



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 184
celebrada el día martes 17 de abril de 2012

En Santiago de Chile, a 17 de abril de 2012, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también:

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 184, comunicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha decidido que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de octubre de 2012 se celebre el día 18 de ese mes.



Asimismo, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín ha informado que asistirá a esta Sesión solo durante la tarde, para estar presente en el análisis de las opciones y la adopción de los acuerdos correspondientes.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, para efectos de la presentación del escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria, RPM. En primer término, señala que aumentó la preocupación por la deuda española, elevando la aversión al riesgo de los inversionistas, y que en línea con ello, se han observado incrementos en la volatilidad de los mercados, por cuanto las bolsas han caído y las primas por riesgo han subido.

En segundo lugar, informa que los indicadores de actividad de los Estados Unidos se han mostrado mixtos durante la presente semana, aunque destaca un reporte de empleo por debajo de lo previsto.

Plantea, además, que se mantiene una marcada debilidad en el caso de Europa, mientras que en China la cifra del PIB reafirma la desaceleración de esa economía, aunque las perspectivas para el segundo trimestre podrían ser algo mejores.

A título de último desarrollo relevante, indica que los precios de los *commodities* han retrocedido.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición, refiriéndose a la situación de la economía española. Para tal efecto, exhibe la lámina N° 4 de la presentación, cuyos gráficos dan cuenta de las perspectivas para distintos países de la Zona Euro, los Estados Unidos y agregados emergentes en materia de déficit fiscal y deuda del gobierno. Llama la atención en cuanto a que la mayoría de los países analizados muestran ajustes, es decir, déficits fiscales que tienden a disminuir como resultado de esfuerzos fiscales, mientras que el déficit fiscal de España figura sin mayor variación y la deuda de su gobierno, que hoy es de alrededor del 70% del PIB, llegaría a niveles cercanos al 80% en dos años más. Hace presente que detrás de ello no solo hay elementos relacionados con un ajuste en el sector privado que aún está pendiente y con caídas adicionales en los precios de las viviendas, sino que se observa hacia adelante una debilidad marcada de la actividad, que le impide reflejar los esfuerzos en materia de déficit fiscal y deuda del gobierno.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que para las próximas Reuniones sería conveniente separar el déficit fiscal que está explicado por el rescate a los bancos, cajas u otras instituciones financieras, del originado por otras razones, ya que si bien la dinámica de la deuda es la misma en ambos casos, sus consecuencias de corto plazo son distintas en términos macroeconómicos.

El Gerente de Análisis Internacional continúa con su presentación, mencionando que la mayor preocupación respecto de España se ha visto reflejada en aumentos significativos de sus CDS, que se sitúan en torno a los 500 puntos base. Agrega que los CDS de Italia, Bélgica y Francia también se han incrementado, superando los 400, 200 y 150 puntos base, respectivamente, mientras que los correspondientes a Alemania, Reino Unido y los Estados Unidos no exhiben mayor variación. En cuanto a los CDS de economías emergentes, informa que las alzas han sido moderadas, reflejando que la tensión es mayor en los países europeos.



El señor Sergio Lehmann hace notar que la mayor preocupación por España se ha reflejado también en un incremento homogéneo de los CDS bancarios, en especial de los europeos, y con alguna mayor fuerza en el caso del Banco Santander y BBVA. Añade que los CDS de bancos norteamericanos también exhiben alzas, que se asocian a la mayor volatilidad e incertidumbre respecto de Europa y a señales de un posible recorte en la clasificación de riesgo de algunas de estas entidades bancarias, particularmente las correspondientes al Bank of America y Citigroup.

Con respecto a la volatilidad, comenta que esta se ha reflejado en todos los indicadores de las economías emergentes, los Estados Unidos y, con mayor fuerza, en Europa. Asimismo, consigna que los premios corporativos han aumentado, pero en mayor grado en el caso de las empresas A y *high yielders* de los Estados Unidos, que en el mundo emergente.

Informa, además, que las primas por liquidez no muestran cambios significativos desde la última RPM.

En materia bursátil, destaca el retroceso de las bolsas de las diferentes regiones, marcado por la mayor preocupación respecto de España y, en algún grado también, por la desaceleración importante que está experimentando la actividad china. Hace presente que las caídas han sido más significativas en Europa y Brasil, en línea con una menor entrada de capitales, dando cuenta de que el apetito por riesgo del mundo ha disminuido en este escenario de mayor incertidumbre.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace notar la elevada correlación que se observa entre las bolsas de las distintas regiones, situación que años atrás no se evidenció. En su opinión, este acoplamiento es complejo, porque si todas las bolsas reaccionan a la vez, los efectos son de carácter sistémico.

En cuanto a las tasas de interés, el señor Sergio Lehmann indica que los registros del último mes dan cuenta de una caída de las tasas largas en los Estados Unidos y Alemania, economías que resultan ser un refugio frente a la mayor incertidumbre reinante. Al respecto, precisa que la caída ha sido muy significativa en las tasas a 2 y 10 años de Alemania, y que en los Estados Unidos, la disminución de las tasas a 2 años ha sido algo menor y la baja de aquellas a 10 años las sitúa a un nivel ligeramente por debajo del 2%, luego de haber llegado a estar en torno a 2,2 – 2,3% alrededor de un mes atrás, cuando el escenario era algo más positivo.

Con respecto a las monedas, señala que la mayoría se ha depreciado frente al dólar, que nuevamente aparece como un refugio. Destaca que el yen, que también es una moneda refugio, particularmente en períodos de mayor incertidumbre, se ha apreciado alrededor de 3% en el último mes; que la depreciación del euro alcanzó a 1,2%, aproximadamente, y que entre las caídas de las monedas latinoamericanas sobresalen el peso mexicano y el chileno.

Además, menciona que el Banco de la República Popular China acordó ampliar la banda de flotación diaria del yuan frente al dólar. En su opinión, ello podría dar pie a una trayectoria futura algo más acelerada en la apreciación de esta moneda.

En materia de indicadores de actividad, señala que los correspondientes a Estados Unidos son más bien mixtos. Sobre el particular, especifica que el último registro del PIB estuvo en línea con lo esperado; que el dato de producción industrial, dado a conocer durante la presente jornada, no registró variación, en circunstancias que se proyectó un



aumento de 0,3%; que la creación de empleo también estuvo por debajo de lo anticipado; que las ventas de vivienda y el mercado inmobiliario se mantienen asimismo débiles; y que el consumo aparece más bien dinámico, por cuanto el dato efectivo fue mayor que el esperado y las ventas, excluyendo automóviles, también muestran un crecimiento algo mayor que lo anticipado.

En cuanto a la Zona Euro, hace notar que los últimos datos son inferiores a los proyectados, particularmente en Alemania, donde las ventas minoristas, la producción industrial y el mercado laboral se mantienen muy débiles.

Respecto de China, subraya que el PIB alcanzó a 8,1%, inferior al 8,4% esperado; que si bien las exportaciones muestran una desaceleración importante, el registro de 8,9% fue superior al 7% previsto; y que las importaciones también exhiben una clara trayectoria de desaceleración, al anotar una variación de 5,3%, *versus* el 9% anticipado. Destaca que las señales positivas provienen de la producción industrial y las ventas minoristas, cuyos datos más alentadores hacen prever algún mayor dinamismo en los próximos meses.

El Consejero señor Sebastián Claro llama la atención en cuanto a que los últimos datos de Brasil e India son, comparativamente, más negativos que los de otras economías, y consulta si hay algún patrón común en la mayor desaceleración de estos dos países emergentes, ya sea en términos de consumo interno o de exportaciones a algunos países desarrollados. De hecho, comenta que este ha sido el argumento detrás de la reducción de la tasa de política monetaria, TPM, acordada por los indios, que fue de 50 puntos base, mayor que lo esperado.

El señor Sergio Lehmann confirma que las dos grandes excepciones en materia de política monetaria provienen de Brasil e India, cuyos recortes de la TPM se han debido, precisamente, a datos de actividad y de demanda más débiles que lo previsto. Declara desconocer si hay un patrón común que explique su desaceleración, pero se compromete a analizar si lo hay en materia de comercio exterior. Por último, acota que los signos de debilidad que ha venido evidenciando Brasil desde hace algunos meses, han sido reafirmados por las últimas cifras.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta que el elemento común de las dos economías mencionadas sería que ambas vienen saliendo de problemas inflacionarios y de contracción monetaria. Agrega que si bien los bancos centrales respectivos han acordado un fuerte recorte de tasas últimamente, debe tenerse presente el efecto rezago.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que el Banco Central de Brasil ha sido criticado, en parte, porque se habría adelantado excesivamente en bajar las tasas. Al respecto, indica que la desaceleración anticipada se ha ido materializando y que los brasileños lo atribuyen, en gran medida, al tema cambiario, que afecta al sector industrial de manera significativa.

El señor Sergio Lehmann confirma que el sector industrial brasileño ha mostrado mayor debilidad y que lidera, de alguna manera, la desaceleración de la actividad. Añade que es posible que en India se esté observando un fenómeno de carácter análogo.

A continuación, el señor Sergio Lehmann hace presente que en materia de expectativas de crecimiento, las señales son algo más positivas. Destaca que en Estados Unidos, los ISM de servicios y manufacturero se han mantenido claramente por sobre el pivote y, de hecho, por sobre lo esperado en el caso del ISM manufacturero, reflejando que la confianza ha tendido a aumentar. Informa que una situación similar se observa en la Zona Euro,



donde el PMI servicios, la encuesta ZEW y la encuesta ESI han arrojado mejores resultados que lo anticipado, como también en Alemania. Agrega que en Japón se observaron datos algo más mixtos, porque el PMI manufacturero fue más positivo que lo proyectado, mientras que la encuesta Tankan ha sido más bien negativa. Por último, comenta que con respecto a China, el HSBC da cuenta de una situación algo más negativa, mientras que los datos oficiales son mejores, esperando una suerte de recuperación en materia de actividad manufacturera en los próximos meses.

Al proseguir con la presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las proyecciones contenidas en el Informe de Política Monetaria, IPoM, *versus* las del World Economic Outlook, WEO, emitido por el Fondo Monetario Internacional, FMI. Sobre el particular, indica que el WEO, publicado al inicio de la presente jornada, entrega una cifra de crecimiento para los Estados Unidos que se encuentra alineada con la considerada en el Informe antedicho; en particular, que se aprecia perfectamente alineada en el caso de la Zona Euro y Japón; muy alineada con el resto de Asia y América Latina; mientras que con respecto a China se observa una ligera diferencia, siendo la proyección del FMI algo más optimista que la del IPoM.

Asimismo, plantea que el WEO ha estimado un crecimiento del PIB para el año 2012 de 3,5%, superior al 3,3% contemplado en el IPoM, en razón de los siguientes tres componentes. En primer término, informa que el Banco debe actualizar los ponderadores con los nuevos datos disponibles. Anticipa que con ello, China aparecerá con un crecimiento mayor que hace un año, lo que llevará a elevar, en algún grado, el crecimiento del mundo a PPP. En segundo lugar, menciona que el resto del mundo, que tiene un peso aproximado de 15%, habría sido objeto de una revisión importante por parte del FMI, de alrededor de una décima. Agrega que un tercer componente dice relación con que en el año 2013 también hay un factor asociado a ponderadores que no están actualizados y que si bien están alineados con lo publicado por el WEO respecto de los Estados Unidos y Europa, es más optimista en cuanto a China, lo cual se hace extensivo al resto de Asia.

El señor Sergio Lehmann señala que un análisis pormenorizado de las distintas regiones da cuenta de que la producción industrial presenta una ligera reversión en el margen en las economías emergentes; que los países emergentes sin China exhiben un patrón similar, pero menos dinámico, evidenciando que la trayectoria algo positiva de los emergentes ha estado explicada precisamente por China; y que en el mundo desarrollado, la producción industrial ha estado más bien plana en los últimos doce meses y presenta un ligero aumento en el margen.

No obstante, el señor Lehmann indica que los PMI superan el pivote de 50, esto es, que se anticipa una recuperación moderada de la actividad en los meses venideros. Añade que las cifras de PMI servicios son aún más positivas, excepto la de la República de Corea y la correspondiente a la Zona Euro, en coherencia con una región en recesión.

En cuanto a los Estados Unidos, plantea que si bien su productividad ha aumentado a un nivel cercano a 2%, en línea con la recuperación de su economía, la trayectoria ha sido decreciente desde comienzos del año 2010 y su registro inferior al promedio histórico, que supera el 2%. En cuanto a la creación de empleo, manifiesta que ha estado básicamente asociada al sector servicios, tal como se consigna en una nota distribuida la semana anterior.

Con respecto al mercado inmobiliario norteamericano, menciona que mantiene una marcada debilidad. De hecho, comenta que al comienzo de la presente jornada se dio a conocer el dato referido al inicio de construcción de viviendas, que resultó ser bastante débil; que las ventas también lo son y que el tiempo de venta de viviendas, que había mostrado una cierta reversión en los últimos trimestres, ha tendido a detenerse.



En materia de brechas de PIB, exhibe el *heat map* correspondiente, que se contiene en la lámina N° 20 de la presentación, al cual se ha agregado la columna relativa a las perspectivas sobre trayectorias de crecimiento futuro, tratando de medir ciertas holguras, habida consideración de que ya comenzó el segundo trimestre del año en curso. Hace notar que el PIB de los Estados Unidos, si bien se encuentra aún bajo su tendencia, está creciendo con mayor rapidez que en el trimestre anterior y exhibe brechas bastante amplias. Añade que la debilidad es bastante marcada en Europa y Europa emergente, que la situación es mixta en las economías emergentes y América Latina, y que China figura creciendo bajo su tendencia en los últimos doce meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán repara en que en este *heat map*, elaborado sobre la base de información Bloomberg, Chile no solo aparece creciendo sobre la tendencia, sino que acelerándose.

El señor Sergio Lehmann corrobora lo planteado por el señor Vicepresidente, precisando que de acuerdo con los datos antedichos, Chile figura con un crecimiento trimestre a trimestre de 4,5% en términos anualizados, cifra coincidente con la contemplada en el IPoM.

El Asesor del Ministro de Hacienda, señor Rodrigo Cerda, consulta por la forma en que el Banco califica que el PIB crece sobre su tendencia. El Consejero señor Sebastián Claro, por su parte, pregunta si ello significa que el PIB chileno está creciendo sobre su tendencia desde mediados de 2010.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto plantea que para determinarlo, lo central es que el pivote elegido considere un año normal o en el que la brecha estuvo cerrada. Explica que al elaborar el *heat map*, se promedia toda la muestra y se asume que en ella, la brecha estuvo precisamente cerrada, y que de acuerdo con ello, los datos correspondientes a los últimos tres a cuatro trimestres dan cuenta de que, efectivamente, la brecha habría estado más abierta en dicho período.

Al proseguir con su presentación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere a las proyecciones en materia de crecimiento. Sobre el particular, señala que al utilizar modelos de factores dinámicos, que consideran entre doscientas y trescientas variables, se obtiene que el crecimiento del primer trimestre de la Zona Euro, los Estados Unidos y Japón estaría ligeramente por sobre lo que contemplan el IPoM y Bloomberg, y que ello se asocia fundamentalmente a indicadores de confianza recientes, que muestran una visión algo más optimista en este sentido.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de inflación que se contiene en la lámina N° 23 y señala que, en términos generales, la inflación se mantiene en las economías desarrolladas, que tiende a caer en las emergentes y que en algunas economías, como Perú, República Checa, Hungría y Turquía, supera sus rangos meta.

En cuanto a proyecciones, indica que se anticipan aumentos transitorios para el presente año en casi todas las regiones y algunas reversiones en el año 2013, particularmente en el caso de América Latina y Europa emergente.

Hace presente que en línea con lo anterior, la mayor parte de los bancos centrales ha detenido el ciclo de bajas de sus tasas rectoras y que estas solo persisten en algunos casos específicos, como en India, cuya autoridad monetaria la recortó en 50 puntos base en la reunión realizada durante la presente jornada, mayor que el esperado, y en Brasil, que lo haría en 75 puntos base en la reunión programada para el día siguiente.



También en consonancia con lo precedentemente expuesto, el señor Gerente de Análisis Internacional menciona que las perspectivas en materia de TPM han tendido a ajustarse. Precisa que tal es el caso de Europa emergente, América Latina, Asia y Oceanía. Añade que los contratos de futuros, en tanto, están recogiendo un posible aumento en los Estados Unidos hacia fines del año 2013, ante indicadores que han resultado más favorables que lo esperado, contrariamente a lo anunciado por la Reserva Federal en cuanto a que no moverá sus tasas hasta bien entrado el año 2014.

Con respecto a los precios de *commodities*, destaca que han tendido a caer, salvo el arroz y la gasolina. Explica que el aumento del precio de la gasolina se debe a factores estacionales, mientras que el del arroz, que no se había ajustado al alza, como sí lo habían hecho otros granos, se niveló con ellos.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por las razones de la corrección de los precios de los *commodities*. El señor Sergio Lehmann responde que ella obedecería, fundamentalmente, a datos de crecimiento más débiles y, en el caso particular de los metales, a perspectivas de actividad menos auspiciosas, especialmente en China.

El Presidente señor Rodrigo Vergara pregunta si el comportamiento de la economía china afecta solo al precio de los metales o también al de los alimentos. El señor Lehmann precisa que China influye en ambos, pero que los metales son más sensibles a lo que acontezca en ese país. El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera acota que, en términos relativos, el precio de los metales se ve impactado mayormente, por cuanto China representa el 40% de ese mercado, mientras que en el caso del petróleo y los alimentos, esta economía concentra solo el 20 y el 10% de los mercados respectivos.

El señor Rodrigo Cerda consulta por el precio del arroz, que registró un alza de 9% en el último mes. El señor Sergio Lehmann indica que esta alza obedece a una situación puntual, de carácter climático, por lo que debiera ser relativamente transitoria.

En relación con los índices de alimentos, el señor Lehmann señala que los futuros contemplan una caída durante la mitad del presente año y un ligero aumento hacia los últimos meses de este ejercicio.

Con respecto a los precios de los metales, informa que, en general, registraron caídas durante el último mes, influidos básicamente por una perspectiva más débil de la economía china, pero que en lo que va corrido del año, predominan alzas relativamente importantes en todos los metales analizados.

Al concluir su presentación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere a la proyección del precio del petróleo, de la gasolina y del cobre. Al respecto, menciona que los futuros de los dos primeros no presentan cambios importantes con respecto a lo contemplado en el último IPoM, mientras que los futuros de cobre están ligeramente por debajo de lo observado un mes atrás, en línea con un precio *spot* que ha tendido a caer unos pocos puntos porcentuales.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y, a continuación, ofrece la palabra para consultas o comentarios.



El Consejero señor Joaquín Vial sugiere comenzar a analizar el mercado del gas natural, cuyo precio actual es muy bajo debido a que Estados Unidos no tiene capacidad para almacenar sus excedentes de este hidrocarburo, razón por la cual está comenzando a desarrollar mercados de exportación.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, a su juicio, los problemas de España resultan ser lo más llamativo en esta oportunidad. Sobre el particular, estima que es importante monitorear esa economía, por la natural relación entre el mercado financiero chileno y la banca española, y atendido el hecho que sus dificultades se han ido profundizando.

No habiendo más comentarios y preguntas, el Presidente señor Rodrigo Vergara solicita al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, que exponga acerca del escenario interno.

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

En primer término, indica que la actividad, descontados los efectos del año bisiesto, creció en torno a 5% en los tres últimos meses, y que los antecedentes en el margen no llevan a modificar de manera sustancial la visión plasmada en el último IPoM.

En segundo lugar, comenta que la inflación sorprendió a la baja, pero que las expectativas inflacionarias no son muy distintas de las contempladas en el IPoM.

Agrega que los datos de la encuesta de crédito muestran que las condiciones de otorgamiento de créditos para hogares se perciben algo más restrictivas, no así las de demanda.

A título de último elemento destacado del período, informa que para esta Reunión, el mercado espera la mantención de la TPM y que, en general, la trayectoria de tasas es bastante similar a la considerada en el IPoM.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación haciendo referencia al crecimiento de la economía. Al respecto, plantea que de acuerdo con la serie desestacionalizada del IMACEC, que excluye el efecto del año bisiesto, la variación anual fue de 4,1% en el mes de febrero, y de 5% si se considera el promedio de los tres últimos meses.

En cuanto a las velocidades, indica que el IMACEC se reacceleró hacia fines del año 2011, bastante influido por el dato del mes de diciembre, que fue anómalo en términos de la variación mes a mes, y que al excluir dicho dato e incluir las estimaciones para el mes de marzo, las variaciones trimestre a trimestre serían, en promedio, cercanas al 1%.

A nivel sectorial, comenta que las ventas del comercio se aceleraron hacia fines del año pasado, coherente con el dato del IMACEC, pero que la última cifra da cuenta de una leve atenuación. En cuanto a industria, señala que si bien no registra variación en los últimos meses, se debe tener presente que parte de este sector ha sido empujado por el dinamismo de las ventas hacia minería y construcción, pero que ha sido contrapesado por los sectores exportadores, cuyos niveles han venido cayendo desde mediados del año 2011.

En relación con algunos indicadores de demanda, alude a una situación mixta. Por una parte, hace notar que las ventas de automóviles han estado cayendo en el margen desde niveles altos, mientras que los últimos datos referidos a importaciones de los bienes durables que excluyen automóviles, dan cuenta de una reacceleración. Destaca que ello es



coherente con los indicadores del Instituto Nacional de Estadísticas, INE, sobre ventas de bienes durables, cuya serie desestacionalizada refleja, en general, un dinamismo bastante elevado en los últimos meses.

Con respecto a inversión, manifiesta que la visión también es algo mixta. Al respecto, especifica que las importaciones de bienes de capital muestran una caída en los últimos meses, la cual obedece en parte al abultamiento registrado a fines del año pasado por la adquisición de aviones, mientras que la construcción mantiene su dinamismo, lo que se refleja, en especial, en los despachos de cemento.

En cuanto a las perspectivas de los consumidores y empresarios, subraya la recuperación de la confianza. Precisa que esta es más clara en el caso de las empresas y que el optimismo del sector construcción alcanza niveles históricamente muy elevados.

Agrega que en el caso de hogares, si bien el IPEC también refleja un grado mayor de optimismo, el último dato da cuenta de una caída y que, en general, se sitúa aún por debajo del terreno neutral, lo que está muy asociado a la visión respecto del país y también de la situación personal, que históricamente ha estado en terreno negativo. Sin perjuicio de lo anterior, comenta que la pregunta respecto de la percepción sobre condiciones para comprar artículos para el hogar, que es un indicador relevante para el seguimiento del consumo, no solo está bastante elevado, sino que ha crecido en los últimos meses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si las mediciones referidas a inversión y consumo se evalúan internamente. El señor Claudio Soto responde que si bien la correlación entre ambas variables no es muy alta, aporta información. De hecho, señala que la Gerencia de Análisis Macroeconómico utiliza dicha correlación en algunos casos para efectuar seguimientos y que, además, constituye un insumo para las proyecciones.

El señor Claudio Soto prosigue con su exposición, consignando que los antecedentes conocidos luego de la publicación del último IPoM no han llevado a modificar sustancialmente la proyección contenida en ese Informe. No obstante, explica que al incorporar el dato correspondiente al mes de febrero, respecto del cual se había subestimado el efecto del año bisiesto, el PIB del primer trimestre del año 2012 se corrige al alza, desde un 4,8 a un 5,2%, lo mismo que la demanda interna, pero de manera menos significativa. De acuerdo con lo anterior, indica que las tasas de crecimiento del PIB y de la demanda son de 5,2 y 4,5%, respectivamente, para el primer trimestre de este ejercicio, mientras que para el próximo trimestre alcanzan al 4,5, y 5,2%, respectivamente, lo que significa que se proyecta un IMACEC de 4% para el mes de marzo, *versus* un 5% esperado por el mercado, según lo que se desprende de la Encuesta de Expectativas Económicas.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si se dispone de información reciente sobre producción de cobre, ya que la cifra considerada con ocasión de la discusión para efectos del último IPoM difiere de la mencionada por algunos personeros.

El señor Claudio Soto responde que se cuenta con dos nuevos antecedentes. Indica que el primero de ellos, proporcionado por el Gerente de Estadísticas Macroeconómicas al inicio de esta jornada, da cuenta de que varios proyectos que figuran para el año 2012, comenzarían a ejecutarse recién en los meses de octubre a diciembre próximos, lo que es coherente, de alguna manera, con la visión al interior de la Gerencia de División Estudios.



Hace presente que el segundo antecedente dice relación con una presentación del Copper Research Unit, CRU, efectuada la semana anterior, de la cual destacan dos elementos. En primer término, plantea que hay una tendencia secular decreciente en la ley de los proyectos antiguos. En segundo lugar, comenta que la ley de los nuevos proyectos es muy baja, equivalente aproximadamente a un tercio de la ley de los proyectos antiguos, lo que determina que las perspectivas de producción de valor agregado no sean tan buenas y que no haya una coherencia tan elevada entre los niveles de inversión del sector y la producción de cobre *per se*.

Agrega que la Gerencia a su cargo efectuará una presentación sobre esta materia en un par de semanas más, la que considerará una serie de antecedentes adicionales, con el objeto de tener una visión más afinada de este sector.

En relación con las proyecciones de crecimiento para el presente año, el señor Soto añade que desde diciembre recién pasado, el mercado las ha ido ajustando al alza de manera sistemática, desde 4,4 a 4,6%, según la última Encuesta de Expectativas Económicas, mientras que para el año 2013 espera un crecimiento en torno al 5%.

Al continuar con su presentación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto se refiere a las condiciones financieras. Sobre el particular, señala que el indicador sintético de la percepción de riesgo internacional captura, de alguna manera, las tensiones que se han observado en las últimas semanas derivadas de la situación en Europa y las noticias respecto de China, mientras que el indicador para Chile no exhibe cambios significativos. En su opinión, ello permite concluir que ha habido un contagio bastante bajo o acotado de este indicador de riesgo a las condiciones locales.

El señor Soto alude a la Encuesta de Crédito Bancario, cuyos resultados fueron dados a conocer el día anterior. A su juicio, destacan dos elementos. Por una parte, indica que en el caso de los hogares, la percepción de las condiciones de oferta de otorgamiento de crédito se ven hoy día algo más restrictivas que en el trimestre anterior, en especial, las condiciones de los créditos de consumo; y, por otro lado, que las condiciones de demanda de crédito se ven bastante favorables y que persiste el dinamismo del crédito hipotecario, para pymes y para grandes empresas.

El Consejero señor Enrique Marshall se refiere al gráfico sobre “Cambio en la demanda de crédito”, que se contiene en el extremo inferior izquierdo de la lámina N° 43 de la presentación, y consulta qué significa el hecho que la línea que representa las condiciones de demanda de créditos de consumo aparezca prácticamente pegada al eje horizontal.

El señor Claudio Soto explica que un valor cercano a cero significa que las condiciones de demanda por créditos de consumo se mantienen respecto al trimestre anterior. A título ejemplar, señala que si la demanda por estos créditos era significativa el trimestre anterior, esta no ha cambiado en el trimestre reportado.

Hace notar que las condiciones de oferta sí presentan cambios respecto del trimestre anterior, percibiéndose ahora más restrictivas, lo que es coherente, en parte, con una desaceleración de las colocaciones de consumo durante la primera parte del presente año.



Por otra parte, informa que las tasas de colocación exhiben un comportamiento más bien mixto. Precisa que las correspondientes a los créditos comerciales no registran variación, en tanto que las tasas de las colocaciones de consumo exhiben una trayectoria más bien decreciente respecto de aquellas de montos más pequeños y un alza, tratándose de créditos de montos mayores, excepto el último dato, que dio cuenta de una reversión.

Con respecto al mercado laboral, no solo destaca el dinamismo en la creación de empleo, sino que una suerte de reaceleración en los últimos meses. Hace presente que parte de ello se debe a elementos estacionales, específicamente la creación de empleo agrícola en esta parte del año, ya que otro porcentaje se explica por una recomposición del empleo desde cuenta propia a empleo asalariado, en que el primero ha disminuido, mientras que el segundo ha ido creciendo a un ritmo bastante elevado en una perspectiva histórica, del orden de 50.000 puestos de trabajo en los últimos trimestres móviles. De hecho, subraya que los últimos registros dan cuenta de una leve caída en la tasa de desempleo.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta por los programas de empleo de emergencia del Gobierno, a lo cual el señor Soto responde que se dejó de efectuar un seguimiento de ellos, pero que los datos disponibles reflejan una incidencia bastante pequeña desde hace un par de años.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán pregunta si se considera ocupado a quien responde que trabajó una hora de manera remunerada la semana anterior, tal como lo ha señalado la economista señora Andrea Repetto.

El señor Claudio Soto contesta afirmativamente, y anticipa que la Gerencia de Análisis Macroeconómico efectuará próximamente una presentación al Consejo sobre este tema. En cuanto al planteamiento de la señora Repetto, indica que es correcto en el sentido que la nueva encuesta de empleo define el empleo de manera mucho más precisa, al establecer que quien ha trabajado una hora es una persona empleada, mientras que anteriormente se preguntaba si la persona había trabajado la mayor parte del tiempo, lo cual era bastante ambiguo, y luego, una segunda pregunta, buscaba determinar si las horas trabajadas habían sido solo una o más. Agrega que la encuesta que realiza la Universidad de Chile, que no ha sido objeto de modificación, también refleja bastante dinamismo en la creación de empleo, lo cual indica que hay un fenómeno que va más allá del cambio de encuesta.

Por otra parte, destaca que el mayor dinamismo del empleo no es del todo coherente con el registro de salarios correspondiente al mes de febrero, el que sorprendió a la baja. Al respecto, hace el alcance que se trata de un dato puntual, que resulta después de varios meses en que los salarios registraron variaciones más bien al alza.

Con todo, manifiesta que las variaciones anuales promedio de los salarios dan cuenta de que sus condiciones de variación están por sobre lo que indicarían las cláusulas habituales de indexación, es decir, que la variación de los salarios está por sobre la inflación rezagada que, de alguna manera, se captura por las cláusulas antedichas.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al título de la lámina N° 48 de la presentación, que señala textualmente lo siguiente: "se mantiene la visión que los salarios crecen por sobre lo que indican las cláusulas habituales de indexación". Sobre el particular, plantea que ello siempre ha sido así y que, por lo tanto, lo que interesa saber es si los salarios, descontadas las cláusulas de indexación, crecen por sobre la productividad.



El señor Claudio Soto indica que en el gráfico que se contiene en la referida lámina N° 48 se debiera incluir una línea que dé cuenta del crecimiento de la productividad, de tal forma que si a pesar de la corrección por productividad, se observa que los salarios “*seudo-reales*” están por sobre el crecimiento de la productividad, se podría inferir que los salarios están creciendo efectivamente por sobre estas cláusulas habituales de indexación.

A título ejemplar, señala que si se supone que en el período anterior al año 2008, el crecimiento de los salarios ajustados por indexaciones era acorde con la productividad, y se lo compara con la situación actual, se observa que entonces el crecimiento era del orden del 2% y que hoy fluctúa entre 3 y 4%. De hecho, agrega que los últimos datos indican que el crecimiento de la productividad no es tan elevado, porque los salarios aumentan 5% y el IMACEC lo hace en torno a 5%, es decir, la variación de la productividad media del trabajo es cercana a 0% en la punta.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación, mencionando que en materia de inflación, el registro correspondiente al mes de marzo alcanzó a 0,2% mes a mes, sorprendiendo al Banco y también al mercado.

Asimismo, destaca que la medida de inflación subyacente que excluye alimentos y energía, registra una variación mensual negativa, la primera después de varios meses. De hecho, hace notar que al analizar los componentes del IPC desagregado, se observan reducciones en los precios tanto en la parte transable como en la parte energía, en este último caso como consecuencia de la reducción de la tarifa eléctrica. Por otra parte, informa que las alzas en el precio de los alimentos fueron significativas y de carácter más bien generalizado, subrayando que las alzas en los precios de frutas y verduras rompieron el patrón estacional y que estas también afectaron en el caso de la carne y de los alimentos no perecibles considerados en esta parte de la inflación.

Con respecto a la descomposición habitual de las sorpresas inflacionarias que se muestra en cada Reunión, que se contiene en la lámina N° 52 de la presentación, hace notar que el vestuario no registró el alza estacional esperada, y que en el caso del transporte, las bajas fueron bastante más intensas que lo anticipado.

El señor Claudio Soto indica que al considerar el dato de inflación correspondiente al mes de marzo, se observa que si bien la velocidad de la inflación subyacente se revierte en el margen, aún está por sobre 3%; por lo tanto, para llegar a la meta de inflación en algún horizonte, es necesario que la velocidad se reduzca en los próximos meses.

En cuanto a la proyección, plantea que se ha supuesto que la inflación de los alimentos será más elevada y persistente que lo estimado anteriormente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por la predicción inmediata en esta materia. El señor Claudio Soto responde que esta considera los datos hasta la primera semana de abril y muestra que frutas y verduras y alimentos no perecibles importados no tienen variación.

El Consejero señor Sebastián Claro sostiene que ello mezcla el supuesto que el precio de frutas y verduras no se revierte durante el invierno, con otro respecto de los precios internacionales y de los márgenes.



El señor Claudio Soto indica que el planteamiento del Consejero señor Sebastián Claro es correcto. En este sentido, señala que en cuanto al precio de los alimentos no perecibles, que están más asociados a los precios internacionales, se ha supuesto una trayectoria de precios casi plana en los próximos meses, mientras que en la parte de energía se observará un *flip flop* importante, esto es, caídas de precios en el mes de abril que se revierten en mayo. De hecho, precisa que se ha supuesto que la tarifa eléctrica registrará una caída de 15% en el mes de abril, que es coherente con lo que acontece con las indexaciones a las reliquidaciones, pero que se devuelve al mes siguiente, y que el precio de los combustibles y gas licuado también tendrían alzas importantes.

Con respecto a la parte subyacente, informa que se están incorporando las sorpresas inflacionarias del mes de marzo y que se está suponiendo que la trayectoria futura es bastante similar. Agrega que parte de las sorpresas deberían ser de carácter transitorio, no así las demás.

Con todo, hace presente que la proyección contempla que la inflación total tendrá un par de registros por debajo de lo previsto en el IPoM, pero que a partir del mes de junio se observarán variaciones interanuales algo superiores a las implícitas en ese Informe, debido al comportamiento esperado de los precios de los combustibles. De esta forma, manifiesta que para el mes de abril se espera un IPC de 0,3%, en tanto que el mercado, entendido por los seguros de inflación, proyecta un registro inferior, y que para mayo, la proyección interna considera una variación de 0,6%, que es el mes en que se materializa la reversión de las tarifas eléctricas. Añade que a partir de entonces se registrarían variaciones en torno a 0,2 y 0,4%, de magnitudes coherentes con una inflación más de tendencia.

En cuanto a las expectativas de mercado de mediano plazo que salen de las compensaciones inflacionarias, indica que las *spot* y las *forward* están por sobre la meta de inflación del 3% y que, con volatilidad, se han mantenido más bien estables en esos registros. Agrega que la compensación *spot* a un año ha estado cayendo.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón hace presente que el mercado estaría otorgando una ponderación significativa a la rebaja del impuesto de timbres y estampillas, y que esta podría alcanzar hasta seis décimas.

Al respecto, el señor Claudio Soto precisa que ello no está incorporado en la proyección, pero que al hacerlo, la incidencia sería, efectivamente, de ese orden.

Por último, señala que el indicador sintético de expectativas, que considera inflaciones tanto de corto como de mediano plazo, también muestra estabilidad en el margen. En síntesis, manifiesta que una visión más general respecto de la inflación no muestra cambios muy relevantes y supera ligeramente el pivote definido internamente como el promedio histórico.

Con respecto al tipo de cambio, destaca que, con una alta volatilidad, se advierte una cierta tendencia al alza en las últimas semanas, explicada, en parte, por el movimiento de los fundamentales. A título ejemplar, comenta que el dólar se ha apreciado en el mundo y que el precio del cobre ha caído, empujando el tipo de cambio a una leve alza, hasta niveles no muy distintos de los vigentes al cierre del IPoM.



El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que el precio del cobre registra una caída importante, mientras que el aumento del tipo de cambio ha subido levemente, perdiéndose, en cierto grado, la alta correlación existente entre ambas variables.

El señor Claudio Soto confirma que este es un punto que llama la atención, porque de acuerdo con el patrón histórico, la caída del precio del cobre debiera llevar a una depreciación del tipo de cambio. El Vicepresidente señor Manuel Marfán recuerda que el Consejo convino en discutir este tema.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, informando que las bolsas registraron alzas, seguidas de caídas en las últimas semanas, y que hoy se encuentran en niveles similares a los observados en la última RPM. Sin embargo, destaca que con respecto al mundo, la bolsa en Chile ha tenido un mejor desempeño.

En materia de tasas de interés, hace presente que las tasas reales de corto plazo —BCU-2— han subido de manera importante desde la última RPM, mientras que aquellas a 5 y 10 años plazo registraron un alza, que luego se revirtió. Agrega que las tasas nominales, tanto las *Swap* como las de los bonos BCP, tendieron a subir después de conocido el dato del IMACEC, pero han retrocedido en los últimos días.

Por otra parte, indica que la curva *forward* muestra una trayectoria muy similar a la observada en la RPM anterior y en el IPoM. Sobre el particular, detalla que las trayectorias de las encuestas y de la curva *forward* están bastante alineadas hasta mediados del año 2013, y que a partir de entonces, la primera marca una TPM esperada de 5,5%, mientras que la curva *forward* se mueve hacia el 6%.

Al finalizar su presentación, el señor Claudio Soto indica que para esta Reunión, el mercado estima en forma casi unánime que el Consejo acordará la mantención de la TPM y que una fracción pequeña de las respuestas a la Encuesta de Expectativas Económicas se inclina por un alza. Agrega que para la Reunión de mayo, en tanto, aumenta el porcentaje de personas que apunta a un incremento, pero la visión mayoritaria sigue siendo la de una mantención en esta ocasión y también en la próxima.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y, a continuación, ofrece la palabra para consultas o comentarios.

El Consejero señor Enrique Marshall se refiere al dinamismo del sector construcción y consulta por antecedentes precisos al respecto, en especial, por la escasez de mano de obra en este sector, atendida su relación con las remuneraciones.

El señor Claudio Soto señala que el catastro del mes de enero da cuenta de que las obras que se están llevando a cabo en los sectores de minería y energía están empujando mucho al sector construcción y, en menor grado, la parte edificación, por cuanto las ventas de viviendas exhiben cierto dinamismo, pero los meses para agotar *stock* aún están por sobre el promedio histórico.

El Consejero señor Enrique Marshall acota que su inquietud apunta a que, hasta el momento, el sector minero era el que tendía a elevar los salarios o atraer mano de obra, pero que ahora el sector construcción también ha comenzado a generar presión en la misma dirección. En su opinión, ello debe ser monitoreado.



Por no haber otras preguntas o comentarios, el Presidente señor Rodrigo Vergara pone término a esta parte de la presente Reunión de Política Monetaria, la que continuará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 184.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado para esta Reunión.

El señor Luis Óscar Herrera inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria.

Con respecto a la economía internacional, señala que se han reavivado las tensiones en la Eurozona, particularmente respecto de España e Italia, y que se advierte un empeoramiento de las condiciones financieras globales. Agrega que en Estados Unidos se observan indicadores mixtos; que los de la Eurozona continúan mostrando un desempeño débil; y que en China, si bien los datos recientes confirman que su crecimiento se ha moderado, aún se mantiene por encima del 8% anual. Por último, comenta que los precios de las materias primas experimentaron un retroceso generalizado durante el último mes, incluyendo caídas del cobre y de los metales, petróleo y alimentos.

En cuanto a Chile, destaca que el crecimiento del IMACEC, descontados los efectos calendario, ha promediado un 5% año con año durante los últimos tres meses, mientras que la demanda interna mostró un crecimiento algo superior en el último trimestre móvil hasta el mes de febrero, de entre 6 y 7% anual. Añade que en lo que va corrido del primer trimestre, la velocidad de expansión del PIB se ha moderado, pero que aún pesa la sorpresa positiva que se observó en diciembre pasado; que las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas, aunque los salarios nominales no muestran una aceleración adicional; y que las expectativas privadas de crecimiento han continuado aumentando en los últimos meses.

En materia de inflación, subraya que en el mes de marzo sorprendió a la baja, tanto en su medición total como en sus mediciones subyacentes; que si bien las expectativas de corto plazo han disminuido a través del último mes, aquellas a plazos mayores se mantienen estables; y que todas estas expectativas se ubican en la mitad superior del rango de tolerancia.

Por su parte, hace presente que las expectativas para la TPM se mantienen en una trayectoria similar al supuesto de trabajo del IPoM, esto es, alzas moderadas y graduales en la segunda parte o hacia finales de este año. Además, menciona que el tipo de cambio real se mantiene estable y que las condiciones de otorgamiento de crédito a los hogares se perciben algo más restrictivas, mientras que las solicitudes de crédito aún son dinámicas.

Por último, informa que la mayoría de los analistas y operadores encuestados respecto de la decisión en esta Reunión, espera una mantención de la TPM.

El señor Gerente de División Estudios manifiesta que este conjunto de antecedentes llevan a proponer como opción para esta Reunión la mantención de la TPM en 5% anual o aumentarla en 25 puntos base, a 5,25% anual, y que la recomendación es por la primera opción, esto es, mantenerla en 5% anual, en razón de los siguientes fundamentos.



En primer término, indica que el IPoM de marzo contempla un escenario externo caracterizado por un bajo crecimiento en las economías avanzadas, la continuación de las fricciones en los mercados financieros internacionales y términos de intercambio menores a lo observado en 2011. Agrega que en el plano interno, se evalúa que la brecha de capacidad está cerrada, que el mercado laboral está en una situación ajustada y que, en consecuencia, la economía chilena debe continuar creciendo en torno a su tendencia. Por su parte, anticipa que la inflación se situaría en la parte superior del rango de tolerancia durante los próximos meses, reflejando la incidencia de choques de oferta relacionados con combustibles y alimentos perecibles, para luego converger hacia el centro del rango meta.

En segundo lugar, destaca que los antecedentes conocidos desde el cierre del IPoM a la fecha no se apartan del escenario base. En este sentido, consigna que en el plano externo, el resurgimiento de las tensiones financieras en la Eurozona y en los mercados globales confirma que aún persisten dudas importantes respecto de la sustentabilidad de los avances que se han logrado en esa región; que tal como se señalara en el citado Informe, es probable que en los próximos meses se continúen alternando períodos de calma relativa con períodos de agudización de las fricciones en los mercados financieros europeos y globales; y que, al mismo tiempo, otros escenarios de riesgo externo identificados en el documento antedicho se mantienen vigentes, como es el caso de la posibilidad de una desaceleración más marcada de la economía china y un aumento más abrupto del precio del petróleo.

En tercer término, plantea que en el plano interno, las cifras más recientes de actividad señalan una reversión parcial de la sorpresa positiva de fines del año pasado, pero que la moderación en la demanda interna aún no se consolida. Añade que los antecedentes parciales disponibles indican que el consumo privado y que la inversión fija muestran señales de moderación en los primeros dos meses del año, principalmente relacionada con su componente importado, pero que otros indicadores, como las importaciones de consumo, muestran un repunte en marzo. Además, comenta que la inversión en construcción continúa su dinamismo y que el desempleo se mantiene bajo.

Por último, advierte que aunque la inflación presentó un menor registro en marzo, lo que ha llevado a un retroceso de las expectativas, se mantienen los riesgos señalados en el IPoM, esto es, presiones transitorias derivadas del alza de los combustibles y la posibilidad de traspasos mayores de esta al resto de los precios o a las expectativas, o una aceleración mayor de la inflación subyacente como consecuencia de las condiciones estrechas en el mercado laboral y en el uso de la capacidad instalada.

Con respecto a la opción de aumentar la TPM, el señor Luis Óscar Herrera recuerda que el IPoM utiliza como supuesto de trabajo una trayectoria que es coherente con los precios financieros, lo que supone alzas graduales y moderadas en la segunda mitad del año. Sin embargo, estima que la ocurrencia y oportunidad de estos ajustes deben tomar en cuenta la evolución efectiva de las condiciones internas y externas de la economía. En su opinión, adelantar los ajustes de la TPM podría justificarse en esta Reunión, entre otras razones, ante una evolución más favorable del escenario externo, una aceleración del dinamismo del crecimiento del producto o la demanda que amenace con ampliar la brecha de capacidad y la inflación subyacente, o un mayor traspaso de las presiones transitorias de oferta hacia otros precios, costos laborales o expectativas inflacionarias. Indica que estas condiciones no se cumplen en esta oportunidad, lo que lleva a no recomendar la opción de elevar la TPM.



Hace presente que las expectativas privadas tampoco proyectan aumentos de la TPM en el corto plazo ni en esta Reunión en particular. Por lo tanto, considera que un alza de la TPM sería una sorpresa relevante, que comunicaría al mercado mayor preocupación respecto del dinamismo de la actividad o los riesgos inflacionarios, así como la posibilidad de alzas futuras más rápidas e intensas de la TPM. A su juicio, lo expresado podría tener consecuencias no deseadas sobre la curva de tasas, que en términos generales, permanece alineada con el supuesto de trabajo del IPoM.

Con respecto a la opción de mantener la TPM, sostiene que es una alternativa válida considerando que en su nivel actual la tasa se encuentra dentro de un rango de valores neutrales para esta variable, lo que permite flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena, el impacto de choques transitorios de oferta y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes. Además, destaca que esta opción corresponde a la expectativa mayoritaria del mercado, por lo que también debería ser neutral para fines de la evolución de la curva de tasas.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su exposición indicando que sobre la base de estas consideraciones, la Gerencia de División a su cargo propone mantener la TPM en su nivel actual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera.

Al proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la votación y, en primer lugar, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa su agradecimiento al *staff* por los antecedentes proporcionados, los que califica de claros y útiles para la toma de decisiones.

Indica que de los antecedentes aportados se aprecia una concordancia de los eventos recientes con el cuadro económico general descrito en el último IPoM. En este sentido, manifiesta que a nivel internacional se observa una moderación del optimismo de meses anteriores y mayor preocupación por Europa, centrada principalmente en España, todo lo cual se ha reflejado también en ajustes a la baja en los precios de materias primas. Con todo, destaca que estos desarrollos concuerdan plenamente con el marco de referencia para las previsiones efectuadas en dicho Informe.

A nivel local, plantea que siguen las señales mixtas, que dan cuenta de una desaceleración en la actividad y la demanda interna, pero cuya extensión y profundidad todavía no se manifiesta con suficiente claridad como para descartar la necesidad de nuevas alzas de la TPM. Agrega que los datos más recientes de inflación y de salarios han sorprendido por una moderación mayor que la anticipada, pero que aún así persisten presiones que obligan a mantener una vigilancia muy atenta sobre su evolución en los meses venideros, tal como queda en evidencia del análisis presentado por el *staff* en esta materia.

El Consejero señor Joaquín Vial concluye su planteamiento señalando que conforme a lo expuesto precedentemente y el hecho de que persisten riesgos importantes en el escenario internacional, concuerda con la recomendación formulada por la Gerencia en el sentido de mantener la TPM en 5% anual.



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

El Consejero señor Sebastián Claro señala que al igual que en las últimas Reuniones, los antecedentes apuntan en esta oportunidad a la conveniencia de mantener la TPM en su nivel actual.

Con respecto al ámbito externo, indica que la situación ha mostrado signos mixtos, ya que los datos en Estados Unidos de América siguen dando cuenta de una recuperación sostenida, aunque los referentes a empleo fueron algo menores que los esperados; y en Europa, la situación de España se ha complicado y el costo de financiamiento ha escalado a niveles elevados. En su opinión, esta situación constituye la mayor fuente de riesgo en el sistema financiero. Agrega que en China, el dinamismo de la economía se mantiene estable, moderándose en el margen, en línea con el escenario base.

Asimismo, menciona que los precios de diversos activos se han corregido a la baja como consecuencia del menor apetito por riesgo; que las bolsas han caído; que el dólar se ha apreciado y los premios de financiamiento soberano y bancario han aumentado en algunas economías; y que los precios de los *commodities*, cobre y petróleo, también han registrado caídas.

A nivel interno, comenta que los datos de actividad y demanda estuvieron en línea con lo anticipado, aunque la actividad se mostró algo más dinámica; que mientras se ha fortalecido la recuperación de la inversión en obras, las importaciones de capital mantienen su moderación en la punta y el crédito se mantiene dinámico en condiciones que calificaría de normalidad. En este sentido, cree que el escenario base del IPoM sigue vigente, tal como lo plantea la Minuta de Opciones y el análisis general que se ha realizado en esta Sesión.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca que el dato de inflación local fue sorpresivo en todos sus componentes. A su juicio, dada la volatilidad normal de este indicador y la evaluación sobre la posición cíclica de la economía chilena que está apoyada en una serie de indicadores, no resulta adecuado hacer una sobrelectura de este dato. Al respecto, indica que el mercado ha corregido marginalmente a la baja la proyección de inflación en el corto plazo y que no hay grandes modificaciones hacia el mediano plazo. En su opinión, ese es el análisis fundamental que corresponde hacer. Con todo, manifiesta que resulta esperable que los registros de inflación se mantengan volátiles en el corto plazo en torno a 4% anual antes de comenzar un declive hacia 3% a fines de año.

Al finalizar su intervención, el Consejero señor Sebastián Claro plantea que lo anterior reafirma que persisten los escenarios de riesgo, tanto de la situación externa como por el dinamismo de la demanda interna, enfatizados en el IPoM, y que es por ello que se mantiene válida la estrategia de mantener la TPM en su nivel actual.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 5% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al Consejero señor Sebastián Claro y, prosiguiendo con la votación, concede la palabra al Consejero señor Enrique Marshall.



El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión.

Indica que esta Sesión se efectúa dos semanas después de la divulgación del último IPoM, y que si bien las noticias acumuladas desde entonces no configuran un cambio relevante en el escenario base, igualmente deben ser analizadas con atención.

Con respecto a Europa, señala que han resurgido las tensiones financieras, lo que se ha traducido en un aumento de la volatilidad, un incremento de las primas de riesgo y una corrección a la baja en los mercados bursátiles. Precisa que estas turbulencias se han presentado en forma bastante generalizada a nivel mundial, pero con matices o diferencias entre regiones.

Hace presente que en esta oportunidad, el foco de preocupación ha sido España. Al respecto, recuerda que el escenario base contemplaba la posibilidad de que ello ocurriera, de manera que no debe sorprender ni llevar a pensar que las condiciones han cambiado sustancialmente. En su opinión, mientras persistan problemas estructurales en los países desarrollados, se pueden presentar tensiones como estas. En todo caso, estima que se requiere un atento seguimiento de los mercados, porque la permanencia en el tiempo y la eventual intensificación de estas tensiones podrían tener implicancias relevantes.

Siempre en el ámbito externo, comenta que las últimas cifras de empleo para los Estados Unidos de América y de actividad para China han sumado alguna inquietud en los mercados, y que ello ha tenido un efecto sobre los precios de las materias primas, los que se han corregido levemente a la baja. Con todo, destaca que el panorama de crecimiento mundial no ha cambiado en forma apreciable en el último mes.

En el frente interno, menciona que el conjunto de noticias resulta también coherente con el escenario base, si bien algunas de ellas han generado cierta sorpresa.

En materia de actividad, subraya que el último IMACEC estuvo por sobre lo esperado, pero que tendría un importante componente estacional o transitorio. En este sentido, indica que en el último tiempo, los datos mensuales han mostrado bastante volatilidad, de manera que su lectura debe hacerse necesariamente con perspectiva temporal. Plantea que al hacerlo así, se observa un crecimiento de la actividad que converge a tasas no muy distintas de las que corresponden al crecimiento de tendencia. Hace notar que ello está implícito en las proyecciones internas y que el mercado coincide con esa visión, según la última Encuesta de Expectativas Económicas.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, las cifras de demanda requieren una evaluación más cuidadosa. Al respecto, señala que mirado con perspectiva, si bien el gasto se ha desacelerado, lo ha hecho con gradualidad y algunos componentes, específicamente el gasto en construcción y otras obras, han mantenido un elevado dinamismo. Agrega que es importante notar que la economía opera ya con holguras productivas estrechas, de manera que si estos componentes de la demanda no se moderan, ello tendría implicancias para la política monetaria. Recalca que lo que sí resulta coherente con las perspectivas de una desaceleración del gasto es la evolución de las colocaciones bancarias, afectadas por condiciones de oferta que se han tornado más restrictivas en el último tiempo.



En materia de inflación, manifiesta que el último registro mensual sorprendió a la baja, pero que su lectura debe ser cuidadosa, porque los datos mensuales han mostrado también bastante volatilidad. En lo general, sostiene que el panorama descrito en el último IPoM sigue vigente, esto es, que la inflación anual debería permanecer en torno al límite superior del rango meta por algunos meses e iniciar su convergencia al centro de dicho rango en el segundo semestre de este año.

Destaca que la visión del mercado es coherente con ello y que así lo confirma la última Encuesta de Expectativas Económicas. Por lo expresado, plantea que está presente el riesgo de que la inflación siga una trayectoria por sobre lo anticipado, lo que debe ser monitoreado con atención. En esa perspectiva, considera que el comportamiento de los salarios será clave, por cuanto si estos crecen a tasas que superan a la inflación esperada, sumada a los avances en productividad, ello tendría implicancias para la dinámica inflacionaria y, en último término, para la política monetaria.

En cuanto a la TPM, comenta que el mercado ha asimilado el supuesto implícito en el escenario base, en el sentido que se producirían incrementos moderados y graduales en el curso de este año.

Con estos antecedentes, es de opinión que fluye con bastante claridad que la opción más adecuada es la de mantener la TPM en su actual nivel. Al respecto, admite que la opción de un incremento de 25 puntos base podría encontrar algún sustento, pero que dominan ampliamente los argumentos que sirven de apoyo a la opción alternativa. En primer término, reitera que la decisión de mantener la TPM fluye con bastante claridad del diagnóstico contenido en el último IPoM, divulgado recién un par de semanas atrás y que se mantiene plenamente vigente. En segundo lugar, menciona que el mercado se ha alineado con la visión del Consejo, lo que se ve corroborado con expectativas de inflación en torno de la meta para el mediano plazo. Además, indica que las turbulencias en los mercados financieros han reafirmado la percepción de riesgos relativamente balanceados, unos de origen interno y otros provenientes del exterior. Finalmente, estima que la TPM se ubica actualmente en un nivel normal o neutral, lo que brinda holgura para acumular antecedentes antes de iniciar un movimiento en la tasa.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que a todo ello se agrega que el mercado espera en forma abrumadora que la decisión sea la de mantener la TPM, razón por la cual un curso de acción distinto sería sorpresivo y probablemente difícil de asimilar.

En consecuencia, plantea que lo que corresponde es no innovar y seguir observando la evolución de las condiciones internas y externas.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall señala que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel del 5% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al 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*, e indica que hace suya la lista de antecedentes nuevos respecto de la Reunión anterior, contenidos al comienzo de la Minuta de Opciones, a los que añade los siguientes elementos.



En lo referente a la economía internacional, hace presente que han retornado las tensiones financieras en la Zona Euro, aunque con menos intensidad que antes que se corrigiera la situación en Grecia. A su juicio, en este caso primaron los vencimientos de la deuda soberana española que era necesario refinanciar y, en menor medida, un efecto análogo para la deuda italiana. Agrega que los meses de mayo y junio próximos debieran ser relativamente tranquilos en este sentido, pero que en el mes de julio, el gobierno español deberá enfrentar nuevamente vencimientos por montos elevados. Reitera que, en su opinión, lo más probable es que con ello retorne la volatilidad observada recientemente, incluso con alguna mayor intensidad, y que lo expresado refleja síntomas en orden a que los problemas de fondo de la Zona Euro todavía requieren de esfuerzos estructurales adicionales.

En relación con Estados Unidos de América, indica que las recientes señales mixtas condujo a que haya amainado el optimismo reflejado por parte de algunos observadores sobre esa economía hace uno o dos meses atrás. Hace notar que también se trata de una economía donde existen importantes decisiones estructurales pendientes, especialmente en lo fiscal, que son necesarias para lograr una convergencia financiera.

Asimismo, menciona que algunas economías emergentes también han evidenciado un debilitamiento en sus tasas de crecimiento.

Con todo, consigna que el escenario internacional base del último IPoM y los riesgos en torno a este no han cambiado de manera relevante.

En cuanto a la economía nacional, señala que la última Encuesta de Expectativas Económicas no mostró cambios relevantes en el valor mediano de las variables encuestadas, pero que sí registró una reducción significativa de la dispersión de las respuestas en torno a esos valores. Comenta que ello se trasunta tanto en las expectativas de crecimiento y de inflación como en la trayectoria esperada de la TPM y que, de esta manera, la mayoría de los analistas de mercado se han alineado con un escenario más probable en torno al del IPoM de marzo de 2012.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que pese a la sorpresa inflacionaria del mes de marzo, el escenario más probable sigue siendo el de registros de inflación en torno al borde superior del rango meta en el corto plazo, para converger al centro de ese rango y permanecer allí hasta el fin del horizonte de política. Añade que el mercado laboral sigue mostrando señales de estrechez, que la tasa de desempleo estaría bordeando el límite del nivel no inflacionario y que, a su juicio, habría que monitorear más de cerca la trayectoria futura de las remuneraciones nominales.

Además, plantea que la sorpresa de crecimiento de diciembre parece haber sido transitoria, pese a que seguirá afectando el nivel de las proyecciones de actividad. Al respecto, indica que aún no está claro qué fue exactamente lo que provocó esa sorpresa, aunque no se puede rechazar la hipótesis acerca de su relación con la elevada concentración de la ejecución fiscal de diciembre pasado.

Con todo, destaca que no se aprecian desviaciones relevantes del escenario interno base y de los riesgos en torno a este.

En consecuencia, a juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán no existen elementos para apartarse del escenario de política que está delineado en el IPoM, y que es por ello que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual y por mantener inalterado el sesgo del Comunicado.



El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Vicepresidente señor Manuel Marfán, e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis expuesto precedentemente.

Indica que desde la última Reunión de Política Monetaria, las tensiones financieras globales han vuelto a agitar los mercados. Al respecto, precisa que en esta oportunidad, han surgido dudas importantes con respecto a la situación fiscal y financiera de España y que con ello, además, se han reabierto las dudas generales con respecto a Europa, considerando que los *spreads* soberanos de estos países han subido. Agrega que junto con ello se ha visto una reducción bastante generalizada de los precios de las materias primas, a lo que se suman las cifras de empleo en Estados Unidos de América algo peores a las esperadas y una desaceleración en China. En su opinión, ello confirma las advertencias contenidas en el IPoM recién pasado referente a la debilidad que todavía muestra la economía internacional.

Con respecto a Chile, señala que la actividad, la demanda interna y el empleo siguen sorprendiendo con cifras superiores a las esperadas, aunque la velocidad de expansión se ha moderado. Agrega que el mercado laboral se mantiene estrecho y que, más allá de la caída en doce meses de la variación en salarios y del costo de la mano de obra, los riesgos apuntan a presiones inflacionarias en ese frente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca que la inflación sorprendió a la baja en marzo pasado y que las expectativas no presentan cambios significativos con respecto a la Reunión anterior. Sobre el particular, plantea que a pesar de la baja reciente en el precio de las materias primas ya mencionada, tanto el petróleo como los alimentos siguen con sus precios elevados, y que si a ello se le suma un mercado laboral estrecho y brechas de capacidad cerradas, se puede apreciar que los riesgos de mayor inflación han aumentado con respecto a fines del año pasado. Añade que el riesgo de un escenario externo mucho más adverso, con efectos a la baja en actividad y precios internacionales, sigue presente, pero que su probabilidad de ocurrencia es menor que hace unos meses.

En estas circunstancias, indica que las opciones que la Gerencia de División Estudios ha presentado al Consejo son las más razonables. En cuanto a subir la TPM, señala que esa alternativa sería concordante con mayores riesgos inflacionarios. No obstante, estima que es todavía temprano para apartarse del escenario base, más aún tomando en cuenta los registros de inflación subyacente que siguen estando, en general, en la parte baja del rango de proyección. Además, considera que las expectativas en el horizonte de proyección se mantienen ancladas en la meta. Por último, recuerda que el mercado espera alzas en la TPM, pero solo a partir de los últimos meses de este año.

En razón de lo anterior, el Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que la opción de mantener la TPM es lo adecuado en esta oportunidad, y que en las próximas Reuniones se considerará si las condiciones cambian o se acercan más a algunos de los escenarios de riesgos contemplados. Por último, manifiesta ser partidario de mantener el tono del Comunicado anterior.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que en mérito de los fundamentos expuestos, su voto es por mantener la TPM en 5% anual.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros mantener la TPM en 5,0% anual.



A continuación, y siendo las 16:25 horas, se incorpora a la Sesión el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Ministro presenta sus excusas por el atraso, señalando que debió asistir a una reunión de última hora, convocada por S.E. el Presidente de la República.

El Presidente señor Rodrigo Vergara le informa que el Consejo ha acordado, en forma unánime, la mantención de la TPM en 5% anual. Sin perjuicio de lo expuesto, y con la venia del Consejo, estima del caso conceder la palabra al señor Ministro de Hacienda para que exprese su opinión sobre la materia objeto de esta reunión de Consejo.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín inicia su intervención indicando que en el escenario económico del último mes destaca la positiva evolución macroeconómica a nivel interno, con alto dinamismo en la actividad económica y una moderación de la inflación.

Comenta que a nivel internacional, han resurgido las tensiones financieras, en particular, los temores respecto de la economía española. En este sentido, menciona que Europa se mantiene como el mayor foco de riesgo para la economía mundial y que las tensiones han vuelto a surgir debido a las dificultades enfrentadas por España para colocar deuda soberana, debido a que los inversionistas dudan de la capacidad de ese país para sanear sus finanzas públicas, en especial, considerando el contexto de elevado desempleo, que dificulta la realización de mayores ajustes fiscales.

De hecho, precisa sobre este aspecto que los CDS a cinco años en España han aumentado 110 puntos en un mes, ubicándose actualmente en 512, llegando a su nivel máximo histórico. De esta forma, sostiene que la efectividad de las medidas de liquidez implementadas por el Banco Central Europeo disminuye ante la falta de ajustes fiscales decididos para restaurar la confianza.

En términos de actividad, hace presente que la proyección de abril pasado de Consensus Forecasts apunta a una contracción de 0,4% en el año 2012 para la Zona Euro. Al respecto, señala que los datos sectoriales confirman la situación de recesión por la que atraviesa esa Zona; que las ventas minoristas de febrero decrecieron 1,7%, tras la caída de 1,1% interanual en el mes previo; y que, además, la producción industrial en el mismo mes cayó en 1,7% en doce meses, tras la contracción de 1,3% en el mes de enero. En consecuencia, plantea que la Zona Euro se contrae, generando una menor demanda global, que también afecta a nuestras exportaciones.

Con respecto a Estados Unidos de América, manifiesta que ha mostrado señales mixtas, ya que, por una parte, en el reciente mes de marzo, ese país creó 120 mil empleos respecto al mes anterior, lo que contrasta con los 240 mil empleos, aproximadamente, que se esperaban y con los que habían sido creados en el mes previo, que también correspondieron a 240 mil; y, por la otra, en el sector industrial, el PMI manufacturero se ubicó en 53,4 puntos, manteniéndose en la zona de expansión y mejorando respecto a los 52,4 puntos del mes anterior, como asimismo, las ventas minoristas de marzo crecieron en 0,8% respecto del mes anterior en términos desestacionalizados, sorprendiendo positivamente al mercado, que esperaba un incremento de solo 0,3%. De esta manera, recalca que a pesar del informe de empleo poco favorable, todavía no se observan señales que indiquen un cambio de tendencia en cuanto a la recuperación del país, si bien tal recuperación es lenta.



En cuanto a China, advierte que se está generando preocupación en los mercados, en especial, tras el dato de crecimiento del primer trimestre de 2012, que se ubicó en 8,1% interanual, tras el 8,9% del trimestre anterior. A su vez, indica que la producción industrial creció 11,9% en doce meses en el mes de marzo pasado, tras el 13% de febrero, mientras que las ventas minoristas se desaceleraron a 15,2% en marzo, luego del 16,4% del mes anterior. Además, señala que la información del mes de marzo del presente año corrobora la tendencia a la desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones, revelando los efectos de la desaceleración mundial y del menor dinamismo del consumo en China. Por otro lado, hace notar que la inflación de marzo se ubicó en 3,6% en doce meses, lo que implica una aceleración tras el 3,2% del mes anterior, aunque se mantiene por debajo del objetivo anual de 4% planteado por las autoridades de ese país para el presente año 2012.

El señor Felipe Larraín destaca que los temores respecto de la evolución de la crisis en Europa y la desaceleración en China han impactado los mercados de *commodities*. En este sentido, indica que tanto el precio del cobre como el petróleo Brent han caído en torno a un 5% desde la fecha de la última Reunión de Política Monetaria. En definitiva, acota que se han incrementado los riesgos del traspaso de los efectos provocados por la recesión en la zona del euro hacia otras latitudes, en un contexto de resurgimiento de las tensiones financieras.

En el ámbito interno, comenta que la actividad económica siguió mostrando cifras sólidas en el último mes de febrero, en donde el IMACEC creció 6,1%, tras el 5,5% de enero, y hace notar que en el resultado del citado mes destacó la existencia de un día hábil adicional por ser año bisiesto.

Con todo, recalca que las expectativas del mercado se han vuelto más optimistas. Al respecto, alude a la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile del mes de abril, que reflejó que el crecimiento esperado para el año 2012 es de 4,6%, lo que supone un importante repunte respecto del 4% de la encuesta del mes anterior.

Subraya, asimismo, que el consumo continúa robusto. Sobre el particular, precisa que los datos de ventas del comercio minorista del mes de febrero mostraron una tasa de crecimiento de 12,4%, acelerándose respecto al 6,8% de enero. Sin embargo, precisa que se observan condiciones más restrictivas en el mercado del crédito, ya que de acuerdo con los resultados de la última Encuesta de Crédito Bancario trimestral del Banco Central de Chile correspondiente al mes de marzo, en el neto, el 24% de los bancos informaron condiciones más restrictivas para los créditos de consumo, mientras que en el caso de los créditos de vivienda este porcentaje alcanzó a un 23%, lo cual se asocia por parte de estas entidades a un aumento en el margen del riesgo en sus carteras de crédito.

En relación con el mercado laboral, indica que continúa mostrando signos de dinamismo. De hecho, especifica que el empleo creció a una tasa interanual de 3,2% en el trimestre diciembre-febrero, acelerándose respecto al 2,5% del trimestre móvil inmediatamente anterior, mientras que la tasa de desempleo bajó a 6,4%, la más baja en los últimos cinco años. Por otro lado, hace presente que los salarios siguen creciendo con fuerza, aunque durante el mes de febrero, en términos nominales, el índice de remuneraciones se desaceleró, creciendo 6,3% en doce meses, tras el 6,7% del mes previo, y en términos reales, el incremento interanual fue de 1,8% *versus* el 2,3% del mes anterior.

En este contexto, señala que la medición de inflación registró una importante desaceleración en marzo, llegando a un nivel de 3,8% en doce meses, luego del 4,4% del mes anterior. Consigna que en el aumento mensual de la inflación destacaron las alzas de precios de alimentos y educación, contrarrestado parcialmente por la disminución de transporte. Con



todo, manifiesta que en la evolución de la inflación de los últimos meses sigue destacando la incidencia de la reducción del precio de alimentos y, en particular, del componente de frutas y verduras frescas.

Por otra parte, destaca que las expectativas de inflación para el año 2012 han aumentado en los últimos meses, aunque se mantienen acotadas dentro del rango meta. En efecto, menciona que según la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile del mes de abril, la inflación del año 2012 se ubicaría en 3,5%, igual a lo previsto en la encuesta del mes anterior. Agrega que para el año próximo, en tanto, el pronóstico de inflación se mantiene anclado en 3% anual.

De igual forma, indica que las compensaciones inflacionarias de 2 años se ubican en niveles de 3% anual, mostrando una disminución de 42 puntos base respecto de la última Reunión. En este escenario, hace notar que persiste la incertidumbre en cuanto a la evolución de las presiones inflacionarias en los próximos meses, considerando que podrían ser presentes los efectos climáticos en los precios de algunas frutas y verduras.

Por otra parte, pese a las positivas cifras de IMACEC de los últimos tres meses, estima que no se pueden subestimar los efectos de la crisis externa sobre la economía nacional, en especial, considerando el resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales en los últimos días.

En mérito de las razones expuestas, el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín manifiesta que parece recomendable esperar y continuar monitoreando la evolución económica interna y externa, manteniendo la TPM en esta Reunión y validando así las expectativas del mercado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

Conforme a la votación unánime efectuada por los señores Consejeros, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

184-01-120417 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

Al concluir la Reunión, se procede a dar lectura al texto del Comunicado, que es del siguiente tenor:

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

En el ámbito externo, los riesgos de la Eurozona se mantienen elevados y se ha observado un resurgimiento parcial de las tensiones financieras en los mercados de esa región, así como una mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados globales. En el último mes, los indicadores económicos de Estados Unidos muestran un desempeño mixto, mientras que los de la Eurozona confirman la debilidad de su crecimiento. A su vez, el dinamismo de China y de otras economías emergentes se ha moderado en los últimos meses. Los precios



internacionales de las materias primas registran una disminución en el último mes, aunque su nivel sigue siendo elevado.

En el plano local, la actividad económica y demanda evolucionan de acuerdo con lo proyectado en el IPoM, mientras el mercado laboral sigue ajustado. La inflación anual del IPC, con fluctuaciones, permanece en torno a la parte alta del rango de tolerancia, mientras que las medidas de inflación subyacente se ubican alrededor de 3%. Las expectativas inflacionarias se mantienen en torno a la meta en el horizonte de proyección.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:00 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



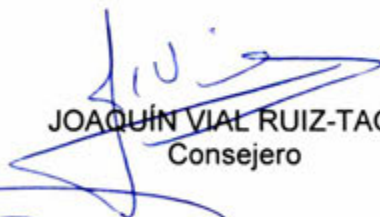
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

