, así como su sugerencia de incorporarlo a los análisis, habida consideración que es una materia que está en el debate internacional y porque Chile está involucrado en tanto economía emergente que forma parte del diagnóstico antes mencionado.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que, en la presente coyuntura, el foco de atención se ha desplazado a la inflación en todas las economías del mundo, como lo demuestra la caída de las expectativas en las economías emergentes y, probablemente, el deterioro de las confianzas a nivel político y también de los apoyos de los distintos gobiernos. Agrega que lo anterior ha sido en desmedro de los tipos de cambio, a pesar de que estos han estado contribuyendo a controlar la inflación en el corto plazo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que las economías emergentes, a diferencia de los países desarrollados, tienen que tener tasas de interés más cercanas a las neutrales porque están, precisamente, con presiones inflacionarias y las brechas cerradas. Añade que se observan estímulos evidentes de la inflación, de las brechas, que han generado debates a nivel internacional, razón por la cual sugiere analizar el tema y seguir tales discusiones, porque hay un diagnóstico implícito que involucra a la economía chilena, y porque estima que sería imprudente por parte del Consejo no hacerlo.

El Presidente señor José De Gregorio comparte la idea planteada por el señor Vicepresidente, en cuanto a la importancia de discutir los problemas citados. A su juicio, el Consejo del Banco siempre está abierto a discutir los diferentes problemas que tiene o enfrenta la economía chilena. Manifiesta, además, que siempre se ha sostenido que esto es un tema pragmático, que hay riesgos con los flujos de capitales, tal como se ha señalado en varios Informes de Estabilidad Financiera, IEF. En su opinión, este es un tema que está presente y se debe proseguir en la discusión de los riesgos y de herramientas de política. De hecho, expresa que la misma discusión que se realice con motivo del próximo IEF contribuirá a retomar los temas de vulnerabilidad y de herramientas de política.

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 señor Claudio Soto inicia su presentación, mencionando los hechos destacados desde la última Reunión.

En primer término, señala que la actividad de febrero sorprendió al alza, por los sectores asociados al consumo y a la fruticultura.

En segundo lugar, indica que la inflación de marzo fue más baja que lo proyectado internamente, pero que las expectativas se mantienen elevadas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 9 de 24

Hace presente, asimismo, que las proyecciones internas de actividad e inflación no se han modificado sustancialmente respecto de las contenidas en el IPoM de marzo, a pesar que ya se cuenta con un dato adicional de Imacec y de inflación.

A título de último hecho relevante, informa que las expectativas de mercado para la TPM se han ajustado al alza, lo que coincide con nuevos aumentos en el precio del petróleo, y que para esta Reunión se espera un alza de 50 puntos base.

A continuación, el señor Claudio Soto destaca que, en materia de actividad, el crecimiento de febrero alcanzó a 7,2%, reafirmando el elevado dinamismo que presenta la demanda interna. Comenta que esta cifra sorprendió internamente y al mercado, y que ella se vincula a una próxima corrección al alza del Imacec de enero, que pasará desde un 6,8%, que corresponde a la cifra publicada, a un 7,1%. Agrega que todo ello reafirma que la actividad del primer trimestre sería más elevada que lo proyectado.

A nivel sectorial, manifiesta que el sector industrial continúa deprimido, mientras que el sector comercio sigue muy dinámico y con velocidades, de hecho, en torno a 10% en términos anualizados. En cuanto a la situación del sector industria, indica que algunos elementos puntuales, como producción de cigarrillos y refinamiento de combustibles, explican su caída en el margen, pero que ello se revertiría en marzo.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si el problema que afecta actualmente a la refinería de Ventanas es relevante en términos cuantitativos.

El señor Claudio Soto responde que este problema no tiene un impacto muy significativo en la producción de cobre y, por ende, en el sector minero, pero sí en la refinación de combustibles, ya que esta planta tiene una participación de 40%, aproximadamente, en la refinación total de combustibles.

El Consejero señor Enrique Marshall solicita que se corrobore si el tema de Ventanas afecta al sector minero o al industrial.

El señor Claudio Soto aclara que el tema específico de Ventanas corresponde a minería, mientras que la refinación de combustibles, a industria.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña confirma que Ventanas refina concentrado de cobre, que se incluye en minería.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación, refiriéndose a los indicadores de consumo. Sobre el particular, subraya que este sector continúa muy dinámico, en especial las ventas e importaciones de automóviles, y las importaciones de bienes de consumo. Agrega que este fuerte dinamismo se refleja en una sólida expansión del crédito, cuya tasa de crecimiento interanual registra un aumento sostenido, produciéndose, además, en un contexto en que las tasas de colocación de consumo se mantienen más bien estables.

Al respecto, hace presente que al descomponer las tasas de colocación de consumo entre las tasas máximas y las mínimas, se observa que estas últimas siguen bastante de cerca a la TPM, lo que significa que la tasa de instancia sí estaría incidiendo en las tasas mínimas de colocación de consumo. Añade que, por el contrario, las tasas máximas se han desvinculado de la TPM, y explican la visión de que las tasas promedio no siguen muy de cerca a la tasa rectora.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con los indicadores de inversión, manifiesta que los correspondientes al sector construcción han comenzado a mostrar un repunte más sólido. A título ejemplar, menciona que las ventas de cemento, que habían registrado bastante oscilación, han aumentado y se han mantenido en niveles más estables, dando cuenta de la recuperación del sector. Destaca que la sorpresa mayor provino de las importaciones de bienes de capital, que no solo crecieron significativamente en marzo en términos nominales y reales, sino que también de manera bastante generalizada. Al respecto, especifica que este aumento correspondería a un rebote y, por lo tanto, sería algo transitorio, por lo que se monitoreará su evolución.

Por otra parte, informa que las ventas de casas han vuelto a aumentar, luego de las caídas registradas en enero y febrero, y se espera que continúen repuntando. Hace notar, además, que aún no se observa un crecimiento de las colocaciones de vivienda asociadas a las ventas, estimándose que ocurrirá más adelante.

Con respecto a las condiciones crediticias, informa que el día anterior fue publicada la Encuesta sobre Créditos Bancarios del primer trimestre del presente año, en que destacan la fuerte demanda por créditos hipotecarios y de consumo, así como condiciones de oferta algo menos restrictivas.

En materia de proyecciones, el señor Claudio Soto señala que el PIB del primer trimestre de 2011 fue corregido al alza. Reitera que ello obedeció a la publicación del dato de Imacec de febrero, con posterioridad al cierre del IPoM, y a la próxima corrección del dato de enero. Hace presente que parte de las sorpresas se concentraron en el sector frutícola, ya que se previó una tasa de crecimiento algo mayor que 10% y la cifra efectiva fue cercana a 20%, pero enfatiza que este aumento sería transitorio y se concentraría solo en el primer trimestre. Agrega que la corrección de la actividad también se explica por los sectores vinculados a consumo, y servicios en particular, que también registraron un dinamismo mayor que el esperado.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si el sector EGA también fue objeto de corrección.

El señor Claudio Soto responde que el sector EGA fue corregido a raíz de un cambio de composición en la generación eléctrica. Sobre el particular, explica que, hoy día, por un tema de costos, se está utilizando más carbón para tal efecto, que tiene un valor agregado mayor que la generación termoeléctrica con petróleo. Agrega que el valor bruto de generación fue, de hecho, bastante bajo, entre 2 y 3%, pero el valor agregado fue mucho mayor, porque cambió la composición.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera añade que también ha influido el aumento de GNL, desde 8% el año pasado a 27% este año, diferencia que ha sido contrarrestada por un porcentaje menor de diésel, que tiene menor valor agregado.

El señor Claudio Soto alude, además, a una noticia publicada en la prensa días atrás, sobre una significativa caída de las tarifas eléctricas durante el año 2012. Al respecto, señala que esta se asocia, precisamente, a la fuerte entrada de plantas a carbón, sobre todo en la Octava Región, que son bastante más eficientes que las que funcionan a petróleo y, por lo tanto, ello también se verá reflejado, de alguna manera, en el valor agregado de EGA en adelante.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que le llama la atención el significativo cambio en la proyección del crecimiento del sector agrícola, de 8 puntos porcentuales. Plantea que si ello es explicado por el sector frutícola, implica que en el valor agregado de ese sector debe haber habido una sorpresa de crecimiento de gran magnitud, que después habrá que volver a corregir, habida consideración que se conocen normalmente los precios de las ofertas en consignación, no así los precios de venta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 11 de 24

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña hace presente que se corrigen los precios, que son los que afectan la cuenta corriente y los valores, no así las cantidades, que están bien medidas.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si la corrección del crecimiento del sector agrícola se efectuó sobre la base de información de embarques de exportaciones. El señor Ricardo Vicuña responde que ello es efectivo, porque los embarques corresponden a cifras de comercio exterior.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación, indicando que la corrección de la demanda es coherente con lo planteado precedentemente, ya que obedece a una mayor acumulación de existencias, y agrega que también se corrigió el consumo marginalmente al alza respecto del IPoM de marzo, ya que el sector servicios exhibe un mayor dinamismo. En todo caso, hace el alcance que la corrección de la demanda no es tan significativa como la efectuada a los sectores Resto.

El señor Claudio Soto destaca que los antecedentes del primer trimestre indican que la actividad y el PIB se habrían reacelerado, luego del descenso que registró la velocidad de la demanda interna y del producto a fines del año pasado. En todo caso, estima que esta reaceleración será más bien transitoria, ya que la demanda volvería a moderarse en el segundo trimestre, siguiendo el mismo comportamiento de las importaciones de maquinarias y equipos.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta por los fundamentos de ese supuesto.

El señor Claudio Soto responde que ello se complementa, en parte, con la acción de política monetaria y también con la política fiscal de manera marginal, aclarando que ello ya ha sido incorporado en el escenario. Añade que parte del aumento de la demanda obedece a acumulación de *stocks*, situación que solo se mantiene por un determinado tiempo; de hecho, hace notar que parte de su dinamismo todavía responde a la recuperación de inventarios.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que con motivo de la preparación de algunos IPoM pasados, se consideró como supuesto de trabajo que los inventarios estaban alcanzando niveles más bajos que los históricos, supuesto que ahora se habría desechado. Aclara que su comentario obedece a que, inicialmente, la visión más bien cualitativa apuntaba a que había razones para pensar que los niveles debían ser menores efectivamente, mientras que ahora están alcanzando niveles en el margen algo superiores por motivos que desconoce.

El señor Claudio Soto señala que el análisis actual contempla que el nivel de inventarios supera levemente el promedio histórico y supone también que el terremoto del año pasado destruyó parte del *stock*. Comenta que si no considerara tal destrucción, los niveles actuales de inventarios superarían claramente el promedio histórico en la proyección.

Respecto de su actual nivel, explica que obedece a un cambio en el panorama de crecimiento, específicamente de mayor crecimiento interno y mundial en adelante, que llevan a esperar niveles de inventarios también más altos. Agrega que una segunda razón es de carácter factual, y apunta a una acumulación significativa de inventarios durante el primer trimestre del presente año.

El señor Claudio Soto prosigue con su exposición, mencionando que la tasa de desempleo se ha estabilizado algo por debajo de 7,5%, y que la creación de empleo se ha tendido a atenuar levemente. Destaca que la composición del empleo sigue variando con bastante intensidad, desde el empleo por cuenta propia hacia el empleo asalariado, es decir, este último aumenta en desmedro del empleo por cuenta propia.



En cuanto a los salarios, informa que las tasas de variación nominales siguen aumentando, y que los salarios y costo de la mano de obra reales mantienen un crecimiento algo por sobre el 3%. Indica, asimismo, que dado que el Imacec fue de 7,2% y que el empleo está creciendo 5,8%, la productividad media del trabajo alcanza a 2,4%, lo que significa que los salarios están creciendo algo por sobre la productividad media del trabajo en el margen.

En relación con el tipo de cambio, hace presente que el peso se ha apreciado desde la última RPM en términos nominales y reales, y en mayor grado el tipo de cambio nominal bilateral con Estados Unidos que el multilateral. Añade que la apreciación se explica por un debilitamiento del dólar —el *Broad Index* ha caído—, y por alzas en el precio del cobre.

En materia de inflación, señala que el dato de marzo, de 0,8%, estuvo algo por debajo de lo estimado en la RPM anterior, pero bastante en línea con lo que previsto por el mercado. Especifica que las sorpresas respecto de la proyección interna se concentraron básicamente en tres ítems. Menciona, en primer lugar, que se supuso que el reajuste del salario mínimo de las empleadas domésticas quedaría capturado en el índice, pero, finalmente, el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) explicó que este no se aplica obligatoriamente al salario de estas trabajadoras, sino que rige para efectos del pago de las imposiciones.

Indica que la segunda sorpresa estuvo dada por los combustibles, ya que si bien hubo un aumento importante durante el mes, los traspasos de precios a los consumidores, anunciados por la Enap, fueron menores tanto en el caso del gas licuado como de la bencina. Agrega que la proyección interna estuvo muy en línea con lo que anunció la Enap durante el mes; sin embargo, en marzo, en particular, los traspasos a consumidores fueron menores que el promedio histórico.

El Consejero señor Sebastian Claro consulta si esa sorpresa es con respecto a los precios cobrados por las bombas de bencina. El señor Claudio Soto responde afirmativamente y reitera que el precio del gas licuado también explica esta diferencia.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por lo acontecido en el caso de las frutas y verduras.

El señor Claudio Soto señala que la tercera sorpresa dice relación precisamente con ese componente de la inflación. Explica que, habitualmente, por un tema de estacionalidad, se espera que los precios no registren mayor variación durante marzo, pero esta vez aumentaron levemente. Añade que esta alza no estaría asociada a la sequía, ya que el análisis que se llevó a cabo, respecto de diversos episodios de sequía a lo largo de la historia, arrojó que no han tenido mucho impacto sobre los precios.

El señor Luis Óscar Herrera comenta que el alza de frutas y verduras obedece a que se está exportando gran parte de la producción.

El Consejero señor Rodrigo Vergara plantea que lo lógico sería que, en las próximas semanas, los combustibles registraran nuevas alzas, las frutas y verduras bajaran, y se compensaran ambos efectos.

El señor Claudio Soto indica que, en general, se siguen los patrones estacionales de las frutas y las verduras para efectos de la proyección. Añade que en el caso de los combustibles, se está asumiendo que parte del traspaso que no se materializó este mes, se produciría gradualmente en adelante.

El señor Claudio Soto prosigue con su exposición, haciendo presente que la actualización de las proyecciones considera un supuesto de tipo de cambio de \$478, que correspondió al promedio de los últimos diez días. Al respecto, hace el alcance que al cierre de las proyecciones, el tipo de cambio se depreció algo más en el margen, por lo que, en ese sentido, hay un cierto sesgo en la proyección que presentará a continuación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que con respecto al precio de la gasolina, se tiene como supuesto que sube hasta agosto y luego cae marginalmente. Hace notar que ello explica, además, que la proyección de inflación tenga, en general, registros más bien elevados hasta septiembre y después, y tal como está implícito en el IPoM, registros bastante más bajos que los que se observarían hasta el término del tercer trimestre.

En cuanto al mayor precio del combustible proyectado, especifica que sería mayor por dos razones: por los precios efectivos del petróleo, que han aumentado; y un mayor traspaso de los precios a los consumidores en adelante.

Respecto de la proyección de inflación, en tanto, enfatiza que no se está corrigiendo mayormente respecto del último IPoM, ya que en agosto sigue siendo de 4,5% en doce meses y en septiembre de 4,7% en doce meses, por un efecto de base y de estacionalidad —alza de los pasajes de buses interurbanos, del precio de la carne, entre otros—. Añade que a partir de entonces, se supone que las variaciones interanuales deberían ir bajando, para llegar a 4,3% en diciembre, al igual que lo contemplado en el IPoM.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si es posible saber si la estacionalidad a nivel nacional es equivalente a la estacionalidad en Santiago.

El señor Claudio Soto informa que se realizó un ejercicio que, en general, muestra que la cobertura no genera muchos cambios, pero sí cambia la metodología para levantar los precios.

En cuanto a las expectativas de inflación, el señor Soto presenta dos índices. Señala que el primero, el IMCE, que responde a la pregunta que se formula a los empresarios, respecto de las perspectivas para los costos y los precios, arroja alzas importantes en el caso de los costos, comparables incluso con las observadas durante el período de elevada inflación del año 2008; así como también en el nivel de precios, ya que anticipa inflaciones en doce meses cercanas a 4%. Comenta que el segundo índice, el IPEC, da cuenta de que un alto porcentaje de las personas también piensa que la inflación va a subir de manera importante en adelante.

Respecto de las expectativas que se pueden extraer de los mercados financieros, hace presente que se observaron caídas de las compensaciones 1 a 1 en la RPM pasada, y que en lo más reciente, las expectativas que se obtienen de las curvas *swap* han tendido a empinarse nuevamente. Agrega que si bien esta reversión coincidió tanto con la publicación del IPoM como con alzas importantes del precio del petróleo, es de opinión que estas últimas, más que la mayor proyección de inflación contenida en ese Informe, explican este rebote de las curvas *swap*.

Asimismo, menciona que después de la última RPM, y en concordancia con lo que se observa en las *swaps*, se observaron caídas en las expectativas de inflación a uno y dos años. Añade que ahora, si bien no se cuenta aún con el resultado de la última encuesta efectuada a los operadores de mesas de dinero, la EOF, se presume que reflejaría que las expectativas de inflación se mantienen.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si hay alguna explicación para el aumento de la tasa *swap*.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier señala que la tasa *spot swap* a un año ha caído en el margen y que la tasa *spot swap* a dos años se mantiene; por lo tanto, matemáticamente, la 1 en 1 sube. En todo caso, indica que lo relevante, a su juicio, es que la tasa *spot swap* a dos años se ha mantenido en el último tiempo.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta las razones por las que puede caer la tasa *swap* a un año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 14 de 24

El señor Matías Bernier responde que la tasa *swap* a un año estaría reflejando la volatilidad de corto plazo, que no está contenida dentro del movimiento que puede tomar el Banco de ahora en adelante.

El señor Presidente sostiene que la *swap* a un año debería corresponder al promedio de las tasas de aquí a fin de año y, por lo tanto, debería haber subido si el mercado así lo espera.

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que las tasas cortas sí subieron. El señor Matías Bernier complementa, señalando que la *swap* sube, pero la *swap* en UF aumenta aún más y, por lo tanto, la compensación *spot* en un año cae en el margen. Agrega que el gráfico expuesto refleja que la compensación inflacionaria *spot* a dos años es la que se mantiene, dado los movimientos que exhiben la curva nominal y la curva real.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que, de acuerdo con el indicador sintético que mide sentimientos de expectativas de inflación, estas se mantienen elevadas.

Respecto de este indicador, explica que para su construcción se toman todas las expectativas disponibles, se incorporan seis o siete variables, y se calcula un componente principal a distintos horizontes mediante diferentes metodologías. Añade que este indicador constituye una forma de resumir toda la información existente sobre expectativas de inflación.

El Presidente señor José De Gregorio agrega que este es un índice de expectativas que, en el fondo, resume la dirección de todas ellas, y que en el caso puntual de hoy, muestra que ellas han aumentado y se mantienen elevadas.

El señor Claudio Soto hace presente que el problema de su interpretación literal radica en que se toman índices y no se tiene una métrica respecto del nivel de la inflación. A título ejemplar, cita el caso del IPEC, que solo refleja si la inflación va a subir de manera importante o no.

Finalmente, destaca que, de acuerdo con este indicador, se espera que las expectativas de inflación comiencen a caer.

Luego, y con respecto a la evolución de las distintas tasas de interés desde la última RPM, el señor Claudio Soto subraya que las tasas *swap* han registrado un significativo aumento, mientras que las tasas nominales y reales se han mantenido.

En cuanto a la curva *forward*, reitera que se empinó bastante a plazos cortos desde la última RPM, como consecuencia del alza de las tasas *swap*. Respecto de la curva del IPoM de marzo, en tanto, hace el alcance que resulta algo engañosa, porque por un tema metodológico se tomó el promedio de los datos correspondientes a los diez días previos a la última RPM y, por lo tanto, no alcanzó a reflejar el movimiento al alza que se vio con posterioridad, con motivo del aumento de la TPM en 50 puntos base acordada en esa oportunidad.

Al concluir su exposición, el señor Claudio Soto informa que en relación con las expectativas para esta Reunión, la mayoría de los agentes piensa que se acordará un alza de la TPM de 50 puntos base y que esta llegaría a un nivel de entre 5,5 y 6% a mediados de año. Añade que la EOF, en tanto, ya considera una TPM de 5,5% para septiembre y de 6% a diciembre.

El Presidente señor José de Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y no habiendo comentarios, indica que se suspende la Reunión hasta las 16:00 horas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 169, incorporándose a ella el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

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 Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, refiriéndose a los principales antecedentes acumulados desde la última RPM. Con respecto a la economía internacional, destaca que continúa la recuperación de la actividad y del empleo en los países desarrollados; los nuevos aumentos en el precio del petróleo y sus derivados, con algunas volatilidades en las últimas horas; el incremento de las tasas de interés en las economías emergentes y avanzadas; la agudización de la crisis fiscal en Portugal, pero con efectos menores sobre los mercados financieros; y el hecho que las consecuencias del terremoto en Japón sobre la economía global son acotadas.

En cuanto a Chile, indica que la actividad económica ha crecido algo más rápido que lo esperado, tras sorpresas positivas en sectores de oferta; que el gasto interno y el empleo mantienen un elevado dinamismo; que la evolución de los salarios nominales da cuenta del estrechamiento de las holguras en el mercado laboral; y que, en ese contexto, el Gobierno ha anunciado un recorte del gasto fiscal equivalente al 0,3% del PIB. Agrega que la inflación total ha aumentado por los mayores precios de combustibles, pero que las medidas de inflación subyacente continúan por debajo de 3%, tanto en sus mediciones en doce meses como en el último trimestre móvil. En cuanto al peso, hace presente que se ha apreciado en algo respecto del dólar, pero que el tipo de cambio real se mantiene prácticamente estable. Menciona, asimismo, que las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo continúan en la mitad superior del rango de tolerancia, mientras que las medidas de corto plazo se ubican levemente por encima del techo; y que los precios financieros y las encuestas de mercado anticipan una normalización más rápida de la TPM en el corto plazo, pero sin revisiones significativas de las tasas de mediano y largo plazo.

Por último, informa que, para esta Reunión, los precios financieros y las encuestas de expectativas de consenso anticipan un alza de 50pb.

El señor Luis Óscar Herrera señala que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes un alza de 50pb de la TPM, hasta 4,50%, o un incremento de 25pb, hasta 4,25%; y destaca que, en esta oportunidad, la recomendación de esa Gerencia de División es por la primera alternativa, atendidas las siguientes razones.

Plantea, en primer término, que las proyecciones del IPoM de marzo contemplan que la economía nacional mantendrá un ritmo de crecimiento alineado con su crecimiento potencial, junto a un tipo de cambio real en torno a sus valores recientes y una trayectoria de la TPM similar a las expectativas de mercado. Indica que en el escenario central, estas condiciones permitirían la convergencia y estabilización de la tendencia inflacionaria en torno a la meta de 3% dentro del horizonte de proyección. Al mismo tiempo, explica que la inflación total traspasaría en forma transitoria el límite superior del rango de tolerancia por el impacto de los *shocks* de alimentos y energía, pero que estos efectos serían acotados y transitorios, en la medida que su propagación a otros precios y costos se mantenga dentro de los promedios históricos.

En este contexto, considera que la opción de elevar la TPM en 25pb podría justificarse a la luz de la continuación de un escenario de recuperación moderada de las economías avanzadas, con altas tasas de desocupación y bajas tasas de interés, junto a la expectativa de una convergencia gradual de la tendencia inflacionaria desde un nivel bajo hacia la meta en Chile y la mantención de brechas cerradas a lo largo del horizonte de proyección.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 169
Página 16 de 24

Sin embargo, y tal como plantea el IPoM de marzo, reitera que los riesgos para la inflación están sesgados al alza dentro del horizonte de proyección, y que el principal factor de riesgo es la evolución del precio del petróleo y la magnitud de su impacto directo e indirecto sobre la inflación en Chile, sumándose a ello la posibilidad de un mayor dinamismo de la actividad interna. Al respecto, destaca que, desde la última RPM y también respecto del cierre estadístico de las proyecciones del IPoM reciente, el precio del crudo ha continuado aumentando en los mercados internacionales, aunque con volatilidad, y que, al mismo tiempo, la brecha entre las medidas de expectativas o compensaciones inflacionarias y la meta se mantiene o se ha ampliado levemente, según la medida considerada. Añade que las novedades en materia de crecimiento interno, en cambio, no han sido significativas, pero mantienen latentes los riesgos de un estrechamiento más intenso de las holguras de capacidad.

El Gerente de División Estudios hace presente que, en estas circunstancias, se mantienen vigentes los fundamentos de la decisión de marzo último. Menciona, al respecto, que la conjunción de *shocks* de oferta, mayores expectativas inflacionarias y un crecimiento elevado de las ventas y el empleo podría crear condiciones propicias para una mayor propagación de *shocks* puntuales hacia el resto de los precios y costos, razón por la cual la política monetaria debe continuar retirando el estímulo monetario, actuando en forma preventiva para contener estos efectos de segunda vuelta.

En mérito de los fundamentos expuestos, el señor Luis Óscar Herrera manifiesta que la recomendación de la División de Estudios, esto es, de elevar la TPM en 50pb, es consecuente con esta estrategia de minimización de riesgos y refleja el compromiso del Banco Central con la meta de inflación.

Con respecto a las consideraciones tácticas, subraya que la opción recomendada, en esta oportunidad, coincide con la expectativa mayoritaria del mercado, por lo que esta decisión no debería llevar a una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés o el tipo de cambio; por el contrario, indica que elevar la tasa en más de 50pb podría transmitir una preocupación mayor respecto de las perspectivas inflacionarias, lo que no sería coherente con el IPoM publicado recientemente, ni con las noticias de los últimos días.

Al finalizar su exposición, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que con respecto al sesgo de la política monetaria, se recomienda reiterar que será necesario continuar retirando el estímulo monetario en los meses venideros, a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y no habiendo comentarios, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín inicia su exposición, destacando que el dinamismo de la actividad económica interna continúa con fuerza. Al respecto, precisa que el Imacec de febrero registró un crecimiento interanual de 7,2%, superando ampliamente las expectativas del mercado, y anticipa que, debido a los efectos del terremoto del 27 de febrero, el primer trimestre de 2011 registrará elevadas cifras de crecimiento, particularmente en el mes de marzo. Menciona, asimismo, que si bien los indicadores del sector comercio en los últimos meses revelan que el consumo aún se mantiene fuerte, pero que el aumento de las expectativas de inflación podría empezar a afectar las decisiones de compra. En efecto, hace presente que los resultados del último IPEC muestran que el porcentaje de encuestados que opina que los precios subirán mucho en los próximos doce meses pasó de 62 a 67% en marzo y que, al mismo tiempo, el subíndice de expectativas de consumo de artículos para el hogar se ha desacelerado desde 59,2 a 54,2 en el mismo período.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Felipe Larraín advierte que, pese a la fortaleza de la actividad económica interna, existen varios riesgos en la economía internacional, especificando, en ese sentido, que aún existe incertidumbre respecto del impacto económico del terremoto en Japón, si bien los efectos sobre la economía internacional y chilena a la fecha parecen acotados.

En relación con Estados Unidos, subraya la mejora que registra el mercado laboral, informando al respecto que la cifra de empleo del mes de marzo arrojó una creación mensual de 216.000 puestos de trabajo y una caída de la tasa de desempleo a 8,8% desde el 8,9% del mes anterior. Indica, asimismo, que, de acuerdo con el informe final, el crecimiento del cuarto trimestre de 2010 se ubicó en 3,1%, superando el 2,6% del trimestre previo, y que los indicadores aún muestran señales mixtas para el primer trimestre de este año, poniendo en duda la velocidad de la recuperación en ese país.

El señor Ministro hace presente también que las turbulencias financieras se mantienen en algunas economías de Europa, mencionando que, recientemente, Portugal solicitó ayuda financiera a la Unión Europea y que su calificación crediticia fue rebajada por Moody's y Fitch; que también fueron rebajadas las calificaciones crediticias de Irlanda y Grecia; y que, pese a ello, el Banco Central Europeo decidió iniciar su proceso de normalización de la política monetaria, al subir la tasa rectora en 25 puntos base en su última reunión, debido a los riesgos inflacionarios. En este escenario, resalta que los países emergentes siguen liderando el crecimiento económico mundial. Sin embargo, hace notar que los temores inflacionarios están generando presión hacia una normalización de la política monetaria más agresiva en estas economías.

El señor Felipe Larraín prosigue, señalando que en el ámbito interno se observan signos de mayores presiones inflacionarias. En ese sentido, comenta que, en marzo, se registró una cifra de inflación de 0,8% mensual y de 3,4% en doce meses, lo que estuvo en línea con lo esperado por el mercado; que el IPCX registró un avance mensual de 0,4% y que el IPCX1 se incrementó en 0,3%, con lo que las mediciones en doce meses se ubicaron en 2,4 y 0,7%, respectivamente.

Informa, además, que las expectativas de inflación para el año 2011 se han ajustado al alza, ubicándose en niveles superiores al techo del rango de tolerancia del Banco Central. Al respecto, precisa que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas de abril, la inflación esperada para el presente año se mantiene en 4,4%, igual que en la encuesta de marzo, en tanto que para el año 2012, estas ubican la cifra en 3,5%. Agrega que las expectativas de inflación, usando tasas de mercado de los BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3,9%, dando cuenta que también se han elevado a plazos más largos. En opinión del Ministro de Hacienda, este aumento en las expectativas de inflación se fundamenta en la materialización de ciertos riesgos inflacionarios asociados, esencialmente, al escenario externo.

En segundo lugar, menciona que los precios internacionales de los alimentos han seguido escalando en términos interanuales. Cita, al respecto, que, de acuerdo con el índice de precios de FAO, estos disminuyeron un 2,9% mensual en marzo, pero que el aumento ha sido de 36,5% en doce meses, superior al 34,6% de febrero.

En tercer lugar, manifiesta que, desde la última Reunión, los precios de los combustibles se han seguido elevando, tras una breve caída por la incertidumbre provocada por el terremoto de Japón. Comenta que el foco de tensión que está afectando a este producto persiste y que continúa siendo un elemento de riesgo inflacionario importante para nuestra economía. Sin embargo, destaca que si bien el precio del petróleo WTI está más alto que en la última Reunión, registra una caída, esperándose que continúe con ese ritmo. Hace notar, por último, que la importancia de este elemento se observa al constatar que mientras la inflación total ha aumentado 3,4% en doce meses, la inflación, excluyendo el componente combustibles, solo se ha incrementado en 2,5%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 18 de 24

En cuarto lugar, indica que durante febrero, las remuneraciones registraron un aumento de 0,5% mensual y de 5,8% en doce meses. A su juicio, el aumento de las remuneraciones está influido por el elevado dinamismo del mercado laboral, que ha provocado un estrechamiento en las condiciones de este mercado, lo que puede afectar la dinámica de la inflación.

El señor Felipe Larraín señala que en este contexto de recuperación y consolidación del crecimiento económico del país, en el que aún subsiste cierta incertidumbre externa, el Ministerio de Hacienda estima que es importante continuar con el proceso paulatino de normalización de la política fiscal y monetaria, y volver a dar una señal significativa de la búsqueda del control de la inflación para evitar un desanclaje de las expectativas, razón por la cual apoya un aumento en la tasa de política monetaria de 50pb, para enviar una señal potente y validar, además, lo que espera el mercado.

Informa, asimismo, que el Fisco no solo apoya el proceso de normalización de tasas, sino que ya ha tomado acciones para ayudar al control de la inflación. En este sentido, indica que el Gobierno anunció una reducción del gasto público del año 2011, de entre 750 y 800 millones de dólares, atenuando así las presiones sobre las tasas de interés y el tipo de cambio, evitando hacer recaer todo el peso del ajuste en la política monetaria. Al respecto, aclara que la estimación de que la reducción del gasto público antedicha corresponde solo a un 0,3% del PIB es, en realidad, algo mayor, en torno a 0,37% del PIB. Por otra parte, comenta también que el Sipco ha operado en las últimas semanas suavizando, en parte, los aumentos de precios de la gasolina y el diésel.

Al finalizar su exposición, el señor Felipe Larraín reitera lo expresado en reuniones anteriores, esto es, que el Ministerio de Hacienda seguirá con su política de normalización de la política fiscal, tal como está delineado en el Informe de Finanzas Públicas de octubre de 2010.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, prosiguiendo con la Reunión, da paso a la votación de los señores Consejeros.

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

Indica que en el frente externo, el precio de las materias primas retomó su senda ascendente, mientras que las tensiones en Europa se mantienen. Al respecto, menciona que Portugal ha solicitado un paquete de ayuda a la Unión Europea; que se hace cada vez más difícil que no se produzca una reestructuración de la deuda de los países en problemas en dicho continente; y que los premios por riesgo de estos países siguen elevados, demostrando que el problema sigue vigente. Destaca que el Banco Central Europeo, por su parte, aumentó su tasa de política monetaria en 25pb, en tanto que se habla cada vez con mayor frecuencia del retiro de los estímulos cuantitativos en Estados Unidos. Por último, comenta que las tasas de interés de largo plazo han aumentado en el margen.

En cuanto a Chile, señala que la actividad doméstica se mantiene dinámica, al igual que la demanda interna y el empleo, y que, de hecho, el crecimiento del Imacec de los dos últimos meses ha sido superior a lo esperado por el mercado. Menciona, además, que el aumento de los salarios es reflejo de menores holguras en el mercado laboral, y que la inversión en capital fijo y la variación de existencias explican en parte importante la fuerza de la demanda, en conjunto con un crecimiento del consumo, que se ha mantenido en niveles elevados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 19 de 24

En relación con las expectativas de inflación, expresa que según la Encuesta de Expectativas del Banco Central, para el corto plazo siguen algo por arriba del rango de tolerancia, mientras que en el horizonte de proyección están virtualmente en la meta. En su opinión, el aumento en el precio del petróleo y alimentos, el dinamismo de la demanda interna y el aumento de los salarios ponen presiones al alza en esta materia, mientras que el retiro del estímulo monetario, el menor crecimiento del gasto público y la evolución del tipo de cambio van en sentido inverso. Advierte, además, que la configuración de un escenario externo más riesgoso tiene también efectos domésticos al reducir las presiones de demanda interna.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que, desde mediados del año pasado, el Banco Central ha seguido un proceso de normalización monetaria, adelantándose a potenciales presiones inflacionarias, en un escenario donde la inflación se ha mantenido dentro del rango de tolerancia y la inflación subyacente, IPCX1, bajo ese rango. En ese sentido, precisa que esta acción ha tenido como objetivo controlar la incubación de presiones inflacionarias. Subraya, por último, que en el grupo de países que presenta el *staff*, y aunque partiendo de un nivel particularmente bajo, Chile es por un buen margen el país que más ha subido su TPM desde el año 2010.

En su opinión, los mayores riesgos en la actualidad tienen que ver con los probables efectos de propagación del incremento en el precio de los combustibles y alimentos en un escenario de reducción de las brechas de capacidad, debido al fuerte dinamismo de la actividad y demanda interna, resaltando que, en rigor, la demanda ha estado más dinámica que lo esperado, elevando dicho riesgo de propagación. Agrega que es cierto que a mediano plazo, de seguir la tendencia al alza en los precios de la energía, podría verse afectada la economía global y también la nacional, reduciendo con ello el impacto propagación antes mencionado; no obstante, por ahora, al menos en el corto plazo, en el escenario base no se prevé que ello ocurra.

Por todo lo anterior, cree que es natural seguir reduciendo el estímulo monetario. Más aún, declara inclinarse por mantener el ritmo de la última Reunión, esto es, subir la TPM en 50 puntos base, ya que con ello se da un nuevo paso al acercarse el Banco a la "tasa neutral", respecto de la cual si bien hay divergencias sobre el nivel exacto que esta tendría, es evidente que aún está por arriba del actual nivel de la TPM.

Plantea que subir la TPM en 25 puntos base en esta ocasión no sería consistente con los riesgos inflacionarios que se perciben. Más aún, le parece del todo razonable sostener en el comunicado que el proceso de normalización monetaria se mantendrá a futuro, sin que la decisión actual nos comprometa a mantener el mismo ritmo en los próximos meses. Por de pronto, estima que es natural pensar que a medida que el Banco se acerque a tasas más elevadas, los ajustes requeridos serán menores.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Rodrigo Vergara indica que su voto en esta oportunidad es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 4,5%.

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención, señalando que, desde la última RPM y desde la publicación del IPoM, la evaluación de la situación económica se ha mantenido en términos similares a lo proyectado. Especifica que las cifras, tanto internas como externas, dan cuenta de una recuperación en el exterior que sigue su curso, aunque con algunos focos de incertidumbre importantes, y que, internamente, los datos confirman que la actividad continúa expandiéndose vigorosamente y que la inflación —especialmente sus medidas subyacentes— tiende a normalizarse gradualmente.

En el ámbito externo, hace referencia a dos fenómenos que justifican un mayor análisis. Por una parte, plantea que la situación financiera en Europa, en particular el rescate de Portugal, aun cuando establece las bases para una regularización de la situación de deuda de su economía, mantiene bastante abiertas las inquietudes sobre la capacidad de los países europeos de llegar a soluciones a los problemas de deuda sin ajustes que puedan ser considerados excesivos o que sean muy dañinos para el sistema financiero. Comenta que,



BANCO CENTRAL DE CHILE

por ahora —como ha venido sucediendo desde hace algunos meses o trimestres quizás—, los problemas se han mantenido acotados en la periferia europea y con menor impacto en los sistemas bancarios en Europa en general. A su juicio, este tema sigue siendo de alta preocupación, porque refleja un problema estructural cuya salida, por ahora, no se visualiza claramente.

Hace presente que un segundo elemento es la evolución mostrada por el precio del petróleo, que ha seguido subiendo y que ha permeado tanto las expectativas de inflación en distintos países como las proyecciones de actividad. Al respecto, considera que resulta todavía prematuro sacar conclusiones acerca de una tendencia más permanente de su precio, ya que en los últimos días, por ejemplo, se han visto correcciones importantes, ya que, por una parte, existe la idea más o menos generalizada de que cierta escasez de petróleo en un mundo todavía bastante dinámico está detrás del aumento de su precio relativo; y, por otra parte, porque esto podría obedecer a una normalización de las tensiones políticas que afectan la oferta puntual de crudo, lo que acercaría las perspectivas para el crudo a niveles en torno a los incluidos en el IPoM. Agrega que tampoco se puede descartar que una cierta e incipiente moderación en la tasa de expansión de la actividad mundial esté detrás de una corrección en los precios del petróleo, empujada por países en desarrollo cuya velocidad de crecimiento tiende, en los últimos trimestres, a normalizarse en ausencia de un impulso adicional de las economías avanzadas.

Con todo, el Consejero señor Sebastián Claro estima que el tema del petróleo es de primer orden, tanto por sus efectos sobre la inflación como por las implicancias que pueda tener sobre la actividad mundial, en la medida que este problema siga acentuándose. Por ahora, para efectos de la economía nacional, cree que es central al momento de evaluar la decisión de política monetaria el hecho que el impacto del petróleo se hace más evidente en las expectativas de inflación, que se han mantenido a diferentes plazos algo por sobre los objetivos del Banco.

Por último, señala que en un contexto donde la actividad continúa evolucionando favorablemente, el crédito da muestras crecientes de normalización y el mercado laboral registra un alto dinamismo, la necesidad de moverse hacia instancias de política monetaria neutrales en la última parte del año cobra mayor relevancia y se consolida. Asimismo, dado que el nivel actual de la TPM, de 4%, dista de alguna medida neutral que pueda considerarse, existe espacio para avanzar en una normalización más rápida, sopesando adecuadamente los riesgos provenientes del exterior con el alza en las expectativas de inflación. A su juicio, es este espacio el que justifica un alza de 50pb en esta ocasión.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la TPM a 4,5%.

Al continuar con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall comienza su intervención, agradeciendo al *staff* el apoyo brindado en esta oportunidad.

Señala, en primer término, que se llega a esta Reunión poco después de concluir la preparación y presentación del último IPoM, que provee un marco de referencia para el análisis.

En relación con el frente externo, indica que el crecimiento se mantiene bastante positivo, por lo menos con la información disponible hasta ahora, mientras que la preocupación por la inflación se intensifica debido a los incrementos en los precios del petróleo y los alimentos. Advierte que los factores de riesgo identificados en el último tiempo siguen presentes, entre ellos la crisis financiera de algunos países de Europa, pero que estos no parecen comprometer en lo fundamental la evolución de la economía mundial. Añade que un factor de riesgo nuevo que podría tener implicancias significativas es la persistencia o intensificación de la escalada alcista del precio del petróleo, por cuanto podría ubicar al Banco en un escenario distinto del proyectado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 21 de 24

Dicho lo anterior, reconoce que los antecedentes aportados previamente por el Ministro de Hacienda generan algún grado de tranquilidad, por lo menos en el cortísimo plazo.

En el frente interno, menciona que la actividad evoluciona a un ritmo apreciable y de acuerdo con lo previsto, y que si bien las últimas cifras han sorprendido al alza, el panorama general para el año no es sustancialmente distinto del que se visualizaba con antelación.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que el principal impulso para la actividad proviene de la demanda interna, que sigue mostrando un elevado dinamismo, favorecido por expectativas que son en general positivas, condiciones financieras que apoyan la expansión del crédito y un crecimiento apreciable de la masa salarial, que resulta de la evolución tanto del empleo como de los salarios. En todo caso, indica que un factor de riesgo que debe ser monitoreado es que la demanda no se modere en los términos contemplados en las proyecciones internas.

Hace presente que la inflación se muestra al alza, de acuerdo con lo anticipado. Al respecto, precisa que la inflación total, después de su último registro, ha sobrepasado el 3% y que la subyacente, desde niveles más bajos, sigue la misma tendencia. Subraya que esta trayectoria alcista, que permanecerá por algún tiempo, despierta bastante preocupación y que ello responde, en lo fundamental, a la evolución de los precios de los combustibles y los alimentos, especificando que en el caso del petróleo, este se ha instalado en niveles por sobre los anticipados y continúa subiendo. Señala, además, que se sabe, por experiencia propia, que los incrementos en el precio del petróleo se transmiten con rapidez a los precios internos, y que es por ello que los desarrollos recientes han reafirmado esta preocupación por la inflación.

Por el lado de los costos, destaca que un antecedente que debe ser mencionado es que los salarios siguen aumentando a un ritmo relevante, y que también requiere atención la evolución del costo de generación de la energía eléctrica.

Comenta que, como resultado de todo ello, las expectativas de inflación se mantienen altas e incluso han vuelto a subir como lo recogen algunos indicadores, y que las expectativas para la TPM se han ajustado al alza en el corto plazo, sugiriendo un adelantamiento de la normalización monetaria. Sin embargo, hace notar que no se advierte un desplazamiento generalizado de la curva de tasas, puesto que los niveles a los cuales se espera que converja la TPM en el horizonte de política no han cambiado sustancialmente.

Plantea que de este cuadro macroeconómico, que no difiere en lo sustancial con el descrito en el reciente IPoM, se deduce con claridad la necesidad de proseguir con la normalización de la política monetaria.

El Consejero señor Enrique Marshall declara coincidir con las opciones que presenta la Minuta de Opciones de la Gerencia de División Estudios y concuerda, al mismo tiempo, con que un alza de 50 puntos base es la alternativa más adecuada en estas circunstancias. A su juicio, esta opción es muy coherente con las señales entregadas al mercado y reforzaría el compromiso del Banco Central por lograr que la inflación, afectada transitoriamente por factores no controlables, converja nuevamente a la meta en un horizonte de mediano plazo.

Además, estima que un alza de 50 puntos constituye un mejor seguro frente a dos riesgos relevantes que se enfrentan, como son una nueva escalada del precio del petróleo y un comportamiento más dinámico de la demanda interna. Sostiene que son riesgos que, de materializarse, tendrían un impacto no menor sobre la trayectoria de la inflación, particularmente si ambos se presentan en forma conjunta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 169
Página 22 de 24

Argumenta también que como la TPM se encuentra todavía por debajo de su nivel neutral, existe espacio para adelantar un tanto la normalización monetaria, sin comprometer excesivamente los próximos pasos.

Por último, hace presente que el mercado espera un alza de la magnitud sugerida, de manera que la decisión debería ser bien asimilada.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejada en 4,5%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff* y señalando 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 los siguientes hechos relevantes.

Destaca, en primer término, que los riesgos principales vinculados a la salida de la crisis financiera se mantienen elevados, especialmente en la Zona Euro.

En segundo lugar, indica que, a pesar de que los contratos a futuro siguen evidenciando alzas más tempranas y más rápidas de las TPM de Estados Unidos y la Zona Euro, el diferencial respecto de las perspectivas de movimientos de tasas en las economías emergentes se mantiene elevado por un plazo anormalmente largo.

Hace presente, además, que, en lo interno, el elevado "aumento de las remuneraciones" marca una tendencia que requiere ser monitoreada con mayor detalle, ya que, a su juicio, muestra un agotamiento más que un estrechamiento de las holguras en el mercado laboral.

En lo más fundamental, subraya que el giro hacia una normalización más rápida de la política monetaria a partir de la última RPM, aunque sorprendió a muchos observadores, ha sido bien recibido por el mercado, dando cuenta que las presiones inflacionarias son mayores que las que se percibían a comienzos de año. Menciona, además, que tanto los costos externos como internos han seguido aumentando en el último mes, en un contexto de brecha de PIB cerrada y con la actividad y el gasto interno dinámicos, y que las expectativas respecto de la política monetaria se han ajustado desde la Reunión anterior, pero el Banco Central debe mantenerse delante de la curva en las actuales circunstancias.

En razón de lo anterior, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, en esta oportunidad, su voto es por elevar la tasa en 50pb, en consonancia con lo acordado en la Reunión anterior.

Sin embargo, expresa su deseo de dejar constancia de su preocupación por el hecho que el mantenimiento de tasas bajas en las economías desarrolladas y más elevadas en las economías emergentes, entre las cuales se encuentra Chile, es un preámbulo para un eventual desalineamiento de precios relativos, que requiere ser monitoreado también con mayor precisión. Al respecto, recuerda que el concepto de tasa neutral a la cual se suele hacer referencia como la instancia de la política monetaria en equilibrio estacionario, es un concepto de equilibrio interno y que no da cuenta del hecho que, a veces, esa tasa puede ser también una que puede generar, eventualmente, un desequilibrio externo, en la medida que en el resto del mundo las tasas relevantes no sean las respectivas tasas de interés neutrales. Hace presente que esta es una materia que está siendo discutida en muchas economías y que, en su opinión, el Consejo también debe abordar esa discusión.

Finalmente, el Presidente señor José De Gregorio señala que la economía internacional, con algunos focos de riesgo, sigue creciendo de manera desbalanceada. Indica que mientras la mayoría de las economías avanzadas crece, pero aún con niveles de holguras de capacidad significativos y elevadas tasas de desempleo, el crecimiento de las emergentes



BANCO CENTRAL DE CHILE

continúa y muchas de ellas muestran signos de sobrecalentamiento. En su opinión, esto explica los elevados precios de las materias primas que están impactando negativamente la inflación global. Menciona, además, que aún no se sabe con precisión cómo se desenvolverán las tensiones en el Medio Oriente y norte de África, y sus implicancias sobre el precio del petróleo; y que si bien las consecuencias del terremoto, maremoto y crisis nuclear en Japón parecieran estar confinadas a esa economía, no se pueden descartar repercusiones globales. Por último, advierte que aunque en lo más reciente las turbulencias financieras en Europa han amainado como resultado de la solicitud de Portugal de un paquete de ayuda financiera, la situación continúa con elevados grados de fragilidad.

En el ámbito interno, destaca que la actividad económica continúa expandiéndose con fuerza. En ese sentido, precisa que el último Imacec registró una leve sorpresa al alza y que los indicadores de demanda agregada siguen dando cuenta de cierto grado de aceleración en el margen, confirmando el balance de riesgos para la actividad sesgado al alza que se presentó en el último IPoM. Por el lado de la inflación, plantea que el IPC de marzo fue consistente con las expectativas de mercado y que, a pesar del alza de 0,8% que registró ese mes, llevándolo a 3,4% en doce meses, los indicadores de inflación subyacente siguen contenidos, en particular el IPCX1, que aún muestra variaciones anuales menores al 1%, y el IPC que excluye alimentos y energías, que se ubica en 1,4%. A su juicio, ello indica que la inflación es fundamentalmente un fenómeno acotado a los precios de alimentos y combustibles.

No obstante, hace presente que la propagación de la inflación externa a la economía local es la principal amenaza que enfrenta el vigoroso proceso de crecimiento de la economía chilena y que si bien los registros de inflación aún muestran una inflación contenida, las expectativas del sector privado como las proyecciones en el último IPoM muestran que esta saldrá transitoriamente del rango de tolerancia en los próximos meses. Advierte, además, que existen riesgos de que los precios de los alimentos y combustibles vuelvan a aumentar, así como respecto de las posibles repercusiones que puede tener sobre la inflación el rápido crecimiento de la actividad y las estrecheces del mercado laboral. De hecho, menciona que los indicadores de remuneraciones y de costos de la mano de obra dan cuenta de estas estrecheces y de las potenciales presiones de costos sobre los precios domésticos.

Por lo tanto, enfatiza que el rol de la política monetaria es prevenir que la inflación se desvíe de la meta más allá de lo prudente. En ese sentido, reitera, tal como se indicó en el IPoM, que se requiere seguir normalizando la TPM y que, dado el balance de riesgos, tanto para la inflación como la actividad, se hace razonable mantener un ritmo de normalización importante.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50pb, para llevarla a 4,5%.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que se acuerda por unanimidad aumentar la tasa de política monetaria en 50pb, hasta 4,5% anual.

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

169-01-110412 – 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 50 puntos base, hasta 4,5% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 4,50% anual.

En el ámbito externo, se han mantenido los elevados precios del petróleo y de los alimentos. Los recientes desarrollos en Portugal no han deteriorado la confianza en los mercados internacionales, aunque persiste la preocupación respecto del riesgo financiero en Europa. Las economías desarrolladas continúan evolucionando favorablemente y se mantiene el dinamismo de las emergentes. A nivel global, la inflación efectiva y la esperada han aumentado, y un número creciente de economías ha reducido su impulso monetario.

En el plano interno, las cifras de actividad, demanda y empleo continúan evolucionando con dinamismo. La inflación se ha comportado de acuerdo con lo esperado y los registros de inflación subyacente se mantienen acotados. Sin embargo, el alza de los precios internacionales de las materias primas, en particular del petróleo, mantiene elevadas las expectativas inflacionarias privadas de corto plazo.

El Consejo reitera que será necesario continuar reduciendo el estímulo monetario en los meses venideros. El ritmo de dicho proceso 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 17:30 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 170 celebrada el día martes 12 de mayo de 2011

En Santiago de Chile, a 12 de mayo 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.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante,
don Juan Esteban Laval Zaldívar;
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 Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
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° 170, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de noviembre de 2011, para el día 15 de ese mes.

El Presidente señor José De Gregorio informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá al análisis de las opciones y adopción de acuerdos de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.

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). Con respecto a la economía internacional, indica que las señales del último mes dan cuenta de que la recuperación de la actividad en las economías desarrolladas estaría perdiendo fuerza, debido, entre otros factores, a los efectos de los mayores precios del petróleo y la interrupción en cadena del suministro por el terremoto en Japón. Agrega que ello se ha reflejado en menor dinamismo del consumo y en encuestas menos favorables de PMI.

En segundo lugar, señala que, como consecuencia de este escenario menos favorable, los precios de los *commodities* han caído de forma significativa y las tasas largas han retrocedido también de manera importante.

Destaca, además, que frente a este escenario, las autoridades monetarias de Estados Unidos y Europa han adoptado un discurso más moderado en materia de política monetaria.

Finalmente, a título de último hecho relevante, menciona que la tensión ha aumentado en los países de la periferia europea y que se ha acabado el espacio de maniobra para Grecia, debiendo optar por recibir un nuevo paquete de ayuda o por reestructurar su deuda.

En materia de actividad, el señor Lehmann exhibe una tabla que resume los principales indicadores y donde predominan las cifras rojas, que corresponden a los datos efectivos que han resultado ser menores que lo esperado. Entre estos, destaca particularmente el ISM no manufacturero de Estados Unidos, así como el consumo real en esa economía, que también comienza a mostrar algún debilitamiento. De hecho, comenta que a primera hora de la jornada se tuvo información de las ventas minoristas, que fueron inferiores a lo esperado.

En relación con la Zona Euro, hace presente que las noticias también son negativas y que se concentran particularmente en Alemania, que había sido el principal motor del dinamismo europeo. Con respecto a Japón, en tanto, indica que como consecuencia del terremoto, las cifras son aún más negativas que lo anticipado.

En cuanto a la evolución del PMI manufacturero en los últimos dos años, señala que el de las economías desarrolladas presenta retrocesos en el margen, con mayor fuerza en el Reino Unido y Japón —a raíz del terremoto en este último—, y que más significativa aún ha sido la caída de los PMI servicios, particularmente en el caso de Estados Unidos.

Con respecto al mercado laboral en Estados Unidos, informa que la encuesta de empleo arrojó que continúa débil, aunque con algunas mejoras marginales. De hecho, especifica que los desempleados de largo plazo, esto es, por un período superior a seis meses, siguen en niveles elevados, representando casi la mitad de los desempleados totales; y que durante el último mes, la creación de empleo superó el promedio de los períodos de expansión y el empleo total exhibió una ligera recuperación.

Respecto del mercado inmobiliario en Estados Unidos, subraya que su debilidad se ha transformado en cuasi crónica, ya que los precios de las casas siguen bastante planos y con caídas en el margen; la ejecución de hipotecas ha aumentado; y las ventas de viviendas nuevas, que pondrían imprimirle cierto dinamismo a este sector, continúan también bastante planas.



En materia de producción industrial, el señor Sergio Lehmann exhibe un *heat map*, en que aquellas economías que crecen sobre la tendencia se identifican con el color rojo; en naranja, las que no registran cambio de tendencia; en amarillo, aquellas que se encuentran decreciendo con respecto a la tendencia; en verde, las que están en tendencia; y en celeste, azul y azul oscuro, las que están creciendo bajo la tendencia, sin cambios bajo la tendencia y decreciendo bajo la tendencia, respectivamente. De acuerdo con los resultados observados, plantea que las economías, en general, están creciendo por debajo de sus niveles de tendencia, en especial las desarrolladas y latinoamericanas, mientras que en el caso de algunas economías de Asia, particularmente China y República de Corea, la situación es positiva, es decir, de crecimiento sobre la tendencia.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por el tipo de tendencia que se calcula y qué es lo que mide. El señor Sergio Lehmann responde que se ha calculado una tendencia para el nivel, utilizando un filtro HP, y que ella mide holguras y la tasa que se acerca a la holgura. El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que si la producción industrial de una economía está por arriba y está creciendo por encima de la tendencia, se identifica con color rojo, y si está por abajo y creciendo por debajo de la tendencia, se destaca con azul oscuro.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta la razón por la que Chile aparece en celeste. El señor Lehmann aclara que este *heat map* se refiere a producción industrial y, por lo tanto, el hecho que figure en celeste significa que la producción industrial chilena, calculada sobre la base de su tendencia, está por debajo de ese nivel.

El Presidente señor José De Gregorio acota que Chile es celeste en industria, pero no lo es en actividad económica.

Respecto de los *heat maps*, el señor Sergio Lehmann hace presente que la Gerencia a su cargo está construyendo uno para el PIB, lo cual obliga a proyectar el trimestre en curso. Añade que este cuadro es algo más trabajoso, pero estará disponible próximamente.

El Consejero señor Rodrigo Vergara repara en el hecho que Brasil aparezca creciendo bajo su tendencia. Al respecto, indica que en el caso chileno ello es entendible, habida consideración del terremoto de febrero del año pasado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto comenta que una de las características del ciclo actual es que las economías emergentes que crecen de manera significativa son las que están impulsadas por la demanda interna y comercio, básicamente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, en su opinión, no hay discusión en cuanto a que Brasil es una economía que está sobrecalentada en este momento, por lo que resulta extraño que aparezca en color celeste. Sostiene que la única explicación posible sería que su sector industrial se encuentre damnificado por un problema cambiario y no por problemas de demanda.

El Presidente señor José De Gregorio estima que ello es altamente probable. El señor Lehmann lo confirma.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere, a continuación, al PMI, que da cuenta de cuáles deberían ser los movimientos futuros del sector industrial. Al respecto, exhibe el *heat map* correspondiente, que muestra que las distintas economías, después de haber crecido por sobre su tendencia con bastante fuerza,



particularmente las desarrolladas, han tendido a enfriarse en la punta, porque hay una visión de una suerte de desaceleración en las perspectivas en adelante. Añade que ello se observa con mayor fuerza en el caso de Japón, como consecuencia del terremoto.

El señor Sergio Lehmann informa también que durante la última semana se dio a conocer la situación de las condiciones crediticias en Estados Unidos. Destaca que ellas mejoraron respecto de enero recién pasado, particularmente para el sector empresas, ya que los bancos han relajado su visión respecto de este sector, luego que registrara utilidades en el primer trimestre de este año. Agrega que este mayor relajo se repite también en el caso de las personas y los créditos de consumo, en línea con una visión de que el mercado laboral se muestra en el margen algo más positivo.

El señor Lehmann indica que, en esta oportunidad, se han incorporado dos gráficos, contruidos por el Institute of International Finance, que dan cuenta de las condiciones crediticias en las economías emergentes y en las desarrolladas, y en que los valores superiores a 50 indican mejoras en las condiciones crediticias y los valores inferiores a 50, un deterioro de ellas. Sobre el particular, manifiesta que en las economías emergentes, las condiciones crediticias, que fueron muy favorables hacia el cuarto trimestre del año pasado, se han moderado en algún grado, en línea con una visión de que los bancos centrales están restringiendo las condiciones monetarias y crediticias. Agrega que ello se da en el caso de los consumidores y con mucha mayor fuerza en las empresas. Con respecto a las economías desarrolladas, en tanto, indica que las condiciones superan el pivote 50, particularmente Estados Unidos, lo que significa que son algo más expansivas.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que las condiciones crediticias para las empresas mejoran marginalmente en Estados Unidos, no así respecto de los créditos de consumo e hipotecarios, que aparecen extremadamente débiles.

El señor Sergio Lehmann concuerda con el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro y añade que los bancos no solo estuvieron restringiendo las condiciones durante los últimos dieciocho o veinticuatro meses, sino que la lectura final, en términos absolutos, es que las condiciones siguen siendo restrictivas.

El señor Lehmann prosigue, haciendo presente que las condiciones asociadas al sector público norteamericano también han constituido un elemento importante en los últimos dos años. Al respecto, subraya que el déficit fiscal para este año supera el 10% del PIB, que la deuda pública equivale prácticamente al 100% de su producto, y que existe una clara preocupación sobre la sostenibilidad fiscal de esta economía.

Plantea que en cuanto a las proyecciones, se espera que el déficit fiscal se reduzca desde el 11% proyectado para este año, a niveles en torno a 3% en dos años. No obstante, hace notar que para que ello ocurra, el ingreso fiscal tendría que aumentar 65% en los próximos cuatro años, lo que no solo es muy difícil que acontezca, sino que no hay evidencia alguna en el pasado de incrementos de esta magnitud. Agrega que la consiguiente lectura del mercado es que Estados Unidos deberá presentar un plan fiscal creíble, que haga sostenible su deuda. En su opinión, ello constituye un factor de riesgo importante para esta economía.

En materia de tasas, el señor Sergio Lehmann comenta que han disminuido de manera bastante significativa en las economías desarrolladas y que en Estados Unidos, en particular, la tasa de largo plazo lo ha hecho en más de 50 puntos base, alcanzando hoy un nivel cercano a 3,15%. Hace presente que, en este escenario, no solo ha predominado la visión de una economía cuyo ritmo de recuperación podría ser algo menor, sino que también hay un componente asociado a *flight-to-quality*, producto de los ruidos e incertidumbre que ha generado la situación de Europa, así como la de otras regiones del mundo.



Destaca, a continuación, que la inflación ha aumentado en Estados Unidos y en la Zona Euro, debido, fundamentalmente, a un mayor precio de los combustibles y alimentos; y que se observa, además, un traspaso a las medidas subyacentes. Añade que en las economías emergentes, la inflación total y la *core* se han estabilizado y que se advierte, incluso, una cierta caída en el margen en América Latina.

El señor Lehmann exhibe nuevamente un *heat map*, esta vez para los registros de inflación en relación con sus rangos meta. Explica que los azules dan cuenta de niveles de inflación por debajo del rango meta, en que el azul oscuro indica que están bastante por debajo del rango respectivo y el celeste, que están algo por debajo o con un cierto rango de tolerancia del rango meta. Los rojos, por su parte, identifican a las economías cuyo nivel de inflación está muy por sobre el rango meta y el naranja, que están algo por sobre ese rango.

De acuerdo con ello, hace presente que esta gráfica muestra que luego que muchas economías pasaron por un período relativamente prolongado de niveles de inflación bastante bajos e inferiores a las metas respectivas, hoy día se observa que la mayoría está acercándose a los límites superiores de sus rangos meta.

El Consejero señor Sebastián Claro sostiene que el alza del precio del petróleo y de los alimentos en el último trimestre, así como el dinamismo que han experimentado las economías emergentes, no necesariamente se ha traducido en un aumento de la inflación tan significativo. Desde su perspectiva, ello puede sugerir, en parte, que ha habido un cambio hacia una mayor aceptación de la apreciación cambiaria.

El señor Sergio Lehmann concuerda con el planteamiento del Consejero señor Claro, pero menciona que aún así, se observa que un grupo de países está por sobre su rango de tolerancia en materia de inflación. En todo caso, manifiesta que la situación actual no es comparable con la del año 2008, porque las economías han sido ahora bastante más tolerantes con respecto a las apreciaciones.

El Presidente señor José De Gregorio discrepa con lo anteriormente expuesto, ya que la apreciación cambiaria fue mucho mayor en el período 2007 – 2008 en todos los países, tal como se aprecia en la lámina 23, en especial en Europa emergente y algo menos en América Latina. Agrega que en Asia emergente se habría dado el caso planteado.

El Consejero señor Sebastián Claro precisa que la comparación no debe efectuarse necesariamente con respecto a los años 2007 – 2008, sino que debe analizarse si se está permitiendo hoy mayor apreciación que hace tres o cuatro meses. En su opinión, esta mayor apreciación se ha traducido en que las presiones inflacionarias estén latentes, ya que en un contexto donde todo apunta hacia un aumento significativo de la inflación, los datos no dan cuenta de ello.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que hay que considerar que las brechas recién se cerraron hacia fines del año pasado y que aún hay rezagos en el impacto sobre inflación, por lo que no se puede descartar que a partir de ahora se observe una sucesión de aumentos lentos, pero sostenidos, en la inflación subyacente. A su juicio, aún no ha transcurrido el tiempo suficiente para que ello se manifieste con claridad en los registros de inflación subyacente.

El Presidente señor José De Gregorio y el Consejero señor Enrique Marshall coinciden con el Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a que ha aumentado la tolerancia a la apreciación.



El Consejero señor Sebastián Claro insiste en que el aumento de la inflación ha sido más gradual en los últimos cinco o seis meses, en circunstancias que debiera haber sido mucho mayor. Señala que una razón posible es la apreciación cambiaria ya comentada.

El Presidente señor José De Gregorio indica que ello se debe a un tema de brechas. El señor Luis Óscar Herrera reafirma el planteamiento del señor Presidente, acotando que Europa emergente se encuentra aún en una situación de brechas abiertas y su inflación ha evolucionado, precisamente, de manera mucho más lenta que en América Latina y Asia.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que, habida consideración que las regiones se ponderan por el tamaño de la economía a PPP, América Latina debería tener un registro de inflación bastante parecido al de Brasil y Asia emergente al de China.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que, en su opinión, los promedios ponderados no constituyen la mejor medida para los agregados regionales.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, refiriéndose a las proyecciones de inflación. Al respecto, hace el *caveat* que no se incorporan los movimientos más recientes hacia la baja que han registrado los *commodities*. No obstante, indica que en la última edición de Consensus Forecasts se da cuenta de un aumento en las proyecciones de inflación para el año, con excepción de Europa del Este, que se advierte bastante plana.

Por otra parte, plantea que los contratos futuros muestran una moderación en el ritmo de alzas de tasas en las economías desarrolladas. Sobre el particular, especifica que se observa un aplanamiento significativo en las perspectivas de aumentos de tasa para la Zona Euro, en respuesta al discurso más *dovish* del Banco Central Europeo luego de su última reunión, ya que estas se postergarían hasta después del mes de junio. Añade que una situación parecida acontece en Estados Unidos, donde también se observa un movimiento de la curva de la tasa rectora hacia abajo, producto de un discurso o planteamiento más *dovish* de parte de la Reserva Federal.

Menciona que en las economías emergentes, en tanto, los movimientos son bastantes marginales. En todo caso, hace el alcance que ellos responden a las encuestas de analistas y, por lo tanto, tampoco recogen los movimientos más recientes en los precios de los *commodities*. A su juicio, ello llevaría a moderar estas curvas, no así en el caso de los futuros, que responden más rápidamente a estas noticias.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a ambos gráficos, esto es, al referido a las encuestas a analistas y a los contratos futuros, señalando que la escala utilizada hace aparecer variaciones muy significativas en las tasas. A fin de subsanar este efecto óptico, sugiere modificar la escala empleada.

Asimismo, plantea la conveniencia de contar con una magnitud que dé alguna referencia hacia qué tasas convergería la *forward* en el largo plazo, porque ello podría constituir una aproximación de la tasa neutral. En su opinión, es muy posible que las economías emergentes estén acercándose mucho más rápidamente a la tasa neutral —lo que está provocando o podría llegar a provocar aún más tensiones cambiarias—, mientras que las desarrolladas, a pesar de que sus tasas registrarían un alza superior al 100% hacia mediados del próximo año, se mantendrían alejadas de su nivel neutral durante un plazo que es anormalmente largo.

Handwritten signature



El señor Sergio Lehmann comparte el planteamiento del señor Vicepresidente, y agrega que en el caso de Estados Unidos, esta tasa converge a 4%, aproximadamente.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, señalando que en materia de movimientos de tasas, la Reserva Federal ha reafirmado su *statu quo* en cuanto a su política monetaria y que Europa ha postergado los aumentos. Añade que China, en tanto, ha fortalecido su discurso contra la inflación y, de hecho, anunció a comienzos de la presente jornada un nuevo aumento en los requerimientos de reservas para los bancos, que constituye una manera distinta de restricción monetaria. Por último, indica que algunas otras economías emergentes han continuado el proceso de normalización, contraponiendo esta visión más *dovish* de las economías desarrolladas.

El Consejero señor Sebastián Claro, a propósito de la discusión sobre tasa neutral, señala que al revisar la lista de países expuesta y la evolución de sus respectivas tasas de política monetaria (TPM), observa que Australia resulta ser el más parecido a Chile, en el sentido que su tasa promedio de los últimos años es similar en orden de magnitud a la chilena. Dado lo anterior, consulta si hay alguna discusión en Australia respecto de su tasa neutral y, de haberla, cómo la enfrentan.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que en Australia, al redactar sus informes, no se refieren a la tasa neutral como tal, sino que a condiciones promedio históricas. Agrega que, actualmente, declaran estar en promedios históricos. Comenta que esa es la frase utilizada.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere al mercado bursátil. Al respecto, indica que las bolsas han retrocedido durante la última semana, en especial las de economías emergentes; que las de países desarrollados han registrado mayor vaivén; y que, en general, muestran un nivel algo por sobre el exhibido hace un mes, en respuesta a los buenos resultados informados por las empresas privadas. Señala, además, que ha tendido a moderarse la entrada de capitales a las economías emergentes.

En cuanto a los CDS, hace presente que han aumentado las presiones sobre los mercados europeos, como es el caso de Portugal e Irlanda y, particularmente, de Grecia, cuyo nivel actual, que se sitúa en torno a 1.500 puntos base, constituye un récord histórico. Indica, además, que los CDS de algunos bancos asociados a estas economías más vulnerables también han aumentado y que en las economías emergentes, las primas por riesgo han subido levemente, salvo en el caso de América Latina, donde han experimentado un incremento algo mayor.

Con relación al tipo de cambio, manifiesta que el euro se ha depreciado significativamente, como consecuencia de las presiones sobre Grecia y las expectativas de una política monetaria más *dovish* por parte del Banco Central Europeo. En las economías emergentes, en tanto, destaca la depreciación de las monedas de Europa emergente, muy alineada con el euro, mientras que en las otras economías, la visión general es de cambios poco significativos.

El señor Sergio Lehmann exhibe el detalle por moneda, donde Chile aparece en la medianía de la tabla. Destaca que las apreciaciones son numerosas, citando, a título ejemplar, que en la Zona Euro alcanzó a 1,1% respecto de la RPM anterior; y entre las depreciaciones, comenta que la del real brasileño alcanzó a 2% en igual período.



En materia de *commodities*, menciona que se ha registrado una relativa caída generalizada, en especial, en el caso del precio del cobre, maíz y trigo. Por el contrario, indica que el precio del arroz ha aumentado por razones asociadas a su producción. Agrega que la gasolina concentró su caída el día anterior; por lo tanto, si se incorporara esta última lectura, su incremento aparecería más bien balanceado. En todo caso, plantea que la gasolina no ha tenido el mismo ajuste que el petróleo WTI.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta si la información expuesta incluye los datos hasta el día anterior o hasta el día de hoy. El señor Sergio Lehmann precisa que corresponde a los promedios de los últimos tres días, hasta el cierre del día anterior, debido a que el precio de la gasolina se va conociendo con un rezago. De hecho, informa que a primera hora de la mañana se supo que la gasolina registró una caída importante el día anterior, en torno a 4 o 5%.

Al respecto, hace presente, además, que elementos asociados a la capacidad de refinación han estado afectando el precio de la gasolina, pero que ello debería tender a revertirse con cierta rapidez. Sobre el particular, especifica que el *crack spread* de la gasolina está hoy día en torno a 20 o 30 dólares el barril, y que los futuros de *crack spread* dan cuenta de una reversión muy rápida en los próximos meses.

En cuanto a los índices agregados de *commodities* de los últimos doce meses, hace notar el predominio de las caídas y alguna reversión hasta anteayer, ya que el día anterior volvieron a caer de manera significativa.

Con respecto al comportamiento del precio de la gasolina y del petróleo WTI, plantea que el primero ha alcanzado valores similares a los del *shock* del año 2008. Explica que en la coyuntura actual, ello se asocia al uso de la capacidad de refinación, que es inferior al promedio histórico, debido a factores de carácter climático, como inundaciones, y otros relacionados con mantención. No obstante, reitera que el promedio de los últimos días da cuenta de una caída importante.

Al finalizar su presentación, el señor Sergio Lehmann hace referencia a los precios internacionales de los alimentos, dado que constituyen un elemento importante en la determinación de las presiones inflacionarias locales. Al respecto, destaca que el precio del azúcar ha caído de manera muy significativa; que el precio de los cereales y de la carne ha registrado una caída bastante menor; y que los lácteos y aceites muestran cierta estabilidad.

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a la situación de Estados Unidos y Europa, que presenta altibajos, y en que el primero enfrenta el problema de su política fiscal y la segunda, los derivados de la deuda soberana en algunas de sus economías. En su opinión, el riesgo de cola, si bien no tendría una alta probabilidad de ocurrencia, podría tener efectos significativos, por lo que sugiere seguir más de cerca la situación de España, que es la que tiene un tamaño sistémico entre las economías que están algo contagiadas. Por este motivo, además, solicita, como en otras oportunidades, que en los gráficos de riesgo soberano de las economías europeas no se incluya a España, Grecia e Irlanda en el gráfico cuya escala llega a los 1.600 puntos base, ya que resulta prácticamente imposible advertir una variación de 50 puntos base, como sería el caso de la economía española.



El Presidente señor José De Gregorio concuerda con el planteamiento del señor Vicepresidente, ya que del gráfico aludido se deduce que los *CDS* de España habrían subido 60 o 70 puntos base, en circunstancias que el aumento efectivo fue de alrededor de 150 o 200 puntos base.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que como consecuencia del diagnóstico anterior, le preocupa que las economías desarrolladas aparezcan con una política monetaria laxa durante un período anormalmente muy largo hacia adelante, y las economías emergentes aproximándose a sus tasas neutrales a una velocidad creciente. Enfatiza que esta no sería una situación transitoria y que ha querido insistir en ello, ya que desea que su preocupación quede incorporada en la Minuta correspondiente a la presente Reunión.

El Presidente señor José De Gregorio declara tener la impresión de que ese plazo, que efectivamente es muy largo, se ha acortado en el margen, ya que la Reserva Federal ha anunciado que podría comenzar a subir la tasa rectora antes de lo previsto por el mercado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que está en conocimiento de ello. No obstante, piensa que desde el lanzamiento del último Informe de Política Monetaria (IPoM) hasta ahora, la magnitud del empinamiento de la curva *forward* de la TPM en Chile ha sido superior a la de las economías desarrolladas, como también lo sería el empinamiento de la curva correspondiente al promedio de las economías emergentes.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que le llama mucho la atención la volatilidad de los precios de los *commodities* que, luego de experimentar un alza significativa, han mostrado una corrección también significativa en el último tiempo. Indica que esta corrección se debería, en parte, a ciertos problemas de oferta de alimentos; a los problemas en el Norte de África, que han llevado a una caída en el precio del petróleo; como también a cierta percepción sobre una mayor debilidad en la recuperación del mundo desarrollado, especialmente de Estados Unidos y Europa, y preocupaciones muy fuertes respecto de China. En su opinión, la novedad más importante dice relación, entonces, con que la corrección de los precios de los *commodities* tendría cierta relación con una debilidad de la demanda, lo que tiene implicancias en varias dimensiones, que no necesariamente se recogen directamente en una alta inflación.

Señala que un segundo punto se refiere a las tasas de interés. Al respecto, indica que existe preocupación por la mantención de la TPM de Estados Unidos en un nivel muy bajo por un período prologando y porque, al mismo tiempo, las fuerzas fundamentales, especialmente impulsadas por el lado fiscal, sugieren tasas más altas. Plantea, por lo tanto, que parte de la evolución de las tasas de papeles a 2 o 10 años ha tenido mucha relación con fenómenos de temor y con el efecto *flight to quality*, ya que la situación europea se ha complicado, y las tasas de los bonos han caído en Alemania y en Estados Unidos. No obstante, estima que no se puede descartar que en la medida que la situación global se normalice y la situación fiscal se complique —que solo sería un escenario posible—, se observe un alza importante en las tasas de mercado para la deuda americana, lo que tendría implicancias sobre el financiamiento de Chile y sobre el tipo de cambio, entre otros. En su opinión, esto se tiene que traducir, inevitablemente, en mayores tasas en Estados Unidos y en una debilidad de importancia en el dólar.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que la sensación de pérdida de impulso en las economías desarrolladas se ha ido generalizando, y que si bien ello puede contribuir en el corto plazo a contener la inflación, puede tener repercusiones más bien negativas en el mediano plazo. Agrega que aún se desconoce si esta situación es transitoria o será permanente, por lo que estima que es necesario monitorearla.



Respecto de las tasas, señala que aunque es probable que se comience a hablar de alzas de tasas en Estados Unidos, resulta difícil pensar que en este escenario de tantas dificultades fiscales, se vuelva a tasas de *Fed funds* de 4% en un horizonte previsible. A su juicio, esto tiene repercusiones en la economía chilena y, por tanto, debe ser procesado con cuidado.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta por lo que anticipan los futuros de alimentos. Sobre el particular, hace presente que tiempo atrás se sostenía que estos estaban llegando a su *peak* y preveían bajas, que efectivamente se materializaron, alcanzando a 5%.

El señor Sergio Lehmann responde que no se cuenta con lecturas más recientes de estos futuros, pero que una semana atrás mostraban un ligero movimiento al alza. Añade que el Departamento de Agricultura de Estados Unidos publicó su informe el día anterior, que da cuenta de mayores holguras en los mercados del maíz y trigo que, en general, tienen un impacto bastante importante en los futuros. Por lo tanto, sobre la base de ese informe, se debiera anticipar que los futuros de alimentos tienden a estabilizarse o registrarán una ligera caída adicional, particularmente en el caso del maíz y del trigo.

En relación con las tasas de interés, el Gerente de Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que, desde marzo hasta ahora, las de 10 años han caído 35 puntos base en Chile y México, y 20 puntos base en Estados Unidos y Brasil, es decir, todas han registrado movimientos similares.

Con respecto a la otra consulta, manifiesta que si Estados Unidos debe recortar alrededor de 4 trillones de dólares de gasto fiscal, en su opinión, deberá tener un plan creíble y en un horizonte largo. Indica que en ese escenario, la Reserva Federal deberá mantener las tasas bajas y acordar alzas paulatinas y a un ritmo mucho menor que el estimado por el mercado, más aún si se considera que posee un tercio de la deuda del Tesoro. A su juicio, en ese escenario, que es el más probable, el dólar se debilitaría por los próximos años.

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 señor Claudio Soto inicia su presentación, mencionando los hechos destacados desde la última Reunión.

En primer término, señala que la actividad estuvo en línea con lo previsto en marzo, que el PIB del primer trimestre habría crecido 9,8%, pero que los antecedentes preliminares dan cuenta que la demanda interna se habría acelerado más de lo proyectado.

En segundo lugar, comenta que la inflación sorprendió a la baja; que las proyecciones, tanto internas como del mercado, se han ajustado a la baja; y que si bien las expectativas de inflación se han moderado, continúan elevadas desde una perspectiva histórica.

Por último, informa que el mercado está dividido para esta Reunión, pero con una cierta mayor inclinación por un alza de 25 puntos base.

A continuación, el señor Claudio Soto manifiesta que el dato de Imacec estuvo plenamente en línea con lo anticipado, reafirmando la proyección de crecimiento de 9,8% para el primer trimestre, y que los sectores Resto resultaron ser nuevamente los más dinámicos y los que están empujando la actividad.

Handwritten signature or mark.



Destaca que un antecedente importante es que la actividad y la demanda se habrían reacelerado el primer trimestre respecto del cuarto trimestre del año pasado. Hace presente, además, que antecedentes preliminares de Cuentas respecto del cierre del primer trimestre indican que la velocidad sería mayor aún, fundamentalmente por el consumo privado de bienes no durables.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por la evolución de los inventarios.

El señor Claudio Soto responde que los inventarios se han acumulado y que ha habido un alto consumo de bienes durables y también de los no durables. De hecho, indica que la sorpresa en el caso de la proyección interna proviene de lo acontecido con estos últimos.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta si ello resultará en un mayor PIB. El señor Claudio Soto responde que no se traducirá en un producto mayor, al menos en el primer trimestre, sino que solo en exportaciones algo menores.

En todo caso, indica que antecedentes en el margen muestran una recuperación del sector industria, que obedece, en parte, a la caída observada en febrero, que fue más bien transitoria, así como una aceleración del comercio minorista.

El señor Claudio Soto plantea que los indicadores de importaciones de bienes de consumo reflejarían una cierta atenuación en el margen. Sin embargo, destaca que en marzo se advirtió una significativa aceleración de los créditos de consumo.

En materia de expectativas, comenta que los empresarios siguen optimistas, en general; que el optimismo del sector construcción ha seguido al alza y alcanza un nivel récord; mientras que el del sector industria exhibe cierto grado de retroceso.

Informa, además, que se registró una caída en las importaciones de bienes de capital, que no constituyó una gran sorpresa, ya que en marzo se observó un salto en términos nominales, respecto del cual se anticipó que sería de carácter transitorio.

Con relación al sector construcción, menciona que el catastro de marzo reflejó una cierta postergación de proyectos, precisando al respecto que este año habría un número menor de proyectos de ingeniería, pero aumentarían de manera importante a partir del año 2012. Por otra parte, señala que otros indicadores del sector construcción, como los permisos de edificación, han repuntado bastante, y que las ventas reales y de cemento, con vaivenes, exhiben también una tendencia al alza.

El señor Claudio Soto manifiesta que sobre la base de los antecedentes disponibles hasta ahora, se mantienen las proyecciones para el segundo trimestre respecto de la RPM anterior. No obstante, indica que la demanda interna estaría creciendo más que lo considerado en abril como consecuencia del dinamismo del consumo. Agrega que ello es bastante persistente, por lo que le imprimiría mayor impulso al PIB hacia el segundo y tercer trimestre. De hecho, hace notar que la proyección de la demanda ha sido corregida marginalmente, precisamente a raíz de lo observado en los datos de comercio en la punta. En todo caso, comenta que la semana siguiente se contará con el cierre de Cuentas del primer trimestre y que con ello se reevaluará la proyección.



El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto plantea que lo anterior se da en un contexto en que el mercado laboral se mantiene estrecho. Al respecto, señala que se ha observado una atenuación en la creación de empleo en el margen, que obedecería más bien a factores estacionales. Sobre el particular, hace el alcance que con la NENE no se tiene aún una buena identificación de los componentes estacionales, pero que al revisar los datos de la serie de referencia, se advierte un aplanamiento en la creación de empleo durante el verano. Por lo tanto, no sería algo que llame mucho la atención por ahora.

El Consejero señor Rodrigo Vergara indica que ello no corresponde a la estacionalidad habitual. El señor Claudio Soto explica que esta cambió con la nueva encuesta y que debe considerarse, además, que hay una serie de elementos que están distorsionando la lectura de lo acontecido con el empleo en el último verano, como es el caso del terremoto, que afectó los datos de marzo del año pasado, por lo que la variable creación de empleo se estará monitoreando. De todas maneras, subraya que la tasa de desempleo sigue baja, por debajo de las estimaciones de lo que podría ser la NAIRU, y que ello sería precisamente la causa del aumento de las tasas de crecimiento de los salarios nominales.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta que, hasta ahora, se sostenía que el empleo aumentaba en verano, pero que esta nueva encuesta sugiere que aumentaría en invierno. A su juicio, esto resulta ser muy extraño.

El señor Claudio Soto plantea que con la nueva encuesta, el empleo agrícola aumentaría significativamente en los meses de diciembre y enero, y se atenuaría en los meses de febrero y marzo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que ello hay que vincularlo con las sorpresas que hubo en el sector agrícola durante los primeros meses de este año, que fueron interpretadas como un adelantamiento de la cosecha hacia los meses de diciembre y enero. En su opinión, es posible que, efectivamente, no se haya dado el patrón estacional habitual en las exportaciones agrícolas, como tampoco en el empleo de ese sector.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto prosigue con su exposición, señalando que el tipo de cambio se ha apreciado desde la última RPM, fundamentalmente por los movimientos que ha registrado el dólar. Hace notar que si se lo observa en términos multilaterales, la apreciación ha sido bastante más tenue. Menciona, asimismo, que en lo más reciente se advierte una depreciación del peso, asociada al comportamiento del precio del cobre, que ha caído de manera significativa en los últimos días.

Respecto del IPC, en tanto, indica que la variación fue de 0,3% en abril, algo inferior a lo proyectado y que, con ello, su variación anual se mantiene ligeramente por sobre 3%.

En cuanto a la proyección efectuada internamente, señala que las sorpresas se concentraron en transporte, fundamentalmente, y algo menos en frutas y verduras. Asimismo, destaca que hubo una sorpresa al alza en el componente de alimentos X1, haciendo el alcance que no incluye el alza del pan, porque se reflejará este mes.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta cuáles son los alimentos X1 que han variado, ya que, a su juicio, para exhibir el impacto reportado, tendría que haberse registrado una variación generalizada de ellos.

El señor Claudio Soto responde que el alza fue más bien generalizada. Respecto a transporte, en tanto, explica que no se dio el efecto estacional esperado en el caso del transporte interurbano. Añade que los precios de los automóviles, en tanto, que



tienen un peso muy grande en la canasta, aparecen cayendo, no porque los precios en sí estén disminuyendo, sino que más bien por la entrega bonos, que son recogidos por el INE como parte del precio.

El Consejero señor Sebastián Claro señala haber recibido un comentario en la dirección opuesta, en el sentido que, dada la perspectiva de apreciación, algunas automotoras, al menos las dos o tres más grandes, estaban dejando de otorgar bonos y los estaban traspasando a precios de lista, constituyendo ello una expresión de mayor persistencia en la baja de precios.

El señor Claudio Soto prosigue, manifestando que más allá del dato de abril, se sigue dando una inflación que tiene historias divergentes en varios componentes. En particular, menciona que los precios de alimentos están subiendo por sobre 5% anual y el de la energía por sobre 10%, impulsado por el precio de la gasolina. Añade que el IPC de servicios también ha registrado una tendencia al alza, que se ha visto bastante compensada con la caída cercana a 8% anual que anota el IPC de los bienes importados.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si el IPC de los bienes importados corresponde a los IVUM y tipo de cambio. El señor Claudio Soto responde que los componentes vestuario y equipamiento para la vivienda son los que explican, fundamentalmente, la caída de 8% anual.

El señor Claudio Soto agrega que el componente de la canasta que falta es el que se asocia a los impuestos, como los cigarrillos y servicios financieros, que ha registrado un comportamiento bastante volátil.

En términos de la propagación de los *shocks* inflacionarios, indica que en los meses de febrero y marzo hubo un cierto aumento en la cantidad de precios que experimentaron alzas, pero que ello se revirtió parcialmente el último mes; y que, de la misma manera, algunos de los precios que cayeron en esos meses, retrocedieron también el mes pasado. Agrega que ello constituye una mirada rápida de lo que podría ser un indicador de propagación de precios, esperándose que a medida que haya mayor propagación, un número mayor de precios experimentará alzas y uno menor, caídas.

Destaca, a continuación, que se está modificando la proyección, esperándose ahora incrementos menores en los precios de los combustibles y perecibles que los considerados en la última RPM. En cuanto a los combustibles, explica que el menor precio recoge los precios del petróleo WTI hasta el viernes 6 de mayo, por lo que las caídas más recientes no quedarían reflejadas. Indica, asimismo, que el supuesto de tipo de cambio promedio se rebajó desde \$478 a \$465, y que para esta RPM se ha incorporado el supuesto que no habrá un alza en el Transantiago en mayo y julio, sino que solo una en el horizonte de seis meses, que se materializaría en el mes de agosto, porque se modificó el funcionamiento del polinomio para la fijación de sus tarifas. Hace presente que esta modificación fue decretada por el Ministerio de Transporte alrededor de tres semanas atrás, y consistió en un alargamiento del promedio móvil considerado para el precio de los combustibles, determinando que las alzas sean mucho más graduales en el tiempo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que esto corresponde solo a una postergación de las alzas, por lo que si se considera un alza menos en el horizonte de proyección de seis meses, se debe corregir, consiguientemente, la proyección de mediano plazo. El señor Claudio Soto especifica que, en el modelo, se trata de seguir el polinomio, por lo que deberá ser afinado.



El señor Claudio Soto menciona que, de acuerdo con la nueva proyección, se estima que la inflación de los próximos tres meses será de 0,4% mensual, aproximadamente. Al respecto, informa que una de las correcciones importantes que se ha incorporado a los supuestos es que no habrá nuevas alzas en el precio de los cigarrillos, dado que la tabacalera ha anunciado que recién se materializarían en los próximos dieciocho meses, restando, por lo tanto, inflación a los meses de mayo y junio. Agrega que otras correcciones dicen relación con el tema del Transantiago ya comentado y la reducción en los precios de los combustibles, llevando a corregir el IPC a septiembre en aproximadamente seis décimas, esto es, desde un 4,7% a un 4,1% anual.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta por la proyección en materia de precios de alimentos. El señor Soto responde que el alza del pan, de alrededor de \$100, tendría una incidencia de dos décimas en el IPCX1 en mayo y que su variación mensual sería de 0,3% ese mes y de 0,4% el IPC total. No obstante, destaca que la mantención del precio de los cigarrillos tiene un peso importante, que más que compensa ese efecto.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que al revisar la situación del año 2008, las tarifas públicas aparecen con una incidencia no menor. Consulta, en consecuencia, por la situación actual de estas tarifas.

El señor Claudio Soto menciona que, en el escenario actual, el supuesto es que la electricidad debiera registrar un alza en los próximos meses. Sobre el particular, comenta que, en algún momento, se decidió que los decretos de fijación tarifaria dejaran de ser tramitados en la Contraloría General de la República, porque hacía muy engorroso el proceso de las reliquidaciones; no obstante, esta decisión se revirtió la semana anterior, a fin de evitar la comisión de errores en las fijaciones tarifarias. Explica que ello implica que se postergarán los cambios de precios y que, nuevamente, se estará sujeto a los mecanismos de reliquidación que tratan de compensar a los clientes por el período que dura la tramitación de los decretos en la Contraloría. En todo caso, indica que el escenario contempla un alza en los próximos meses, menor que la considerada anteriormente, porque, además, se observan costos marginales menores en energía.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por los fundamentos del supuesto relativo al alza del pan, de \$90 o \$100.

El señor Claudio Soto hace presente que el INE recoge el precio del pan de los supermercados y de las panaderías, en una proporción de 60% y 40%, respectivamente, en tanto que, internamente, solo se cuenta con seguimiento de precios de supermercados. Añade que una encuesta efectuada por el Sernac un par de días atrás, mostró aumentos en torno a \$100, en promedio; y que, adicionalmente, se han recopilado precios *in situ*. Por último, informa que el precio del pan es menor en los supermercados que en las panaderías.

En cuanto a la inflación futura, indica que las alzas previstas seguirán siendo explicadas por los alimentos y los combustibles. De hecho, precisa que la proyección considera que el componente Resto, que incluye una parte importante de servicios, tiende a caer, y que el componente vestuario dejaría de tener una contribución negativa hacia fines del horizonte de corto plazo.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si respecto de la proyección de dos meses atrás, el ajuste a la baja se debe principalmente al precio de los combustibles.

El señor Claudio Soto indica que el ajuste al alza se debe a los combustibles y a los alimentos, en tanto que al ajuste a la baja se explica por un componente de transporte, específicamente el precio de los automóviles.



Con respecto a las expectativas de inflación, señala que las encuestas a hogares y empresas se han estabilizado. Añade que el IMCE, que incluye preguntas sobre las perspectivas de costo y de precios, da cuenta de una cierta estabilización y una pequeña reversión en el margen en el caso de los costos.

Asimismo, destaca que los resultados que arrojan la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la Encuesta a los Operadores Financieros (EOF) reflejan también una cierta estabilización e, incluso, un retroceso. A título ejemplar, menciona que la EOF muestra un retroceso de las expectativas a uno o dos años; que las medidas de compensación inflacionaria también caen, y que la EEE a 24 meses retrocedió una décima, desde 3,2% hasta 3,1%. No obstante, hace el alcance que si se agregan las distintas medidas en el indicador sintético, se observa que las expectativas retroceden en el margen, pero permanecen altas desde una perspectiva histórica.

Con respecto a las tasas de interés, señala que las tasas nominales y las *swaps* han caído y que las tasas de los bonos lo han hecho también, pero en menor grado. Añade que las tasas reales sí han aumentado de manera significativa, especialmente la de los BCU-2.

El señor Claudio Soto destaca que el movimiento de las tasas *swaps* ha llevado a un aplanamiento relevante de la curva *forward* en adelante y que, en general, se observa una caída de alrededor de 25 puntos base a todos los plazos, de acuerdo con la metodología que se utiliza para construir la curva *forward*.

Hace presente, además, que la EEE y la EOF se han ajustado a la baja en la misma magnitud, pero que, de todas maneras, siguen marcando una TPM de 6% hacia comienzos del próximo año.

Finalmente, informa que el mercado está dividido para esta Reunión, pero se inclina en una proporción mayor por un alza de 25 puntos base, como lo muestran la EOF y Bloomberg. Agrega que la EEE también arrojó una mayor inclinación por un alza de 25 puntos base, y que el Consejo seguiría adoptando alzas en adelante.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que si bien en el IPoM se indicó que existía un riesgo al alza en crecimiento y en inflación, las cifras expuestas en esta ocasión estarían dando cuenta que este último estaría amainando, al menos en el corto plazo, mientras que el riesgo al alza del crecimiento y demanda estaría elevándose marginalmente, pudiendo ser un indicador de presiones inflacionarias dentro del horizonte de proyección, mayor que lo que se estaría ganando en inflación en el corto plazo.

Señala, además, que como es posible que se observen variaciones relevantes en el tipo de cambio, le gustaría contar con más información empírica respecto de potenciales efectos expansivos o contractivos de variaciones en el tipo de cambio real, así como de los potenciales efectos ingreso o riqueza sobre las decisiones de los agentes.

Respecto de los efectos ingreso, sostiene que la base debería ser la cuenta corriente en moneda extranjera del sector privado nacional. A su juicio, esta sería claramente deficitaria, ya que una parte muy sustantiva de las exportaciones son o Codelco, que es sector público, o inversión extranjera, que no es sector privado nacional. Indica que si su planteamiento es correcto, una depreciación real sería expansiva y una apreciación, contractiva.



Agrega que desde el punto de vista de los activos, también debieran considerarse los activos financieros netos y el *equity*, porque tiene un componente importante. Al respecto, indica que los activos financieros netos también han sido sistemáticamente negativos, situación que representaría más al sector privado, mientras que una parte sustancial del *equity* exportador no sería propiedad del sector privado nacional.

En su opinión, entonces, si la riqueza neta nacional del sector privado nacional también tiene un desbalance cambiario, los efectos riqueza de una eventual apreciación serían expansivos y los de una depreciación serían contractivos. Añade que si su planteamiento es correcto, al final, termina siendo una cosa empírica si este efecto contractivo más que compensa las elasticidades habituales de las exportaciones y las importaciones.

Manifiesta que, a su juicio, ello es relevante, porque si parte de los efectos de la política monetaria se generan a través del tipo de cambio —por los efectos que tienen las tasas de interés sobre él—, entonces esta podría tener algún componente de menor fuerza en caso que los efectos cambiarios fueran expansivos. Agrega que como los efectos ingreso y los efectos riqueza frente a cambios de precios relativos no son lineales, sino que crecen a medida que el precio relativo registra un cambio mayor, piensa que conocer la verdadera potencia que la política monetaria tendría sobre la demanda agregada puede ser un elemento relevante a considerar, atendido el hecho que los eventuales efectos del tipo de cambio sobre la demanda agregada estarían con el signo distinto del que los modelos internos normalmente suponen.

El Presidente señor José De Gregorio señala que este es un tema que está relativamente pendiente, porque los modelos internos están calibrados de manera que las cosas convergen y se cumplen en el plazo, pero el punto es que, de alguna u otra manera hay que revisarlo, sobre todo si se considera la coyuntura actual.

El Presidente señor José de Gregorio indica que se suspende la Reunión hasta las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 170, incorporándose a ella el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

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, destaca la moderación de las expectativas respecto del ritmo de recuperación de las economías desarrolladas; la reafirmación de las políticas monetarias expansivas por parte de los bancos centrales de economías avanzadas y el descenso de las tasas de interés respectivas; las caídas en el precio del petróleo y otras materias primas; y la continuación de los problemas fiscales en Europa, aunque con efectos menores sobre otros mercados financieros.

En cuanto a Chile, indica que la actividad económica ha crecido en línea con lo esperado, que el gasto interno y el empleo mantienen un elevado dinamismo, que el crédito interno se ha acelerado, que la evolución de los salarios nominales refleja un estrechamiento de las condiciones en el mercado laboral, y que el peso se aprecia respecto del dólar, mientras el tipo de cambio real se mantiene estable. Menciona, asimismo, que la inflación aumentó menos que lo esperado, y que si bien se han moderado las expectativas

ml



inflacionarias de corto y mediano plazo, se mantienen en la mitad superior del rango de tolerancia. Hace presente, además, que los precios financieros y encuestas anticipan una normalización más lenta de la TPM en el corto plazo, pero sin revisiones significativas de las tasas de mediano y largo plazo. Por último, informa que para esta Reunión en particular, los precios financieros y la opinión mayoritaria de mercado anticipa un alza de 25 puntos base, pero sin descartar un alza de 50 puntos base.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes para esta Reunión, un alza de 50 puntos base de la TPM, hasta 5,0%, y un incremento de 25 puntos base, hasta 4,75%. Expresa que la recomendación de esa División es, en esta oportunidad, por la primera opción, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, hace presente que el escenario delineado en el último IPoM contempla que la economía nacional mantendrá en los trimestres venideros un ritmo de crecimiento alineado con su potencial, lo que permitirá la convergencia de la tendencia inflacionaria a la meta de 3% en el horizonte de proyección. Al respecto, plantea que ello requiere retirar estímulo de la política monetaria, hasta llevarla a un rango neutral.

Sin embargo, indica que en el IPoM también se señaló que los riesgos para la inflación y el crecimiento estaban sesgados al alza. Precisa que en el caso de la inflación, se basaban en la conjunción de *shocks* adversos de oferta en energía y alimentos, cierre de las brechas de capacidad y un elevado dinamismo de la demanda interna, que llevó a acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria en meses recientes.

Comenta que desde la última Reunión, algunos de estos riesgos se han moderado. En particular, destaca que los ajustes de la TPM y la reciente baja en los precios del crudo y otras materias primas, aunque todavía en niveles elevados, han contribuido a moderar las expectativas inflacionarias privadas. En su opinión, estos antecedentes podrían llevar a justificar un ajuste menor de la TPM, de 25 puntos base.

Advierte, sin embargo, que otros riesgos se mantienen vigentes. Al respecto, indica que los antecedentes recientes confirman un escenario de elevado dinamismo de la demanda interna, particularmente del consumo, y el empleo, así como una aceleración en el crecimiento del crédito y los salarios.

Con respecto a los *shocks* de oferta, sostiene que los mercados de materias primas se mantienen volátiles, por lo que es temprano para evaluar en qué nivel se asentarán los precios internacionales. Agrega que tampoco se puede descartar que continúen los traspasos de alzas previas de precios internacionales a precios domésticos, particularmente en el caso de alimentos.

El señor Luis Óscar Herrera señala que estos antecedentes llevan a concluir que es apropiado que la política monetaria continúe retirando estímulo monetario, actuando en forma preventiva para contener el dinamismo de la demanda interna y la propagación de *shocks* adversos de oferta. Recalca que la recomendación de elevar la TPM en 50 puntos base es consecuente con esta estrategia de minimización de riesgos.

Al mismo tiempo, manifiesta que de adoptarse esta recomendación, la TPM se ubicaría en 5%, cerca del rango de valores que históricamente han sido considerados como neutrales, lo que debiera verse reflejado en un menor ritmo de ajuste en futuras Reuniones y también en posibles pausas para evaluar sus efectos sobre la economía.

[Handwritten signature]



Al respecto, enfatiza que el grado de incertidumbre en cuanto al nivel neutral para la TPM es considerable. Por una parte, indica que los menores niveles de las tasas externas, todo lo demás constante, apuntan a una menor tasa neutral que la histórica; por otra parte, la velocidad de expansión de la demanda interna y, en particular, del consumo, de mantenerse en el tiempo, sugerirían lo contrario.

A su juicio, esto implica que, en los próximos meses, el proceso de normalización de la TPM deberá ajustarse necesariamente a la luz de la evolución de los datos y las proyecciones, tomando en cuenta los rezagos con que opera la política monetaria sobre la economía.

Con respecto a las consideraciones tácticas, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera destaca que la opción recomendada en esta oportunidad, se aleja de la expectativa mayoritaria en el mercado, lo que podría llevar a una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés, que no sería coherente con la moderación antes señalada de algunos riesgos inflacionarios. Sin embargo, plantea que este riesgo es menor, a la luz de que las expectativas de mercado para esta Reunión se encuentran divididas entre un alza de 25 o 50 puntos base y que la mayoría de los encuestados anticipan alzas adicionales de la TPM.

En todo caso, manifiesta que de adoptarse la decisión de subir la TPM en 50 puntos base, se recomienda modificar la última frase del Comunicado, referida al sesgo de la política monetaria, dejando abierta la posibilidad de efectuar ajustes menores o incluso pausas en las Reuniones de los próximos meses.

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 Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón indica que las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, de un alza de la TPM de 25 o de 50 puntos base, son plenamente consistentes con la dinámica macro de la economía chilena.

En su opinión, la decisión de subir la TPM en 25 o 50 puntos base en esta Reunión es de segundo orden de importancia, por cuanto hay una condición previa que es fundamental, que consiste en comunicar a la opinión pública, a los agentes y al mercado, que la tasa rectora de llegada está aún más arriba y que es cercana a 6%. Plantea que ello se logra, básicamente, cerrando la posibilidad de hacer pausas en las próximas Reuniones, manteniendo el sesgo alcista. Incluso, señala que si en esta ocasión se opta por aumentar la TPM en 50 puntos base, se debe comunicar claramente que en los próximos meses, dadas las condiciones de la economía chilena, los aumentos van a ser de 25 puntos base y que no habrá pausas.

Asimismo, expresa que existe un riesgo de que la TPM de equilibrio sea mayor que 6%. Sobre el particular, piensa que todo lo que se ha ganado en reducir la inflación esperada, se debe principalmente a que el Consejo ha señalado una meta o tasa de llegada clara en las últimas Reuniones, que el mercado interpreta que está en torno al 6%. Aún más, comenta que el informe del Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria señor Enrique Orellana —presentado el día anterior— alude a un rango, pero bastante centrado en un 6%.

Expresa, además, que si se estimara con posterioridad a esta Reunión que dicha meta ha cambiado, siendo menor, es posible que parte de lo ganado se revierta y se vuelvan a tener compensaciones inflacionarias más altas.



Con ello, es de opinión que la discusión de la tasa neutral debe referirse, más que a la tasa neutral en sí misma o como un ejercicio teórico, a la tasa requerida para llegar al equilibrio en la situación actual, considerando un desempleo que es igual o menor a la NAIRU, un PIB creciendo sobre el potencial y brechas de capacidad que, como lo ha ilustrado la Gerencia de Estudios, o están cerradas o, incluso, son negativas hoy día.

En consecuencia, reitera que la pregunta, más que la tasa neutral de largo plazo, es que la TPM permite llegar al equilibrio de la demanda agregada, considerando que, para el primer trimestre, la proyección de la Gerencia de División Estudios es que crecerá poco menos de 13% y que lo hará a 7% en el segundo, cifras que están sobre la tasa de tendencia. Plantea que se podría pensar que, quizás, los sesgos son al alza y que la tasa de llegada no sea 6%, sino que 6,5% o mayor aún.

Finalmente, insiste que, a su juicio, lo más relevante a enfatizar es la tasa de llegada más que la decisión de un alza de 25 o 50 puntos base en esta Reunión.

El Presidente señor José De Gregorio agradece los comentarios del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín inicia su exposición, destacando que la actividad económica interna continúa exhibiendo un renovado dinamismo. Al respecto, hace presente que el Imacec de marzo registró un crecimiento de 15,2% interanual, influido por la débil base de comparación producto del terremoto del 27 de febrero pasado, cuyos efectos se hicieron sentir con mayor fuerza en el mes de marzo de 2010, como también por el elevado dinamismo de la economía chilena; y que a ello se suma un importante repunte del sector industrial y la recuperación de los sectores agrícola y pesquero. Con estas cifras, precisa que en el primer trimestre de 2011 se registra un crecimiento interanual de 9,8%.

Por el lado de la demanda, indica que los últimos datos muestran que las ventas de bienes de consumo y, en particular, las de bienes durables, exhiben sólidas tasas de crecimiento, lo que revela la fortaleza del consumo privado. Expresa que ello va en línea con el dinamismo del mercado laboral que, de acuerdo con las últimas cifras, registra una creación de 486.930 empleos en un año. Destaca, además, que pese al aumento de la inflación, los salarios reales exhiben tasas de crecimiento superiores a los observados en promedio en el 2010, ya que en el mes de marzo, las remuneraciones reales crecieron 2,8% en doce meses.

En el caso de la inversión, comenta que los indicadores muestran signos de moderación, por cuanto en el mes de abril, las importaciones de bienes de capital crecieron solo 7,8% en doce meses, tras exhibir tasas de crecimiento de 39,3% en febrero y 48,5% en marzo.

El señor Felipe Larraín menciona, a continuación, que en la economía internacional persisten elementos de riesgo. Al respecto, especifica que en Europa se mantienen las tensiones financieras en algunas economías y que en los últimos días, los temores sobre la situación fiscal griega han vuelto a surgir, ante la incertidumbre respecto de las medidas que tomarán las autoridades del país y la posibilidad de ayuda por parte de las instituciones internacionales.

Por otra parte, señala que tras haber aumentado la TPM en 25 puntos base en abril, el Banco Central Europeo decidió mantener la tasa rectora en su Reunión de mayo. Agrega que en Japón, algunos indicadores sectoriales muestran importantes caídas en marzo, y que si bien el impacto sobre la economía del país se apreciará con las cifras de crecimiento



del primer trimestre a publicarse la próxima semana, a la fecha, los efectos de la catástrofe sobre la actividad en el resto del mundo parecen acotados.

Respecto de Estados Unidos, destaca la mejora en el mercado laboral, informando que la cifra de empleo del mes de abril arrojó una creación mensual de 444.000 puestos de trabajo, superior a lo estimado por el mercado. Sin embargo, hace notar que, de acuerdo con el avance, el crecimiento del primer trimestre se ubicó en 1,8%, lo que implica una importante desaceleración respecto del trimestre anterior, cuando creció 3,1%. Advierte, en consecuencia, que los indicadores aún muestran señales mixtas, poniendo en duda la velocidad de la recuperación en ese país; y subraya que, en este escenario, los países emergentes siguen liderando de lejos el crecimiento económico mundial.

En cuanto al ámbito interno, señala que las presiones inflacionarias se moderaron en abril. Añade que en dicho mes se registró una cifra de inflación de 0,3% mensual y de 3,2% en doce meses, menor que lo esperado por el mercado; que el IPCX anotó un aumento mensual de 0,3%, mientras que el IPCX1 se incrementó en 0,1%, con lo que las mediciones en doce meses se ubican en 2,4 y 0,7%, respectivamente.

Por su parte, menciona que las expectativas de inflación para el año 2011 se han ajustado a la baja. En efecto, precisa que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas de mayo del Banco Central, la inflación esperada para el año 2011 se ubica en 4,3%, inferior al 4,4% de las encuestas de abril y marzo; y que para el año 2012, las expectativas ubican la cifra en 3,4%, inferior al 3,5% de los meses previos. De igual forma, indica que las expectativas de inflación medidas a través de las compensaciones inflacionarias muestran importantes reducciones desde la última RPM, ya que las tasas de mercado de los BCP y BCU a dos años arrojan un valor de 3,91%, lo que significa una caída de 43 puntos base desde esa fecha.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín plantea que en esta caída han influido varios factores. En primer lugar, alude a la señal dada por el Banco Central al elevar la tasa en 50 puntos base en la Reunión de abril. En segundo lugar, menciona que el escenario de los precios internacionales de diversos *commodities* ha cambiado desde la última Reunión, precisando que desde esa fecha, el trigo ha caído 3,1%; el maíz, 10,2%; y el petróleo, 9%, contribuyendo así a la reducción de las expectativas inflacionarias. En tercer lugar, hace presente que desde la plena operación del Sipco, se ha cumplido el objetivo de suavizar los precios internos de la gasolina. Al respecto, especifica que, de acuerdo con los datos de la encuesta semanal del Sernac del 9 de mayo, la gasolina de 93 octanos solo ha subido 6,6 pesos desde el 14 de marzo, lo que representa un aumento de solo 0,9% desde esa fecha, ayudando, sin duda, a moderar las expectativas de inflación al evitar alzas bruscas en los precios de los combustibles.

Finalmente, destaca que está la contribución que se está realizando a través de la política fiscal anticíclica, con un crecimiento del gasto fiscal inferior al del PIB, compromiso que fue reafirmado con el anuncio de ajuste fiscal en 2011, por 750 millones de dólares. Expresa que con la aplicación de esta medida, esa Secretaría de Estado espera que la razón gasto público a PIB disminuya en cerca de 10 puntos en 2011, reduciendo así la presión del gasto del sector público sobre la economía y, por ende, permitiendo un ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias. Además, reitera el compromiso de normalización de la política fiscal, tal como está delineado en el Informe de Finanzas Públicas de octubre de 2010.

En este contexto, señala que esa cartera cree razonable continuar con el proceso paulatino de normalización de la política fiscal y monetaria, y que las opciones de política son aumentar la tasa rectora en 25 o 50 puntos base. Sostiene que el primer camino valida las expectativas obtenidas de la Encuesta de Expectativas del Banco Central, e implica una moderación de la trayectoria del aumento de tasas respecto de la Reunión pasada, en

Handwritten signature or mark.



línea con los mensajes de aumento más pausados dados por las autoridades monetarias en los países desarrollados; y que el segundo camino tiene como ventaja reforzar la señal dada en la Reunión anterior, que se utilizarán las herramientas necesarias para controlar el alza de la inflación, moderando aún más las expectativas de inflación.

Con todo, manifiesta que la situación actual sugiere que en caso de seguirse esta opción, los aumentos futuros debiesen ser de menor intensidad, moderando el ritmo de normalización de la política monetaria. En este escenario, en que se observan menores presiones inflacionarias junto a menores expectativas de inflación comparado con la Reunión pasada, informa que el Ministerio de Hacienda cree que se debe actuar aumentando la TPM solo en 25 puntos base, evitando un desalineamiento respecto de las trayectorias de política monetaria seguidas en el resto del mundo, una mayor presión sobre el tipo de cambio y una potencial desaceleración futura de la economía; y que en caso de aumentarse en 50 puntos base, se estima importante dejar claro en el Comunicado que ha comenzado una nueva fase con ajustes más graduales de la tasa de instancia.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, prosiguiendo con la Reunión, da paso a la votación de los señores Consejeros.

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

Indica, en primer término, que en el frente externo ha aumentado la incertidumbre con respecto a la fortaleza de la recuperación mundial, y que si bien las mayores preocupaciones provienen de Europa, se extienden también a Estados Unidos. Por otra parte, menciona que los precios de las materias primas han empezado a ceder, lo que puede tener importantes implicancias para las economías emergentes como la chilena. En su opinión, todos estos eventos postergan las alzas de tasas de interés de política monetaria en economías desarrolladas. De hecho, destaca que las tasas de largo plazo en dichas economías han mostrado una baja respecto a la RPM anterior.

En segundo lugar, señala que en Chile, la actividad interna se ha mantenido dinámica, de acuerdo con las proyecciones; que el gasto sigue creciendo a tasas elevadas, sin dar señales hasta ahora de desaceleración; que el mercado laboral mantiene su dinamismo y que los salarios han continuado acelerándose.

Por su parte, plantea que la inflación ha sido inferior a lo esperado por el mercado, al igual que su medición subyacente, precisando al respecto que el IPCX1 está creciendo apenas 0,7% en doce meses. Agrega que las expectativas de inflación se han ido moderando, entre otros aspectos, por los menores registros efectivos de inflación, por los menores precios de las materias primas y por la política de normalización monetaria del Banco Central. Menciona, además, que el crecimiento del dinero y del crédito se mantiene en niveles acotados y que, por otro lado, el fuerte crecimiento de la demanda interna sigue presente como elemento de riesgo en cuanto a inflación. Con todo, destaca que los riesgos en esta materia se han reducido.

El Consejero señor Rodrigo Vergara sostiene que en este escenario, ambas opciones presentadas por la División de Estudios son razonables. A su juicio, un alza de 25 puntos base en esta ocasión es coherente con un ajuste monetario que ya se ha realizado en su mayor parte y con las menores expectativas de inflación en adelante. Por su parte, expresa que un alza de 50 puntos base consolidaría la política llevada hasta ahora, en cuanto, de alguna forma, concluiría un proceso importante de normalización monetaria iniciada a mediados del año pasado y daría una nueva y fuerte señal antiinflacionaria. Subraya que ello sería coherente con la estrategia preventiva que se ha tenido todo este tiempo.



Indica que es importante ser preciso con respecto a qué se refiere con concluir un proceso. Aclara que no significa, por cierto, que no pueda haber alzas adicionales en la TPM en las próximas Reuniones, sino que es probable que estas sean de menor magnitud y que también vayan acompañadas de períodos de pausa, dependiendo de las condiciones que se vayan presentando. De alguna forma, considera que un alza de 50 puntos base en esta oportunidad pone al Banco en el rango de la tasa neutral de política y, en ese sentido, se termina un proceso de normalización. Además, cree que un alza de 50 puntos base da más flexibilidad al Consejo para sus próximas decisiones de política.

El Consejero señor Rodrigo Vergara estima, asimismo, que el subir 50 y no 25 puntos base, no implica un punto de llegada más elevado de la TPM a fin de año o en el horizonte de proyección, sino que solo un adelantamiento en la trayectoria de corto plazo. A este respecto, indica que la lectura adecuada de un alza de esta magnitud no es que hay mayores riesgos inflacionarios a futuro, reiterando, de hecho, que los acontecimientos han ido en la dirección de reducir dichos riesgos, sino que representa la consolidación de un proceso.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Rodrigo Vergara vota por subir la TPM en 50 puntos base en esta oportunidad, para llevarla a 5%.

No obstante, también por todos los argumentos anteriores, cree necesario modificar sustancialmente el Comunicado, principalmente el último párrafo. Asimismo, estima relevante reconocer en el mismo documento que hay un quiebre en materia de expectativas inflacionarias.

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 las cifras desde la última Reunión, tanto internas como externas, son mixtas.

Indica que en el exterior, los datos de actividad han sido algo menores que los esperados y que las perspectivas en adelante se han corregido en algo hacia la baja. Al respecto, especifica que tanto la complicada situación en Europa como la debilidad en Estados Unidos y los signos de sobrecalentamiento en algunos países en desarrollo, particularmente en China, sugieren una perspectiva algo más débil para el mundo en adelante; que los precios de los *commodities* han recogido esto con fuerza, por cuanto más allá de los vaivenes que las materias primas han mostrado en los últimos trimestres —y que probablemente seguirán mostrando—, la corrección a la baja en los precios del petróleo, cobre y alimentos, entre otros, podrían estar dando cuenta de esta perspectiva de menor fortaleza de la recuperación.

En su opinión, lo anterior tiene un lado positivo y que consiste en que han amainado las amenazas más fuertes de alzas de los alimentos y del petróleo, que imponen presiones de costos muy significativos y que constituyen un dilema muy complejo para la política monetaria. En todo caso, advierte que ello no significa que los riesgos no subsistan y que la volatilidad no continúe en los próximos trimestres, pero que da la impresión de que cierta corrección en los precios de los *commodities* puede estar reflejando una perspectiva de menor debilidad en la recuperación internacional.

En el ámbito interno, destaca que el dinamismo de la actividad y la demanda continúan, siendo similares a los previstos en el IPoM. Agrega que no se observa todavía una normalización en la velocidad de expansión de algunos componentes del consumo, pero sí un aumento en la normalización de las condiciones crediticias. Agrega que no existe por ahora una evaluación de anormalidad o preocupación particular por este fenómeno, esto es, por la

22



velocidad de expansión que muestran algunos componentes de consumo, ya que obedece en parte a una recuperación de niveles bajos asociados a la crisis y a un incremento muy importante en la masa salarial. Considera, sin embargo, que este es el principal riesgo al alza que tiene el dinamismo de la actividad. En su opinión, es esperable una normalización de esta tendencia en los próximos trimestres, planteando que es un tema al que habrá que prestarle atención.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que, asociado a lo anterior, el mercado laboral continúa dinámico, aunque en el margen las cifras de empleo muestran una moderación en su tasa de expansión junto con un persistente dinamismo de los salarios. Menciona, además, que la inflación sorprendió en el margen a la baja y que junto con las correcciones de precios externos, han contribuido a un significativo ajuste en las expectativas de inflación a distintos plazos.

Enfatiza que así como hace algunos meses argumentó que no era conveniente sobre-reaccionar al aumento en las expectativas de inflación que se estaba produciendo, cree que ahora tampoco es conveniente hacerlo ante caídas en el margen en las perspectivas de inflación a futuro. Sobre el particular, sostiene que tanto el dinamismo interno como la trayectoria de la inflación y las señales de debilidad externa sugieren que el ajuste de la política monetaria debe mantener su curso hacia un rango neutral, pero manteniendo especial consideración con los fenómenos externos y las perspectivas que ello implique para las condiciones financieras y macroeconómicas que enfrentará la economía chilena, especialmente en un horizonte de dos años, pensando en la situación macro del próximo año.

Dado lo anterior, manifiesta que ambas alternativas para esta Reunión son razonables, pero que se inclina esta vez por un alza de 50 puntos base, toda vez que existe el espacio para entrar a una zona de neutralidad de la política monetaria que, en su opinión, se justifica ampliamente. Indica, además, que esta alternativa tiene la ventaja de entregar mayores grados de libertad respecto de la trayectoria futura de la política monetaria. Aún así, plantea que es probable que nuevos ajustes sean necesarios, pero que su ritmo e intensidad debieran ser más graduales. Agrega que si en esta oportunidad se optara por un aumento de la TPM de 50 puntos base, el alza de 150 puntos base en las últimas tres Reuniones, incluida esta, se justificaría en la necesidad de avanzar más rápidamente a terreno neutral dado el dinamismo interno y la presión externa proveniente de los precios de los *commodities*, lo que afectó las expectativas de inflación más allá de lo deseado.

A su juicio, llevar la tasa a 5% en esta Reunión permite corregir de manera sustancial el fuerte impulso que la política monetaria tuvo en los trimestres anteriores, y abre las puertas a que los movimientos posteriores —aún teniendo un sesgo al alza— sean mucho más dependientes de las condiciones coyunturales.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la TPM a 5% y por modificar el Comunicado para hacer explícita la mayor probabilidad de ajustes menores y más espaciados en el tiempo.

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. Señala que las noticias del último mes sugieren algún ajuste en el balance de riesgos, pero no modifican sustancialmente el diagnóstico que sirve de fundamento para la política monetaria.



Indica que en el frente externo, los sentimientos de mercado se han debilitado debido a la percepción de una pérdida de impulso en las economías avanzadas, unida a una creciente preocupación por la situación fiscal que afecta a varias de ellas, pero que, con todo, las perspectivas de crecimiento se mantienen sólidas por la contribución que efectúa el mundo emergente. Manifiesta que para este último, el principal desafío sigue siendo prevenir una expansión excesiva y contener las presiones inflacionarias; y agrega que las reacciones de política y sus repercusiones sobre la actividad y la inflación son clave en esta etapa y, por tanto, deben ser monitoreadas con atención.

Hace presente que como resultado de estos desarrollos, los precios de las materias primas y, particularmente, los precios del petróleo y el cobre, se han corregido a la baja. Sin embargo, destaca que este movimiento solo revierte la escalada alcista previamente observada, de manera que los precios internacionales permanecen elevados con todas las implicancias que ello tiene.

Con respecto al frente interno, manifiesta que la actividad evoluciona de acuerdo con lo previsto, que el último Imacec alcanzó el alto nivel esperado, y que las perspectivas de crecimiento para el año se reafirman con un balance de riesgos que permanece bastante sesgado al alza.

El Consejero señor Enrique Marshall subraya que el principal impulso para la actividad proviene de la demanda interna, que sigue exhibiendo un elevado dinamismo, favorecido por el crecimiento de la masa salarial y una expansión relevante del crédito. Añade que si bien este dinamismo debería moderarse en adelante, como resultado, entre otros factores, del accionar de la política monetaria, esta materia debe ser monitoreada con atención.

En materia de inflación, comenta que el último registro mensual sorprendió a la baja, pero que ello no cambia sustancialmente el panorama inflacionario. Indica que si bien las cifras de inflación efectiva y, particularmente las medidas de inflación subyacente, permanecen en rangos acotados, la trayectoria inflacionaria, evaluada en perspectiva, sigue exhibiendo una tendencia al alza. Al respecto, sostiene que más allá de la incidencia transitoria del tipo de cambio o de algunos precios específicos determinados internacionalmente, esta trayectoria sigue conducida por la expansión del gasto interno y al cierre de brechas. En el caso del mercado laboral, en tanto, menciona el agotamiento de holguras, que se refleja en el comportamiento de los salarios que crecen a tasas relevantes.

Destaca, asimismo, que las expectativas inflacionarias se han estabilizado o revertido levemente y que, en su opinión, la normalización de la política monetaria, unida a la reciente evolución de los precios de las materias primas, han contribuido a ello.

Por su parte, señala que las expectativas para la TPM han experimentado ajustes marginales a la baja, y que para esta Reunión, las opiniones del mercado están divididas, con alzas esperadas de 25 y 50 puntos base.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que con estos antecedentes parece bastante claro que la política monetaria debe proseguir su curso de normalización y que, en tal sentido, coincide con la minuta de la Gerencia de División Estudios, en que las opciones plausibles son alzas de 25 o 50 puntos base.

Al respecto, señala que se puede argumentar, por un lado, que la TPM se ubica ya en un nivel que permite moderar los próximos ajustes, y que cierta preocupación por el escenario externo y la caída en los precios de las materias primas podrían aconsejar también una decisión en esa línea; y que, por otro lado, es claro que las presiones internas sobre la inflación siguen presentes. Sobre el particular, subraya que las acciones de política



adoptadas en los últimos meses han sido claves para contener dichas presiones y estabilizar las expectativas inflacionarias, pero que la tarea no ha concluido y se requiere consolidar lo avanzado. A su juicio, estas consideraciones llevan a recomendar más bien un alza de medio punto porcentual, ya que un ajuste de menor magnitud podría denotar cierta debilidad o sugerir un cambio de diagnóstico a partir de datos muy puntuales, lo que conlleva riesgos.

En opinión del Consejero señor Marshall, un ajuste de medio punto porcentual permitiría al Consejo cerrar una fase del proceso de normalización, marcado por varias alzas consecutivas de la misma magnitud, para abrir paso a una nueva, donde se debería esperar una secuencia de ajustes más moderados, intercalados por pausas. Además, estima que al ubicar la tasa en 5% en esta oportunidad, el Consejo tendría mayor libertad para decidir los próximos pasos, lo que constituye una ventaja dada la fluidez del escenario externo. Expresa que este es un punto que debe ser recogido en el Comunicado.

Por último, hace presente que si bien el mercado está dividido en cuanto a la decisión que se adoptará en esta Reunión, un alza de medio punto porcentual no sería sorpresiva y debería ser asimilada sin problemas.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 5%.

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* y señalando que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, con excepción de la frase que indica que el tipo de cambio real se mantiene estable. Al respecto, hace presente que la información sobre los promedios del nivel del tipo de cambio real de los cinco días anteriores a la RPM de abril y de esta fueron de 89,2 y 88,4, respectivamente, lo que significa una apreciación real de 0,8%; y que, sin embargo, el tipo de cambio real se sigue manteniendo dentro de lo que se considera como rango coherente con sus fundamentales de largo plazo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que con respecto de la lista antecedentes nuevos mencionada, añade los siguientes comentarios.

Indica, en primer término, que la información proveniente de las economías de Estados Unidos, la Zona Euro y Japón es mala. Precisa, al respecto, que las expectativas han ido ajustando un efecto relevante del mayor precio del petróleo que, aunque ha bajado en lo más reciente, sigue siendo muy elevado respecto de hace algunos meses; un mayor impacto de mediano plazo del terremoto en Japón; y una salida menos clara a los problemas fiscales y financieros de Europa.

A su juicio, se consolida un escenario de bajo crecimiento para esas economías durante un período prolongado, donde la política monetaria probablemente se mantendrá expansiva a medida que se reduzcan los grados de libertad para el manejo de la política fiscal.

Destaca, asimismo, que la proyección de la inflación en el año 2011 para las economías emergentes aumentó por quinto mes consecutivo, tanto para el promedio de América Latina como para el de las economías de Europa emergente y Asia emergente. En su opinión, la instancia monetaria en estas economías continuará avanzando, ya sea hacia un nivel neutral o hacia una instancia francamente contractiva en algunas de las principales economías emergentes y, con ello, las tensiones cambiarias de las monedas respectivas probablemente se agudizarían.



Con respecto a la economía doméstica, señala que la información reciente de actividad y demanda tiende a elevar la probabilidad de ocurrencia del escenario de riesgo de mayor crecimiento que se destacara en el IPoM, mientras que lo contrario sucede con respecto a la información reciente de inflación. Sin embargo, hace presente que en el horizonte de política, de materializarse el riesgo de mayor demanda interna y crecimiento, también podrían elevarse las presiones inflacionarias y la consecuente reacción de la política monetaria.

A título de último comentario, menciona que el mercado del trabajo, en tanto, sigue mostrando evidencia de agotamiento de las holguras.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que todo lo anterior apunta en la dirección de continuar reduciendo el estímulo monetario.

Sin embargo, a su juicio, el concepto de tasa de interés neutral, respecto de la cual se argumenta que se estaría más bien cerca de ella, le genera algún grado de incerteza en términos de cuál es la tasa de interés neutral cuando la tasa de interés de las principales economías del mundo está muy por debajo de sus propias tasas de interés neutrales. Por esta razón, estima que hace falta avanzar más en esa dirección. En ese sentido, plantea que es importante que lo que vaya haciendo la política monetaria considere lo que está ocurriendo también en el resto del mundo, para lo cual considera que no es conveniente descartar posibles efectos de las decisiones del Consejo sobre las expectativas cambiarias.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que vota, en esta oportunidad, por elevar la TPM en 25 puntos base y que no se pronuncia respecto de cuál es la tasa de interés neutral de la economía chilena.

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

Finalmente, el Presidente señor José De Gregorio señala que desde la última RPM ha habido algunas noticias auspiciosas en materia de inflación. Menciona, en primer lugar, que el último registro inflacionario fue algo menor que el anticipado y que, de esta manera, la inflación en doce meses se ubica en 3,2% y que tanto el IPCX1 como la inflación que excluye alimentos y energía registran variaciones anuales en torno a 1%. En segundo lugar, comenta que el precio del petróleo, después de haber subido con mucha fuerza hacia la Reunión anterior, se ha devuelto a niveles cercanos a 100 dólares el barril, haciéndolo más coherente con el escenario base del último IPoM; y agrega que esta misma moderación también ha ocurrido en otras materias primas. Por último, destaca que las expectativas de inflación se han reducido, tanto aquellas reportadas en las encuestas como las que se derivan de los precios de activos financieros.

Hace presente, además, que el tipo de cambio se ha mantenido relativamente estable y que, respecto del último IPoM, registra una caída en tomo a 1,5% en términos multilaterales.

No obstante lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio advierte que los principales riesgos en materia inflacionaria siguen presentes. Señala, al respecto, que los indicadores de salarios muestran tasas de variación crecientes, ubicándose en niveles en tomo a 6 o 7%, dependiendo del indicador que se considere y que ello, unido a una tasa de desempleo relativamente baja, dan muestra de estrecheces que pueden resultar en la incubación de presiones inflacionarias o traspasos de precios de alimentos y energía a otros precios más allá de lo coherente con el logro de la meta de inflación. Plantea que,



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 170
Página 27 de 29

desafortunadamente, los cambios metodológicos en las series de empleo impiden tener una estimación confiable de la tasa de desempleo NAIRU. No obstante, cree que es probable que el mercado laboral ya se encuentre operando con niveles de desempleo por debajo de esta tasa.

Manifiesta, además, que los indicadores de actividad han evolucionado algo por encima de lo estimado en el último IPoM, confirmando que, posiblemente, la economía chilena crecerá más que lo estimado en el escenario base. Sostiene, al respecto, que los aumentos del crecimiento esperado para este año, reportados en las encuestas de expectativas, avalarían esta hipótesis, y que el fuerte crecimiento de las colocaciones de consumo, así como la fuerte expansión de la demanda interna, también dan cuenta de este fenómeno.

En suma, afirma que la actividad evoluciona con dinamismo y que no se puede descartar que este dinamismo sea mayor que el estimado anteriormente, lo que resultaría en que la economía estaría operando por encima de su nivel de plena capacidad. En su opinión, el mercado laboral es tal vez la mejor confirmación de este hecho.

El Presidente señor José De Gregorio señala, a continuación, que el escenario internacional continúa complejo. A su juicio, las perspectivas para las economías desarrolladas son moderadas, lo que hace prever que el ajuste dual por el que atraviesa la economía mundial persista, lo que se confirma, además, por los serios problemas financieros en las economías europeas. Por otra parte, hace notar que las fluctuaciones de los precios de las materias primas son muestra de una economía mundial con muy altos niveles de incertidumbre.

En cuanto a la decisión de esta Reunión, el señor Presidente plantea que en una economía con la inflación en torno a su meta y, operando a niveles de plena capacidad, es esperable que la TPM se ubique en torno a su nivel neutral. No obstante, destaca que hay dos aclaraciones que habría que hacer a este respecto. En primer lugar, menciona que la inflación subyacente se encuentra significativamente debajo de la meta. En segundo lugar, y tal como indica la Minuta de Opciones, reitera que existe incertidumbre en cuanto a cuál es su nivel neutral en el corto plazo, dado el bajo nivel de tasas de interés internacionales. Sobre el particular, comenta que imagina que es fácil mostrar que con bajas tasas de interés internacionales, que generan tipos de cambio reales algo más apreciados que sus niveles de largo plazo, obviamente se terminará encontrando tasas neutrales menores que las de situaciones normales. Con todo, sostiene que es necesario seguir retirando el estímulo monetario, con el propósito de que la TPM se sitúe en niveles más cercanos a la neutralidad y que el Consejo pueda actuar preventivamente contra presiones inflacionarias que sean difíciles de revertir.

El Presidente señor José De Gregorio hace presente que la decisión sobre cuánto debiera ser el ajuste en esta Reunión podría abordarse de dos maneras. Expresa que la primera es de forma marginal, esto es, dado el ritmo de ajuste que se traía y las noticias desde la última Reunión, cuánto sería lo más adecuado ajustar hoy. Plantea que en dicho caso, y tal como gran parte del mercado lo espera, tal vez habría que subir solo 25 puntos base. Indica que la segunda forma de responder a esta pregunta es en forma de niveles, es decir, qué tasa debiera regir hoy en la economía, dadas las perspectivas inflacionarias y sus riesgos. Con todas las incertidumbres sobre la tasa terminal, cree que, en este caso, 50 puntos base, para llegar a 5%, sería lo más adecuado dado el actual escenario actual y las perspectivas de actividad e inflación.

Más aún, estima que un alza de 50 puntos base es la más adecuada dada la configuración de riesgos y porque desde el punto de vista de estrategia de política monetaria da mayor flexibilidad. Señala que si se decide subir 25 puntos base y se materializa un panorama de mayor inflación, volver a realizar ajustes de 50 puntos base daría una señal

24.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 170

Página 28 de 29

confusa de tener una política monetaria muy dependiente en datos coyunturales. Por el contrario, si se confirmara un escenario de menor inflación y se decidiera subir la tasa en 50 puntos base, bajar el ritmo de alza de la tasa e incluso realizar una pausa, sería perfectamente coherente con un proceso que se acerca gradualmente a niveles de tasas más neutrales. De hecho, indica que es probable que este sea el último ajuste de 50 puntos base que el Consejo tenga que hacer y que, en los próximos meses, este ritmo pueda reducirse.

El Presidente señor José De Gregorio enfatiza que se enfrenta un desafío inflacionario complejo, en una coyuntura internacional muy incierta. Destaca que, hasta ahora, la estrategia del Banco ha sido la correcta y que la evolución de las expectativas de inflación como de las proyecciones internas así lo estarían confirmando. En su opinión, es indispensable seguir con esta estrategia, la que garantizará que la inflación converja a la meta en el horizonte de política y se mantenga en el tiempo el vigoroso crecimiento que lleva la economía chilena.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio expresa que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 5%.

En consideración a lo señalado, el Presidente señor José De Gregorio deja constancia que la votación de los señores Consejeros en esta Sesión, es de cuatro votos por aumentar la tasa en 50 puntos base y de un voto, correspondiente al del Vicepresidente señor Manuel Marfán, por incrementarla en 25 puntos base, por lo que el Consejo acuerda elevar la TPM en 50 puntos base, desde 4,5% a 5% anual.

Siendo las 16:45 horas, se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

A continuación, el Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que una vez concluida la redacción del Comunicado, decidirá si se suma al voto de mayoría, por las razones que expondrá en esa oportunidad.

Siendo las 17:50 horas, el Consejo aprueba el texto del Comunicado, que es del siguiente tenor:

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 5% anual.

En el ámbito externo, los precios de materias primas presentan una reversión importante, aunque sus niveles se mantienen elevados. Algunos indicadores sugieren una moderación del ritmo de crecimiento de las economías desarrolladas, mientras persiste la preocupación respecto del riesgo financiero en Europa. A nivel global, la inflación ha seguido aumentando y varias economías han continuado reduciendo su impulso monetario.

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 una reversión, aunque se mantienen por sobre la meta.

El Consejo estima que serán necesarios aumentos adicionales en la tasa de política monetaria, en una magnitud y oportunidad que 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."



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 170
Página 29 de 29

Antes de concluir la Reunión, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta su decisión de sumarse al voto de mayoría del Consejo, de modo que el Acuerdo de aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 5% anual, sea unánime. Agrega que la razón principal de su decisión radica en que prefiere reservar su disidencia para causas más importantes y que están latentes. Asimismo, solicita al señor Presidente que comunique esta decisión al señor Ministro de Hacienda para evitar que comente su opción anterior.

El Presidente señor José De Gregorio expresa su agradecimiento al planteamiento que formula el Vicepresidente señor Manuel Marfán y, junto con los Consejeros señores Enrique Marshall, Sebastián Claro y Rodrigo Vergara, por las razones expresadas por el señor Vicepresidente de sumarse al voto de mayoría del Consejo, no tienen inconveniente en modificar el Acuerdo, de manera que este sea adoptado en forma unánime.

En virtud de lo anterior, se deja constancia que el Acuerdo del Consejo es el siguiente:

170-01-110512 – 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 50 puntos base, hasta 5% anual.

Se levanta la Sesión a las 18:00 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante



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 repara 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 171

Página 17 de 29

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 trasposos 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.

Coherente 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,



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 171

Página 28 de 29

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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 171

Página 29 de 29

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."

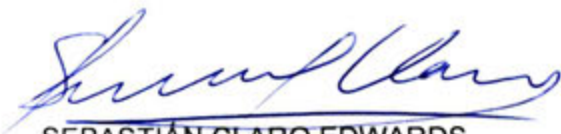
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:25 horas.



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