



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

ML



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