



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En Santiago de Chile, a 12 de abril de 2011, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

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

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 169, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de octubre de 2011, para el día 13 de ese mes.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 2 de 24

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención, refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). En primer término, destaca que la actividad industrial da cuenta de positivas cifras durante el último mes. Subraya, asimismo, que la confianza de los consumidores en las economías desarrolladas ha vuelto a aumentar en medio de alguna mejora en el mercado laboral, mientras que en las economías emergentes, el incremento en los precios de la energía y alimentos estaría deteriorando la percepción de los consumidores.

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 4 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 5 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 7 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 8 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 9 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 11 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 169
Página 13 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 14 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 169
Página 16 de 24

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 18 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 19 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 169

Página 21 de 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria
Sesión N° 169
Página 22 de 24

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

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

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff* y señalando que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, a lo que añade los siguientes hechos relevantes.

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

169-01-110412 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 4,5% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comunicado

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

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

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

El Consejo reitera que será necesario continuar reduciendo el estímulo monetario en los meses venideros. El ritmo de dicho proceso dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Con ello, seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:30 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante

